



09 | 2025

WSH- Briefing

Fokus Geldpolitik

Bröckelt die Macht der
Zentralbanken?

Stabilität

„Eine Notenbank, die ihre Glaubwürdigkeit verliert, verliert alles.“

— Otmar Issing



Hauptgedanken

1

Zwickmühle der Zentralbanken

Die US-Fed plant trotz hartnäckig hoher Kerninflation eine Zinssenkung, um den schwächer werdenden Arbeitsmarkt zu stützen. Damit rückt sie von ihrem Kernmandat der Preisstabilität ab und zeigt die zunehmende Abhängigkeit der Notenbanken von politischen und wirtschaftlichen Zwängen

2

Folgen der ultra-expansiven Geldpolitik

Jahrzehntelange Niedrigzinsen und massive Liquiditätsspritzen haben eine hohe Staatsverschuldung, aufgeblähte Zentralbankbilanzen und Interventionsspiralen begünstigt.

3

Langfristige Konsequenzen für die Finanzmärkte

Der Vertrauensverlust in die Unabhängigkeit der Notenbanken fördert die Nachfrage nach Gold, Kryptowährungen und Stablecoins. Gleichzeitig sinkt die Attraktivität von Staatsanleihen, was langfristig zu höheren Kapitalmarktzinsen führen könnte.

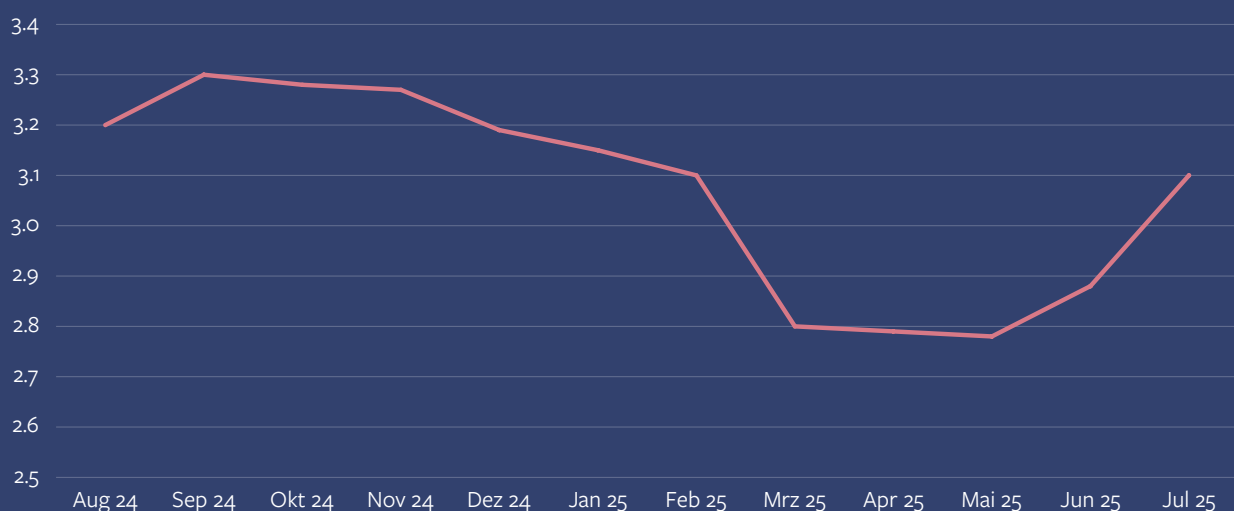
Mit großer Spannung wurde auf dem diesjährigen Treffen der Notenbankpräsidenten in Jackson Hole am vorletzten Wochenende im August die Rede von Jerome Powell, dem Präsidenten der US-Fed, erwartet. Er hat dabei die Erwartungen der Märkte und vor allem der Politik auf eine bevorstehende Leitzinssenkung nicht enttäuscht. Indirekt unterstützte er die Hoffnungen, dass die US-Fed im September den Leitzins senken wird. Sowohl die Akteure an den Finanzmärkten als auch die Politiker reagierten elektrisiert.

Zwickmühle der Fed

Auch wenn diese Ankündigung in der Öffentlichkeit positiv aufgenommen wurde, so ist dies jedoch ein weiteres Indiz dafür, dass die Notenbanken einen Teil ihrer Kernaufgabe – Schutz der Geldwertstabilität – gar nicht mehr uneingeschränkt wahrnehmen können und sich möglicherweise damit das Zeitalter der autonomen Zentralbanken und damit auch des Zentralbankengeldes sich dem Ende zuneigt. Man kann es in den USA drehen und wenden wie man will, man wird unter Geldwertstabilitätsgesichtspunkten keine ökonomischen Argumente für den wahrscheinlichen Zinsschritt im

September finden. Die USA weisen ein positives Wirtschaftswachstum auf und die Inflationsrate liegt über zwei Prozent bei einer steigenden Kerninflationsrate, die sich hartnäckig um drei Prozent bewegt. Die Durchführung einer Zinssenkung wird von der US Fed mit einem sich abschwächenden Arbeitsmarkt in den USA begründet, mit dem anderen Teil der Kernaufgabe: der Vollbeschäftigung. Für Jerome Powell ist das wirtschaftliche Risiko eines schwachen Arbeitsmarktes höher, als eine Inflationsentwicklung die weiterhin über dem 2-Prozent Ziel liegt. Am Arbeitsmarkt hinterlassen die sinkende Einwanderung sowie die hohe Unsicherheit der Unternehmen deutliche Spuren. Die jüngst veröffentlichte Anzahl der offenen Arbeitsplätze ist auf das niedrigste Niveau seit der Pandemie gefallen, gleichzeitig ist die Anzahl der offenen Stellen unter die Anzahl der offiziell arbeitssuchenden Personen gefallen. Die angekündigte Leitzinssenkung der US-Fed steht exemplarisch für etwas, was man auch bei der Bank of Japan und der EZB beobachten kann, sie sind zum Opfer ihrer eigenen Politik geworden. Es wird für sie immer schwieriger, ihrem eigentlichem Mandat der Preisniveaustabilität gerecht zu werden.

Kerninflationsrate USA



Den Zentralbanken ergeht es ähnlich wie dem Zauberlehrling bei Goethe: „Herr die Not ist groß! Die ich rief die Geister, werd ich nun nicht los!“

Ergebnis jahrelanger ultra expansiver Geldpolitik

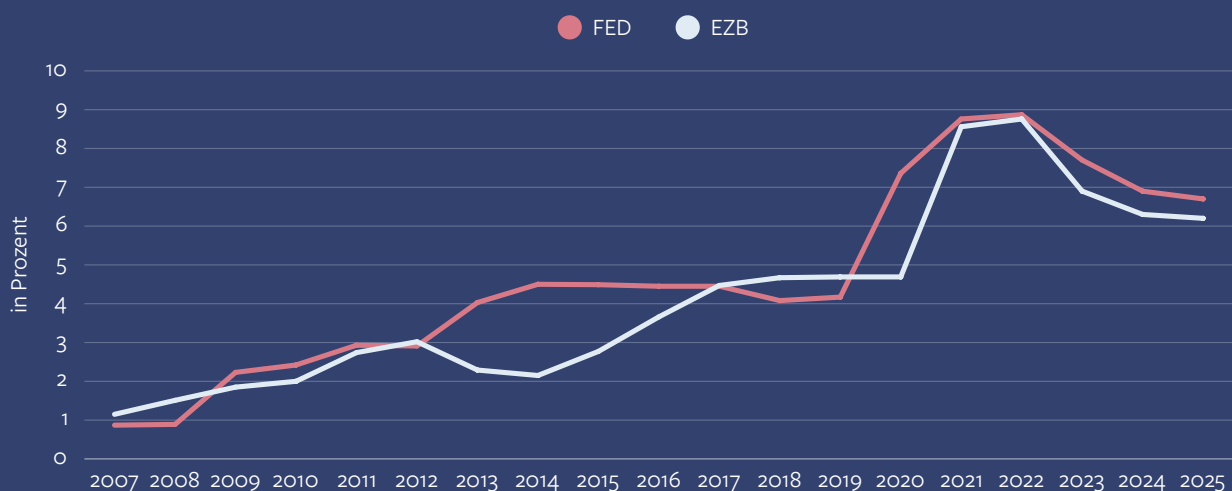
Im letzten Jahrzehnt haben die Zentralbanken die Märkte mit Liquidität geflutet. Nutznießer davon waren vor allem die Regierungen, die sich bei tiefen Zinsen weiter verschulden konnten. Die massive Ausdehnung der weltweit beobachtbaren Staatsverschuldung wäre ohne die Politik des billigen Geldes seitens der Zentralbanken nicht möglich gewesen. Die Folge war eine hohe Aufblähung der Zentralbankbilanzen, die sich nur schwer zurückführen lassen (siehe Abbildung unten):

Die Zentralbanken wurden damit zum wichtigsten Akteur der Wirtschaftspolitik. Ohne ihre ultra-expansive Geldpolitik wären die expansiven fiskalischen Programme in den USA oder in der Eurozone überhaupt nicht möglich gewesen. Nun hat es aber den Anschein, als ob die Zentralbanken in der von ihnen selbst

gestellten Falle sitzen. Die Regierungen brauchen tiefen Zinsen um ihre expansiven Fiskalpolitiken weiter zu finanzieren, die Wirtschaft im Zuge der hohen geopolitischen Unsicherheiten zu stützen und gleichzeitig ihre Schulden bedienen zu können. Anstelle von Strukturreformen, die beispielsweise in Europa so dringend notwendig wären, versuchen die Regierungen krampfhaft mit Investitionsprogrammen und Subventionen das Wirtschaftswachstum zu stimulieren. Hohe Staatsausgaben und die damit weiteranwachsende Verschuldung trifft auf ineffiziente Wirtschaftsstrukturen. Die durch die Maßnahmen beabsichtigten Wirkungen können sich überhaupt nicht langfristig entfalten.

Die Folge sind echte Interventionsspiralen, die Regierungen greifen immer weiter in die Märkte ein und benötigen hierfür einen immer weiterwachsenden Finanzbedarf. Das gilt nicht nur für die Europäische Union, sondern ist auch in den USA beobachtbar, in der der Interventionismus der Trumpschen Politik selbst vor der Besteuerung von KI-Hardwareexporten – was eigentlich nichts anderes als Exportzölle darstellt – kein Halt macht.

Bilanzsummen US-Fed und EZB in Billionen Dollar



Quelle: IWF World Economic , eigene Darstellung

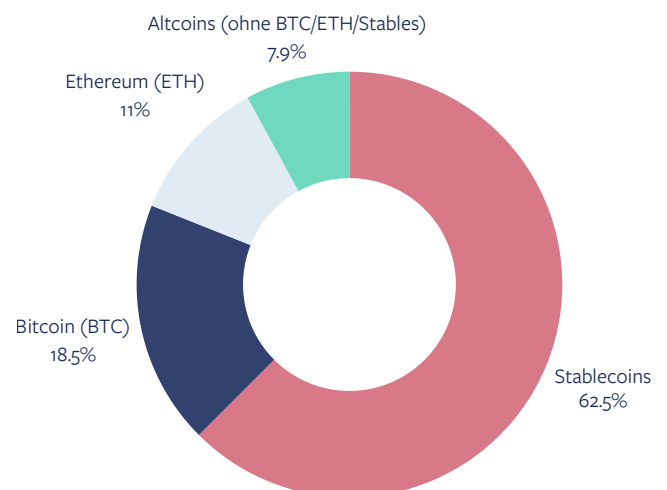
Die Reaktion der Regierung

Damit verlieren jedoch die Zentralbanken ihre eigentliche Autonomie. Sie werden indirekt gezwungen, den Erwartungen der Politik und der Finanzmärkte nach permanent tiefen Zinsen zu entsprechen. Ungeniert fordert die Politik – entgegen den ökonomischen Bedingungen – niedrige Zinsen und die Zentralbanken müssen liefern, um weitere Strukturkrisen zu verhindern. Am deutlichsten lässt sich diese Entwicklung am Beispiel der Bank of Japan (BoJ) nachweisen. So hat die BoJ trotz einer Inflationsrate von über 3 % den Leitzins nur auf das Niveau von 0,5% erhöht. Es kann daher nicht ausgeschlossen werden, dass auch in den USA und in der Eurozone die Zentralbanken nicht mehr ihr eigentliches Mandat der Preisniveaustabilität erfüllen werden, was zu langfristig höheren Inflationsraten führt. Die Macht der Zentralbanken und vor allem ihre Glaubwürdigkeit wird dadurch immer stärker unterminiert. Sie können die Zinsen nicht in dem Maße erhöhen, wie es tatsächlich erforderlich wäre, da ansonsten die nicht mehr tragfähig finanzierten Staatshaushalte massiv unter Druck geraten würden. Es würden dann erhebliche Kursverluste an den Anleihemärkten drohen, die die Zentralbanken selbst unter Druck bringen würden, da sie selbst in einem hohen Ausmaß Staatsanleihen in ihren Bilanzen halten. Dieses Szenario hat sich in 2022 ereignet, als die Anleihemärkte eines der schlechtesten Jahre überhaupt erlebten und die US-Regionalbankenkrise ihren Anfang fand.

Diese Entwicklung wird langfristige Konsequenzen haben. Die Märkte haben diesen Machtverlust der Zentralbanken bereits antizipiert. Vor diesem Hintergrund hat Gold als Safe Asset vermehrt an Bedeutung gewonnen, was auch einen Teil des beeindruckenden Anstiegs des Goldpreises erklärt.

Gleichzeitig ist zu erwarten, dass die Bedeutung des privaten, dezentralen Geldes weiterhin zunehmen, während die Bedeutung des Zentralbankgeldes langfristig geringer werden wird. Dies betrifft vor allem einen Anstieg der Nachfrage nach Krypto-Währungen. Gleichzeitig könnte die Nachfrage nach Anleihen geringer werden, was zu steigenden Kapitalmarktzinsen führt, wenn nicht die Zentralbanken durch Anleihenkäufe den Kapitalmarktzins künstlich niedrig halten werden. Die US-Administration versucht dieser Entwicklung ein Stück weit vorzugreifen, indem sie es ermöglicht, dass Stablecoins Staatsanleihen kaufen dürfen. Stablecoins sind eine Art von Kryptowährung, dessen Wert an einen „tatsächlichen Vermögenswert“ (z.B. USD oder Gold) geknüpft ist. Dadurch können Investoren bereits jetzt einen digitalen USD halten, dessen Wertentwicklung gleich ist mit dem tatsächlichen USD. Stablecoins müssen Rücklagen halten, um die Preissicherheit sowie -bindung gewährleisten zu können. Dies hat die US-Administration sich zu Nutze gemacht und den GENIUS Act verabschiedet, um kurzfristige US-Statsanleihen als geeigneten Deckungsstock zuzulassen.

Anteil am 30-Tage-Handelsvolumen



Quelle: <https://coinmarketcap.com/currencies/volume/monthly>

Auch die Europäische Union hat bereits ein entsprechendes Gesetz verabschiedet, die sogenannte MiCA-Verordnung. Die Anwendung von Stablecoins nimmt ebenfalls eine entscheidende Rolle in dieser Verordnung ein, vielmehr geht es dabei jedoch um eine hohe Marktstabilität sowie Integrität und um einen hohen Schutz für Anleger und Verbraucher. Ein ähnlicher staatsbezogener Einsatz wie in den USA ist in Europa derzeit nicht vorgesehen.

Fazit

Die Rede von Jerome Powell in Jackson Hole markiert einen Wendepunkt in der aktuellen Geldpolitik. Die wahrscheinlich bevorstehende Zinssenkung der US-Fed unterstreicht die wachsende Zwickmühle der Zentralbanken: Sie müssen zwischen dem Schutz der Geldwertstabilität und der Stützung des Arbeitsmarktes abwägen, obwohl beide Faktoren sich in unterschiedliche Richtungen bewegen. In einer Phase hartnäckig erhöhter Kerninflation schwächt eine solche Lockerung die Glaubwürdigkeit der Notenbanken und wirft Fragen nach deren tatsächlicher Unabhängigkeit auf.

Die anhaltende, konjunkturelle Abhängigkeit von niedrigen Zinsen ist die Folge von jahrelanger, expansiver Geldpolitik und massiver Staatsverschuldung, demnach haben die Notenbanken diese Situation ein Stück weit selbst eingeleitet. Strukturelle Reformen bleiben weitgehend aus, während Interventionismus und Subventionen das Wachstum künstlich stützen sollen.

Für Investoren zeichnet sich ab, dass der Vertrauensverlust in die Zentralbanken eine verstärkte Hinwendung zu „harten“ Wertspeichern wie Gold auslöst. Parallel dazu gewinnt privates und dezentrales Geld, insbesondere Kryptowährungen und Stablecoins, zunehmend an Bedeutung und wird regulatorisch stärker eingebunden. Zudem steigt das Risiko strukturell höherer Inflationsraten, während die Nachfrage nach Staatsanleihen tendenziell abnimmt, beziehungsweise Investoren langfristig höhere Kapitalmarktzinsen für das gestiegene Risiko verlangen – es sei denn, die Zentralbanken greifen erneut zu massiven Anleihekäufen und versuchen zu intervenieren.

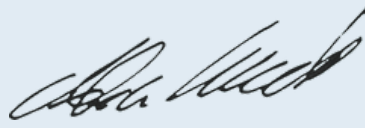
Mit herzlichen Grüßen aus Düsseldorf



Maximilian Klein
Leiter Kapitalmarkt



Jona Rogmann
Consultant Kapitalmarkt



Prof. Dr. André Schmidt
Chefvolkswirt

WSH-Academy: Video Empfehlung

Arten von Kryptoassets einfach
erklärt

