

<https://blog.de.erste-am.com/schwenk-in-der-geldpolitik/>

## Schwenk in der Geldpolitik

Gerhard Winzer



© ©iStock

Die wichtigste Zentralbank der Welt, die Fed in den USA, hat im Rahmen der Sitzung des Offenmarktausschusses vom 26. Jänner bekräftigt, dass eine Änderung in der generellen geldpolitischen Haltung stattgefunden hat.

Das Hauptaugenmerk ist darauf gerichtet, [die ansteigenden Inflationserwartungen einzufangen](#)

### Effektive Zinsuntergrenze

Über Jahre waren die Zentralbanken in den entwickelten Volkswirtschaften mit einer zu geringen Inflation konfrontiert. Aus diesem Grund wurden die Zentralbankpolitiken immer expansiver.

Die Leitzinsen wurden in Richtung null Prozent gesenkt, die Europäische Zentralbank hat sogar eine Negativzinspolitik eingeführt. Schlussendlich konnten die Leitzinsen nicht mehr viel gesenkt werden, weil sie nahe an der sogenannten effektiven Zinsuntergrenze (Effective Lower Bound) anstießen.

Weil der Preis des Geldes (die Zinsen) nicht mehr weiter gesenkt werden konnte, wurde die Zentralbankgeldmenge via Anleihekaufprogramme massiv ausgeweitet.

Der Ausbruch der Pandemie hat diese Tendenz nochmals verstärkt. Die Geldpolitiken wurden ultra-expansiv. Ziel war es, die Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft möglichst gering und kurz zu halten.

### Ausstieg aus dem Krisenmodus

Seit dem pandemiebedingten, starken aber kurzen Einbruch im Frühjahr 2020 befindet sich die Weltwirtschaft in der Wirtschaftszyklusphase „Erholung“. Die Arbeitslosenraten sind schneller als erwartet auf ein Niveau gefallen, das mit dem NAIRU-Bereich identifiziert werden kann. NAIRU steht für „Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment“.

Wenn die Arbeitslosenraten unter diese Schwelle fallen, nimmt der Druck für ansteigendes Lohnwachstum strukturell zu (Phillips-Kurve). Langfristig betrachtet gibt es vor allem einen Bestimmungsfaktor für die Inflationsentwicklung: die Entwicklung der Lohnstückkosten. Das ist das Lohnwachstum abzüglich Produktivitätswachstum. Die Argumente für eine Reduktion der sehr expansiven Geldpolitik haben zugenommen.

Doch das alleine würde die generelle Grundhaltung der Zentralbanken nicht ändern. Sinngemäß: Weil eine zu hohe Inflation kein Problem ist – in den vergangenen Jahren war wie gesagt der Fokus auf eine zu niedrige Inflation gerichtet –, kann die Geldpolitik sehr wirtschaftsunterstützend bleiben, das heißt, nur sehr langsam reduziert werden, um langfristig einen hohen Beschäftigungsgrad zu erreichen.



**„Das Hauptaugenmerk der Fed und der anderen Zentralbanken ist es, mit einem beschleunigten Ausstieg aus der ultra-expansiven Haltung die Inflationserwartungen möglichst stabil zu halten.“**

Gerhard Winzer, Chef-Ökonom

© Bild: Erste AM

### **Inflationsüberraschung**

Seit dem Sommer 2021 hat jedoch in zunehmendem Ausmaß bei immer mehr Zentralbanken eine Änderung dieser Einschätzung stattgefunden. Der Grund dafür ist, dass die Inflation überraschenderweise deutlich angestiegen ist.

Der treibende Faktor dafür ist pandemiebedingt. Schnelle und starke Änderungen bei den Wachstumsraten des BIP, der Energienachfrage und der Beschäftigung haben zu Ungleichgewichten zwischen Angebot (Engpässe) und Nachfrage (schnelle Erholung) geführt.

Das Resultat waren hohe Inflationsraten. Dieses Phänomen wurde als temporär beschrieben. Das stimmt (wahrscheinlich), aber hinsichtlich der Dauer haben sich die meisten Ökonomen deutlich verschätzt. Mittlerweile sind Überwälzungseffekte auf immer mehr Preiskomponenten feststellbar. So können die angestiegenen Nahrungsmittelpreise mit höheren Kosten für die Energie und den Transport erklärt werden.

Für die Zentralbanken ist es in diesem Umfeld besonders wichtig, dass die Inflationserwartungen nicht ansteigen. Ein Blick in die Medien – von Tageszeitungen bis hin zu akademischen Arbeitspapieren – reicht: Das Thema Inflation kommt öfter vor als noch vor ein paar Jahren.

Je länger jedoch die aktuelle Phase der hohen Inflationsraten andauert, umso wahrscheinlicher ist ein anhaltender Anstieg der Inflationserwartungen der Wirtschaftsagenten (Konsumenten, Unternehmen, Zentralbanken, Regierungen).

### **Pivot**

Die Inflationsentwicklung in diesem Jahr können die Zentralbanken nicht wesentlich beeinflussen. Auch ein Schwenk hin zu einer restriktiven Politik ist derzeit nur wenig wahrscheinlich. In diesem Risikoszenario werden die Leitzinsen so hoch angehoben, dass das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung, also die Nachfrage, beeinträchtigt werden.

In der Vergangenheit haben starke Leitzinsanhebungen sogar Rezessionen ausgelöst. Mit einer Zeitverzögerung (von einigen Jahren) fiel dann auch die Inflation.

Das Hauptaugenmerk der Fed und der anderen Zentralbanken ist es vielmehr, mit einem beschleunigten Ausstieg aus der ultra-expansiven Haltung die Inflationserwartungen möglichst stabil zu halten. Neue Begründungskette: Damit langfristig eine hohe Beschäftigung erreicht werden kann, ist eine lange wirtschaftliche Expansionsphase nötig. Um das zu gewährleisten, müssen die hohen Inflationsraten wieder sinken.

## Neutrales Zinsniveau

Der schnellere Ausstieg bedeutet: erste Leitzinsanhebung früher (Fed: März 2022), schnellere Anhebung der Leitzinsen (Fed: fünf Leitzinsanhebungen in diesem Jahr sind wahrscheinlicher geworden), Ende der Anleiheankaufprogramme früher (Fed: März 2022), Start für eine Reduktion der Zentralbankbilanzen früher (Fed: wahrscheinlich ab dem Sommer 2022) als erwartet.

Die Rekalibrierung der geldpolitischen Ausrichtung belastet natürlich so gut wie alle Wertpapiersegmente. So lange die Wirtschaftsphase „Erholung“ hält, die Zentralbankpolitiken also nicht restriktiv werden und ein Ölpreisschock ausbleibt (Ukraine), bleibt das Umfeld [netto betrachtet positiv für Aktien](#), auch wenn die Kursbewegungen wohl ruppig bleiben (höhere Volatilität).

Nachsatz: Auf die längere Sicht ist eine Frage mindestens ebenso wichtig, wie jene nach der Geschwindigkeit des Ausstiegs. Auf welches Niveau werden die Leitzinsen schlussendlich angehoben werden? In den USA preisen die Zinsmärkte (implizite 5-Jahreszinsen in fünf Jahren) lediglich einen Wert von 1,8% ein. Die Argumente für ein ansteigendes neutrales Zinsniveau haben jedoch zugenommen.

## Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

## Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt. Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage [www.erste-am.com/investor-rights](http://www.erste-am.com/investor-rights) abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Umfassende Informationen zu den mit der Veranlagung möglicherweise verbundenen Risiken sind dem Prospekt bzw. „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ des jeweiligen Fonds zu entnehmen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger:innen und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.



## Gerhard Winzer

Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer:innen des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Creditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.