



## Das Geldmengen-Paradox

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

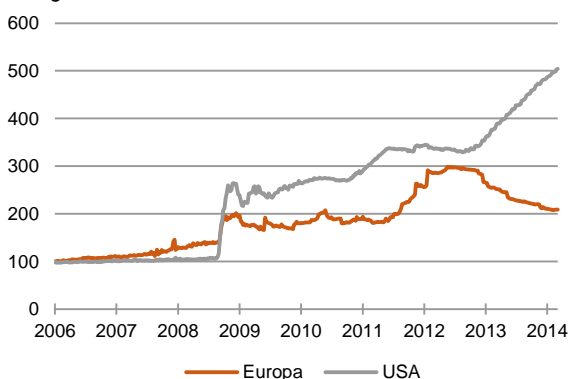
- **Von der Geldpolitik gehen derzeit auf globaler Ebene widersprüchliche Signale aus.**
- **Das sagt aber wenig über die Intentionen der Zentralbanken. Es beruht eher auf unterschiedlichen Techniken der Liquiditätssteuerung.**
- **Die EZB sollte vorsichtig sein, jetzt ein Q/E-Programm amerikanischer Machart aufzulegen. Es hilft wenig, bringt aber neue Probleme.**

Die Geldpolitik in den Industrieländern gibt im Augenblick Rätsel auf. Ist sie, wie in den letzten Jahren, noch expansiv oder hat sie bereits auf eine vorsichtigeren Gangart umgeschaltet? Von den gängigen Indikatoren gehen unterschiedliche, teils gegensätzliche Signale aus.

Die Marktmeinung und die Äußerungen der Zentralbanken sind eindeutig. Danach ist die Federal Reserve dabei, den Fuß vom Gas zu nehmen. Sie kauft inzwischen weniger Wertpapiere am Kapitalmarkt. Sie hat erste Termine für eine Zinserhöhung genannt. Die Europäische Zentralbank gibt sich dagegen nach wie vor kämpferisch. Sie wird nicht müde zu betonen, dass sie weiter expansiv ist und dass sie zur Bekämpfung einer Deflation wenn nötig weitere Lockerungsmaßnahmen ergreifen wird.

### Geldmengen-Paradox

Bilanzsumme der Notenbanken USA und Euroraum  
Anfang 2006 = 100



Quelle: EZB, Fed

Schaut man sich jedoch die Zahlen an, so ergibt sich ein anderes Bild. Die Grafik zeigt, wie die Bilanzsumme der Federal Reserve weiter deutlich nach oben geht. Von einer Abschwächung kann nicht die Rede sein. Zudem gehen die US-Geldmarktzinsen zurück. Das ist klar Expansion. Umgekehrt in Europa. Da verringert sich die Bilanzsumme spürbar. Die Geldmarktzinsen steigen an. Das ist Restriktion.

Wer hat nun recht? Der Markt oder die Zahlen der Notenbanken? Die Antwort auf diese Frage ist wichtig. Denn wenn die Notenbanken weiter auf Lockerungskurs sind, dann kann die Hausse an den Märkten munter weiter gehen. Wenn nicht, dann müssen die Anleger vorsichtig sein. Ganz vertrackt ist die Situation, wenn von den USA und Europa so unterschiedliche Signale ausgehen. Ich erinnere mich nicht, dass sich die Bilanzsummen je so verschieden entwickelt haben.

Des Rätsels Lösung liegt nicht in Unklarheiten der Politik, sondern in der Anwendung verschiedener Instrumente zur Liquiditätsbereitstellung. Die Federal Reserve steuert die Liquidität dadurch, dass sie Wertpapiere am offenen Markt kauft. Dadurch erhalten die Verkäufer der Papiere Geld, das sie für Käufe in der Realwirtschaft oder für Kredite an Unternehmen und Private verwenden können. Im letzten Jahr hat die Fed dadurch USD 85 Mrd. pro Monat in die Märkte geschleust. Jetzt sind es noch USD 45 Mrd. Nach wie vor bekommen die Märkte also zusätzliches Geld, nur etwas weniger als vorher. Die Bilanzsumme der Fed steigt noch, nur nicht mehr so steil. Das ist das "Quantitative Easing" (Q/E).

Die Europäische Zentralbank gewährt den Banken Kredite über Wertpapierpensionsgeschäfte. Der große Schub kam 2011/2012 mit einem 3-jährigen Geschäft in Höhe von brutto rund EUR 1 Mrd. Das war in Form des "LTRO" = (Longer Term Refinancing Operation). Die Banken konnten das Geld nach eigenem Gusto verwenden. Sie konnten Kredite an Unternehmen und Private vergeben (was die EZB am liebsten gesehen hätte), sie konnten hochrentierliche Staatsanleihen der südeuropäischen Schuldnerländer kaufen (was viele taten) oder sie konnten das Geld vorzeitig kündigen und der EZB zurückgeben. Letzteres hat zum Rückgang der Bilanzsumme der EZB geführt. Das war gar nicht im Sinne der EZB.

Um zu verhindern, dass das restriktiv wirkte, hat die EZB ihre sogenannte "Full Allotment"-Politik weitergeführt.



Das heißt, sie hat den Finanzinstituten versprochen, bei allen Wertpapierpensionsgeschäften so viel Geld zuzuteilen, wie sie beantragten. Was sich geändert hat, war nur die Fristigkeit der Gelder. Bei dem großen LTRO bekamen sie 3-Jahres-Geld, bei den normalen Pensionsgeschäften Geld zu kürzeren Fristen.

Jede der beiden Methoden der Liquiditätsbereitstellung hat Vor- und Nachteile. Das amerikanische System ist die stärkere Medizin. Die Notenbank verlässt sich nicht auf die Kooperation der Banken. Sie entscheidet alleine, wie viel Geld sie schafft. Sie wendet sich zudem an alle Wertpapierbesitzer, nicht nur an die Banken. Keiner kann sich ihrem Einfluss entziehen. So kann man eine Krise effizienter bekämpfen. Andererseits ist es schmerzhafter, wenn die Medizin abgesetzt wird, wenn also die Wertpapiere wieder verkauft werden müssen. Das treibt dann die Zinsen nach oben. Es erklärt, weshalb die Fed derzeit so vorsichtig vorgeht.

Das europäische System ist die schwächere Medizin. Sie wirkt nicht so stark. Sie kann dafür aber auch leichter zurückgeführt werden. Die EZB muss dann die Kredite einfach nicht verlängern. Das belastet die Kapitalmärkte weniger. Der Wirtschaft wird auch nicht direkt Geld "weggenommen". Allerdings haben die Banken weniger Geld.

Im Augenblick denkt die EZB darüber nach, ob sie nicht ein Q/E-Programm amerikanischer Machart auflegen sollte. Sie hofft damit, die Deflation wirkungsvoller bekämpfen zu können. Ich zweifle, dass das sinnvoll ist. Es würde zwar mehr Power bringen. Die Bilanzsumme der EZB würde steigen. Ob es aber auch zu viel höheren Preissteigerungen führt, ist selbst nach den Berechnungen der EZB fraglich. Zudem würde es schwerer, den Ausstieg zu realisieren, wenn sich die Situation normalisiert. Auch daran muss man ja denken (zumal es vielleicht doch nicht mehr so weit entfernt ist).

### **Für den Anleger**

Glauben Sie nicht alles, was die Notenbanken sagen. Die amerikanische Geldpolitik ist nicht so restriktiv, wie es nach den Worten der Fed scheinen mag. Die Liquidität nimmt immer noch kräftig zu. Freilich ist auch die Geldpolitik im Euroraum nicht so expansiv, wie man es aus den Äußerungen der EZB ablesen könnte. Der absolute Betrag der Liquidität auf den Märkten geht zurück. Nirgendwo wird so heiß gegessen, wie gekocht wird. Wenn die Märkte jetzt etwas unsicherer sind, dann liegt es nicht an mangelnder Liquidität.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

#### **Rechtliche Hinweise**

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.