



Dr. Martin W. Hüfner
Chief Economist

- > Das Dilemma der amerikanischen Notenbank im Streit mit dem Präsidenten.
- > Mit Zinssenkungen ermutigt die Federal Reserve die Administration indirekt zu weiteren Handelsrestriktionen.
- > Die gestörte Zusammenarbeit von Geld- und Fiskalpolitik ist keine gute Ausgangsposition für den Fall einer künftigen Krise.

Vor kurzem hielt der Vorsitzende der amerikanischen Notenbank, Jerome Powell, in Chicago eine Rede, die mich nachdenklich gemacht hat. In seinen Bemerkungen zur aktuellen Lage sagte er, die Fed beobachte sorgfältig die jüngsten Entwicklungen "bei den Verhandlungen über die Handelsfragen und andere Dinge". Er fügte hinzu: "Wir wissen nicht, wie und wann diese Fragen gelöst werden. Wir werden aber alles tun, um das Wachstum aufrecht zu erhalten mit einem starken Arbeitsmarkt und einer Inflation nahe unserem symmetrischen Ziel von 2 %".

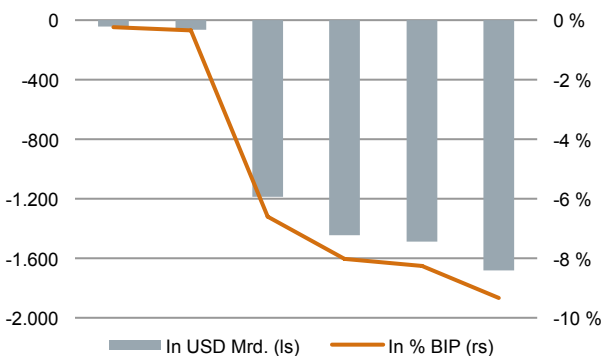
Eigentlich alles Selbstverständlichkeiten, werden viele sagen. Die Notenbank analysiert das politische und wirtschaftliche Umfeld und leitet daraus ihre Schlüsse für die Geldpolitik ab. Genau das ist ihre Aufgabe. Die Märkte haben auf die Sätze auch nicht stärker reagiert. Als ich genauer auf die Formulierungen schaute, bekam ich jedoch ein ungutes Gefühl. Irgendetwas stimmt hier nicht. Es könnte mit ein Grund sein, dass heute vielfach Unzufriedenheit über die Geldpolitik herrscht und dass viele fürchten, dass die Geldpolitik ihre beste Zeit hinter sich haben könnte.

Wort der Kritik (obwohl die Fed mit den Maßnahmen der Trump-Regierung sicher nicht einverstanden sein kann). Das ist verfassungsrechtlich in Ordnung. Die Regierung hat anders als die Zentralbank ein politisches Mandat der Wähler. Sie ist demokratisch legitimiert, handelspolitische Maßnahmen zu ergreifen.

Andererseits ist die Zentralbank nicht Befehlsempfänger. Sie ist in dem demokratischen System von "checks and balances" durch ihren Sachverstand legitimiert, auf die Folgen der Politik für die amerikanische Volkswirtschaft hinzuweisen. In Deutschland ist die Bundesbank sogar gesetzlich verpflichtet, "die Bundesregierung in Angelegenheiten von wesentlicher währungspolitischer Bedeutung zu beraten".

»Die Fed müsste gar nicht aktiv werden, wenn es die Handelspolitik nicht gäbe.«

VERRINGERUNG DES US-BIPS
bei verschiedenen Stufen des Handelskriegs



Quelle: Felbermayer, Steiningger 2016

Was mich an der Aussage von Jerome Powell stört, ist erstens seine Bemerkung zur Handelspolitik. Die Federal Reserve nimmt den Protektionismus der Regierung so hin als wäre er die selbstverständlichste Sache der Welt. Kein

Das das zum gegenwärtigen Zeitpunkt in den Vereinigten Staaten politisch nicht opportun ist, steht auf einem anderen Blatt. Powell will den Präsidenten, der auf ihn zurzeit nicht gut zu sprechen ist, nicht noch zusätzlich reizen. Das ist verständlich, macht die Sache aber nicht besser. Eine Notenbank, die sich mit ihrem Sachverstand zurückhält (beziehungsweise zurückhalten muss) gewinnt dadurch nicht an Glaubwürdigkeit.

Dass die Fed die Handelspolitik des Präsidenten so einfach als unabänderliches Faktum hinnimmt, hat aber noch eine andere Konsequenz. Es ist inzwischen wissenschaftlich erwiesen, dass die protektionistischen Maßnahmen das Wachstum nicht nur bei den Handelspartnern verringern, sondern auch in Amerika selbst (siehe Grafik). Die Fed muss also auf die Handelspolitik mit einer Lockerung ihrer Politik reagieren. Das ist umgekehrt aber eine Ermutigung für Trump, auf dem eingeschlagenen Weg weiter zu gehen. Wenn er schon durch seine Verbalattacken die Fed nicht zu einer Zinssenkung bringen kann, dann gelingt ihm das durch seine Handelspolitik.

Die Fed ist hier in einem Dilemma. Die Lockerung ihrer Politik wirkt nicht nur den negativen Folgen der Handelspolitik entgegen. Sie führt indirekt auch dazu, dass der Protektionismus noch stärker wird. Ein sich selbst verstärkender Teufelskreis.

Und noch ein Drittes bewegt mich bei den Aussagen von Powell. Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik geht über die Reaktion der Wirtschaft auf die Zinsen. Die Konsumenten sollen bei niedrigen Zinsen mehr kaufen, die Unternehmen mehr investieren. Tatsächlich läuft die amerikanische Wirtschaft aber ganz gut. Sie bräuchte eigentlich keine zusätzlichen Impulse. Die Fed müsste gar nicht aktiv werden, wenn es die Handelspolitik nicht gäbe.

In Europa sehen wir die amerikanische Währung und ihre Zentralbank oft als Vorbild. Wie schön wäre es, wenn der Euro so etabliert wäre wie der US-Dollar und die EZB so traditionsreich wie die Fed. Im Augenblick gilt das aber nicht. Die Europäische Zentralbank ist froh, dass sie die derzeitigen Probleme der Kollegen in den USA nicht hat. Niemand redet ihr in ihre Politik rein (jedenfalls nicht mehr als normal). Niemand droht mit Absetzung des Präsidenten. Und was ganz wichtig ist: Niemand kritisiert Mario Draghi, wenn er in seinen Pressekonferenzen regelmäßig auch die Regierungen ermahnt. Das Ziel der Stabilisierung, so sagt

er wieder und wieder, kann nur dann erreicht werden, wenn nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die Finanzpolitik und die Reformpolitik ihre Aufgaben erledigen.

Das entspricht der Arbeitsteilung in der Stabilisierungspolitik. Die Geldpolitik allein ist überfordert, wenn sie die Schwankungen der Wirtschaft allein glätten wollte. Sie braucht dazu die Finanzpolitik. Man stelle sich nur einmal vor, wenn die Geldpolitik in der großen Finanzkrise 2008 allein gelassen worden wäre. Der Einbruch wäre noch viel größer und die Folgen für alle Beteiligten noch viel gravierender gewesen.

Für den Anleger

Die erwartete Lockerung der Geldpolitik stützt die Märkte in einer Zeit zunehmender politischer Unsicherheit. Das ist gut. Man muss sich aber darüber im Klaren sein, dass es im Falle einer größeren Krise nicht ausreicht. Dann braucht es sowohl national die Zusammenarbeit von Zentralbank und Regierung als auch international die Kooperation zwischen den einzelnen Ländern. Hier ist ein Schwachpunkt, der manchen Anleger mit Recht besorgt. Er wurde gerade beim G20-Gipfel in Japan wieder offensichtlich.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

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

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. 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 unter Umständen 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- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. 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 der einschlägigen Verkaufsunterlagen (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) 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 Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. 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 noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.