Helaba

Im Fokus: Länder & Devisen

28. Juni 2022

USA: Expansion (*2020, ✝2023?)

Die Fed hat versprochen, die hohe Inflation zu senken. Sie macht aber wohlweislich keine Zusagen, wie lange das dauern wird. Lässt sie sich zu viel Zeit, könnte die Inflation endemisch werden. Bei zu großer Eile droht eine Rezession. Kann das noch mal gut gehen?

Patrick Franke
Internationale Konjunktur
Tel. 069/91 32-47 38

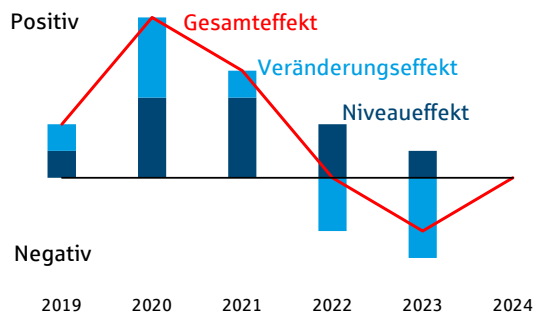
In den USA hat die Notenbank mit einiger Verzögerung den Kampf gegen die hohe Teuerung aufgenommen. Die Fed zeigt sich derzeit wild entschlossen, den Preisauftrieb durch eine beherzte **Straffung der Geldpolitik** einzudämmen. Dieser neue Kurs hat in der Öffentlichkeit und an den Finanzmärkten aber schnell zu **Rezessionssorgen** geführt. Viele Beobachter haben darauf verwiesen, dass es die Fed in der Vergangenheit noch nie geschafft hat, eine so hohe Teuerungsrate unter Kontrolle zu bekommen, ohne die Konjunktur in eine Rezession zu stürzen.

Einige der spannendsten **Themen dieses Jahres** sind daher: Wie viel muss die Notenbank tun, um die Inflation zu stoppen? Warum sollte es die Fed diesmal schaffen, die Teuerung spürbar zu reduzieren, ohne eine Rezession auszulösen?

In einer Vorgängerpublikation[1] haben wir beschrieben, in welchen Aspekten sich die aktuelle Lage in den USA von ähnlichen Episoden mit hoher Inflation – insbesondere den 1970er Jahren[2] – unterscheidet. Das Fazit war hier, dass die Fed es tatsächlich ohne **Hilfe von der Angebotsseite** alleine kaum schaffen kann, die Nachfrage zeitnah in einem ausreichenden Maße zu reduzieren – schon gar nicht ohne eine Kontraktion. Eine solche Hilfe von der Angebotsseite ist diesmal nicht sicher, aber ziemlich wahrscheinlich.

Bremsung nach Vollgas

Stilisierter konjunktureller Effekt der Geldpolitik*



*Stark vereinfacht. 2022 bis 2024 auf Basis unserer Prognosen.
Quelle: Helaba Research & Advisory

Unsere **Prognose für die Geldpolitik** sieht in den kommenden Monaten neben dem geplanten Abbau der Bilanzsumme umfangreiche Zinserhöhungen. Bis Anfang 2023 dürfte die Fed den Leitzins auf gut 3,5 % anheben. Dies ist ein kräftigerer Zinsanstieg als ihn sich viele bis vor kurzem noch vorstellen konnten, aber hier wirkt wohl nicht zuletzt „die normative Kraft des Faktischen“ einer langen Niedrigzinsphase nach. Im Folgenden beschäftigen wir uns mit der Frage, wie sich ein solcher Kurs der Fed voraussichtlich auf die Konjunktur und damit indirekt auf die Inflation auswirken wird.

[1] „USA: Was stoppt die Inflation?“ vom 3. Juni 2022.
[2] Siehe hierzu auch „USA: Stagflation? Eine kurze Geschichtsstunde“ im Wochenausblick vom 20. Mai 2022.

Wie wirkt Geldpolitik?

Zunächst ein paar – weitgehend theoriefreie – Anmerkungen zur **Wirkung der Geldpolitik**. Unter Ökonomen bleibt umstritten, ob die Veränderung oder das Niveau der Leitzinsen stärkere Auswirkungen auf die Realwirtschaft hat. Im Idealfall stützt die Notenbank in Phasen konjunktureller Schwäche die Nachfrage und nimmt dann im Zuge der Erholung den Expansionsgrad in genau dem Tempo zurück, in dem seine Notwendigkeit entfällt. Von diesem Idealzustand sind wir diesmal sicher einiges entfernt, denn es besteht weitgehend Einigkeit darin, dass die Fed nach einer angemessenen geldpolitischen Reaktion 2020 im vergangenen Jahr „zu locker" geblieben ist und so noch Öl ins Feuer gegossen hat. Wenn dieser positive monetäre Impuls nun erst reduziert und schließlich entfernt wird, bremst dies bereits die konjunkturelle Dynamik verglichen mit der Situation 2021. Eine solche Wirkung tritt nicht erst ein, wenn die Geldpolitik „restriktiv" wird – wir kommen darauf im nächsten Abschnitt zurück.

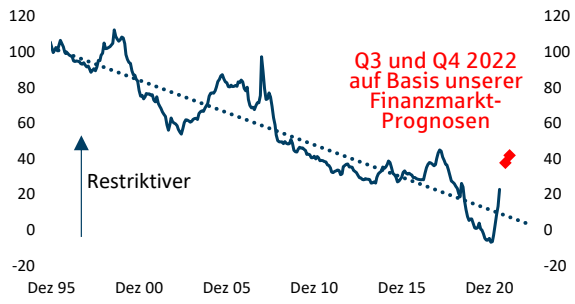
Aus unserer Sicht haben **Veränderungen** der Zinsen, unabhängig von ihrer absoluten Höhe, durchaus eine **konjunkturelle Wirkung**. Der zentrale Unterschied zu einem restriktiven Zinsniveau ist, dass letzteres nicht nur vorübergehend, sondern dauerhaft dämpfend wirkt. Eine Anhebung der Leitzinsen von einem sehr expansiven auf ein weniger expansives oder neutrales Niveau bremst hingegen nur in einer Übergangsphase.

In diesem Zusammenhang lohnt es sich auch einmal auf einen scheinbar kontra-intuitiven Sachverhalt hinzuweisen, der in der aktuellen Diskussion oft zu kurz kommt. **Geldpolitik wirkt primär über die Finanzmärkte**. Der Leitzins an sich ist unmittelbar kaum relevant. Stattdessen sind es die von ihm beeinflussten monetären oder finanziellen Bedingungen, unter denen Haushalte und Unternehmen operieren, die eine greifbare realwirtschaftliche Wirkung entfalten. Um es platt zu sagen: Fallende Kurse am Rentenmarkt (steigende Renditen), niedrigere Notierungen am Aktienmarkt und eine stärkere Währung sind notwendige Teile einer geldpolitischen Straffung, keine unerwünschten Nebenwirkungen. Sie stellen erst sicher, dass die Transmission der Geldpolitik funktioniert. Und, dies ist der entscheidende Punkt: je weniger bzw. je langsamer die Finanzmärkte reagieren, desto mehr muss die Fed machen und desto höher ist letztlich das Risiko, dass sie überzieht.

Der enge Grat, auf dem die Notenbank balancieren muss, trennt eine wünschenswerte spürbare Straffung der monetären Bedingungen von einem echten Crash, der wiederum eine Rezession wahrscheinlicher machen würde. Hier besteht allerdings bei vielen Marktkommentatoren eine grundsätzliche Tendenz, **Korrekturbewegungen zu überdramatisieren**. Es ist wohl kein Zufall, dass die einzige historisch gesicherte „weiche Landung" der US-Wirtschaft auf den „Crash" am Rentenmarkt von 1994/1995 folgte.

Monetäres Umfeld wird spürbar gestrafft

Nominaler Monetary Conditions Index (MCI), Dez-95 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Wie ist vor diesem Hintergrund die aktuelle Entwicklung an den Finanzmärkten einzuschätzen? Unser nominaler **Monetary Conditions Index** (MCI) zeigt, wenig überraschend, eine spürbare Straffung, die diesmal zudem abrupter ausfällt als beispielsweise im Zyklus der 2000er Jahre – dies war, wir erinnern uns dunkel, die Phase von Alan Greenspans „conumdrum", als die Renditen langlaufender Anleihen nach der Zinswende der Fed 2004 nicht stiegen, sondern fielen.

Auf der einen Seite stützt die merkliche Verschärfung in den vergangenen Wochen Rezessionssorgen. Auf der anderen Seite legt sie nahe, dass die Fed diesmal vielleicht tatsächlich weniger machen muss als früher, um die gewünschte Wirkung zu erzielen. Aktuell ist ein guter **Teil der erwarteten Straffung** an den Finanzmärkten bereits **„eingepreist"**. Auf Basis unserer Marktprognosen – das Schaubild zeigt Schätzwerte für den MCI für Q3 und Q4 2022 – geht es aber noch weiter. Rund 60 % des antizipierten Indexanstiegs sollten demnach bis Mai (der letzte Istwert) schon „im Kasten" sein.

Neutrales Zinsniveau: Nominal versus real

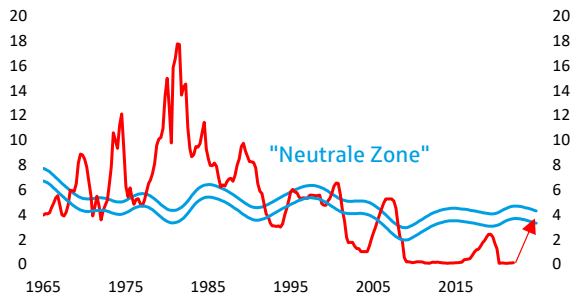
Weil die Notenbank die „Reaktionsfunktion“ der Märkte auf ihre Zinspolitik nur bedingt beeinflussen kann, steht bei der Diskussion um eine **„angemessene“ Geldpolitik** letztlich doch wieder der Leitzins im Mittelpunkt. Kaum eine Größe ist in der an Kontroversen nicht gerade armen Makroökonomie ähnlich umstritten wie der **„neutrale“ Zins**. Wir haben uns in der Vergangenheit bereits ausführlich mit dem Konzept beschäftigt.[3] An dieser Stelle sei wiederholt: Der Ansatz geht davon aus, dass es einen im Zeitablauf variablen (Leit-)Zinssatz gibt, der die Wirtschaft im Gleichgewicht weder stimuliert noch bremst. Dieser Wert kann daher als Orientierungspunkt dienen, um einzuschätzen, wie expansiv bzw. restriktiv die tatsächliche Geldpolitik zu einem bestimmten Zeitpunkt ist.

Wie so oft in der Ökonomie gehen die Meinungen, wo dieser „magische“ Zinssatz liegt, sehr weit auseinander. Während sich die meisten Volkswirte einig sind, dass es sich um ein **mittel- bis langfristiges Konzept** handelt, tragen dieser Einsicht unseres Erachtens nicht alle Schätzmethoden ausreichend Rechnung. Vor allem jene Ansätze, die zu stark schwankenden und aktuell sehr niedrigen Werten kommen, wie die viel beachtete Kooperation von Thomas Laubach und John Williams,[4] berücksichtigen häufig Faktoren, die aus unserer Sicht die Höhe des neutralen Zinses selbst nicht beeinflussen sollten. Vielmehr gehen sie sinnvollerweise in die Antwort auf die nachgelagerte Frage ein, ob zu einem bestimmten Zeitpunkt ein jeweils höherer (restriktiver) oder niedriger (expansiver) tatsächlicher Zins angemessen ist.

Die FOMC-Mitglieder sehen den **neutralen Zins** in ihren Projektionen vom März zwischen 2 % und 3 % (Median: 2,4 %). Unsere eigene Schätzung leitet sich vom nominalen Trendwachstum ab, also der Summe aus der Veränderung des realen Produktionspotenzials („potenzielles Bruttoinlandsprodukt“) und der gleichgewichtigen Inflationsrate. Letztere reflektiert das Ziel der Notenbank. Auf Sicht der kommenden Jahre ergibt sich hier eine Punktschätzung von rund 3,5 % (etwa 1 ¾ % plus 1 ¾ %[5]). Bestimmte Faktoren wie der hohe Verschuldungsgrad in der US-Wirtschaft (Staat und Unternehmen) sprechen für einen etwas niedrigeren gleichgewichtigen Satz. Mit dem von uns erwarteten **Zielkorridor von 3,50 % bis 3,75 %** wäre damit der nominale Leitzins 2023 grob im neutralen Bereich.

Sehr weiter Weg bis zu einem restriktiven Zins

Federal Funds Rate und Schätzwerte für den neutralen Zins, %*



*Aussagekraft vor ca. 1990 stark eingeschränkt
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Aus theoretischer Sicht sollten die Akteure in erster Linie nicht den Nominalzins, sondern den **Realzins** im Auge haben. Hier stellt sich leider das Problem, dass die Inflationserwartungen von Kreditnehmern und -gebern, die zur Berechnung des Realzinses erforderlich wären, nicht beobachtbar sind und nur Hilfsgrößen zur Verfügung stehen. Für den Leitzins, der ja ein Tagesgeldsatz ist, kann man sicher argumentieren, dass die aktuelle Teuerungsrate ein guter Ausgangspunkt für die Inflationserwartungen für die nächsten 24 Stunden ist. Da in die Gesamtteuerung aber wichtige Größen wie die Energiepreise einfließen, die eine gewisse Tendenz zur „mean reversion“ aufweisen, bietet sich vielleicht eher die Kernrate an.

Ein so berechneter Realzins läge aktuell auf einem langjährigen Tief von rund -4 %, denn die Kernteuerung ist ja zuletzt viel stärker gestiegen als der Leitzins. Bis Ende 2023 würde der reale Zins auf Basis unserer Prognosen auf rund 0,5 % zunehmen. Ohne die Inflationskomponente liegt der neutrale reale US-Zins aus unserer Sicht wohl im Bereich von 1,5 % bis 2 %, also ein Stück höher. Es ist jedoch umstritten, ob die Akteure in der Praxis mehrheitlich wirklich mit dem Realzins kalkulieren oder nicht doch vielfach an **Geldillusion** leiden.

[3] Siehe u.a. „Zinsstruktur: A minus B = Rezession?“ vom 17. April 2019 und „Wo liegt der neutrale Zins?” vom 18. Juni 2014.
[4] Siehe die spezielle Webseite der New York Fed zu diesem Thema.
[5] Der BIP-Deflator steigt historisch etwas langsamer als der Preisindex für Konsumausgaben, für den das 2 %-Ziel der Fed gilt.

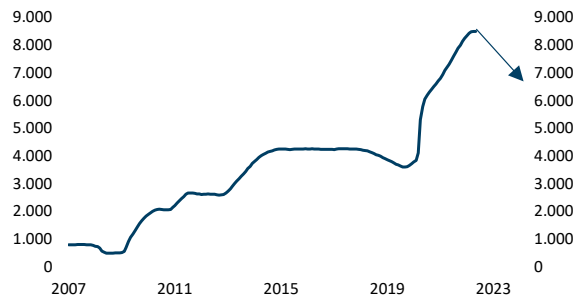
Als Zwischenfazit halten wir fest, dass die Fed 2022 voraussichtlich in sehr hohem Tempo von einem extrem expansiven auf ein grob neutrales Leitzinsniveau umschaltet. Dies kombiniert den temporär dämpfenden Effekt einer schnellen und umfangreichen Zinsänderung mit dem nachhaltigen Entzug des konjunkturellen Rückenwinds seitens der Geldpolitik aus den Jahren 2020/2021. Der **Nettoeffekt auf die Konjunktur** wird ins kommende Jahr hinein dadurch **deutlich negativ**.

Und was ist mit der Bilanzsumme?

Im Gegensatz zu früheren Zyklen muss man bei der hier analysierten Fragestellung seit der Finanzkrise allerdings noch einen weiteren Faktor miteinbeziehen: die **aufgeblähte Bilanzsumme der Fed**. Während das Wertpapierportfolio der Notenbank in der Straffung nach 2015 eine untergeordnete Rolle spielte, ist dies diesmal anders. Mit dem passiven Abschmelzen der Bilanzsumme im Umfang von fast 100 Mrd. Dollar pro Monat erreicht die quantitative Komponente der Geldpolitik in diesem Zyklus einen nennenswerten Umfang. Wie wirkt das?

Bilanzsummenreduktion voraus!

Wertpapierbestände der Fed, Mrd. Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Auch bei diesem Thema ist das Meinungsbild äußerst heterogen. So besteht keine Einigkeit, ob der **Haupteffekt** von Bilanzänderungen schon **zum Zeitpunkt ihrer Ankündigung** entsteht **oder erst bei ihrer Umsetzung**. Dass dies kein akademisches Thema ist, zeigt die folgende Überlegung: Wenn die Ankündigung entscheidend ist, dann spiegelt der bisher erfolgte Renditeanstieg am Treasury-Markt den Haupteffekt bereits wider. Wenn vor allem die tatsächlichen (ausbleibenden) Käufe zählen, wäre da noch einiges „in der Pipeline“.

Noch umstrittener ist der Umfang des monetären Impulses für die Konjunktur, der von Wertpapierkäufen und -verkäufen ausgeht. Die Fed hat seit ihren ersten umfangreicheren Kaufprogrammen während der Finanzkrise argumentiert – und dies durch umfangreiche Forschungsergebnisse untermauert – dass es primär die **Höhe, nicht die Veränderung der Bilanzsumme** ist, **die den Expansionsgrad der Geldpolitik bestimmt**. Demnach haben die bis März 2022 kräftig gestiegenen Wertpapierbestände bis zu diesem Datum Monat für Monat immer größere positive Impulse gegeben. Seitdem bleibt der expansive Effekt konstant. Wenn die Notenbank nun auslaufende Anleihen nicht mehr vollständig ersetzt, schrumpft zunächst der Rückenwind für die Konjunktur, ähnlich wie bei der oben geschilderten Rücknahme des Expansionsgrades durch einen höheren Zins.

Auf der Pressekonferenz Anfang Mai nannte Fed-Chef Powell, verbunden mit diversen Nutzerwarnungen und Einschränkungen, als Äquivalent für die angekündigte Bilanzsummenreduktion eine Größenordnung von 25 Basispunkten[6] pro Jahr bei der Federal Funds Rate. Eine Fed-Note[7] vom Juni 2022 kommt zu einem noch etwas kleineren Wert von rund zwei 25er Schritten im Zeitraum von heute bis Ende 2024. Wenn dies grob zutrifft, dann macht es Sinn, diesen zusätzlichen Effekt zu berücksichtigen. Er ist jedoch nicht so stark, dass er die oben geschilderte Analyse des avisierten Leitzinspfades materiell ändern würde. Selbst **unter Berücksichtigung der Bilanzsummenreduktion** wäre der **nominale Leitzins** damit **2023 grob neutral** oder bestenfalls leicht restriktiv. In realer Betrachtung bleibt der Abstand zu einer restriktiven Geldpolitik erhalten.

[6] O-Ton: “You know, people estimate that, broadly, on the path we’re on – and this will be taken, probably, too seriously – but sort of ¼ percent, one rate increase over the course of a year at this pace. But I would just say, with very wide uncertainty bands – very wide. We don’t really know. There are other estimates that are much smaller than that, by the way. And some of you may read about that. That’s kind of a mainstream estimate.”

[7] Crawley, Edmund, Etienne Gagnon, James Hebden, and James Trevino (2022). "Substitutability between Balance Sheet Reductions and Policy Rate Hikes: Some Illustrations and a Discussion," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, June 03, 2022, https://doi.org/10.17016/2380-7172.3147

Fazit: Rezession gut möglich, aber nicht unvermeidlich

Der US-Wirtschaft steht das bevor, was man dort gerne als einen „white knuckle ride“ beschreibt: eine Art **Achterbahnfahrt**, die so nervenaufreibend ist, dass sich die Beteiligten krampfhaft festklammern. Zwar dürfte die Dynamik des Aufschwungs ausreichen, um mit der negativen Wirkung der Inflation auf die reale Nachfrage fertigzuwerden. Trotzdem besteht in den kommenden zwölf Monaten ein **merklich erhöhtes Rezessionsrisiko**, nicht zuletzt wegen des langen Zögerns der Fed 2021, das zu dem abrupten Kurswechsel führte. Für 2023 rechnen wir mit einem Wachstum am Rande der „stall speed“, ab der die Konjunktur leicht an Auftrieb verlieren kann und schon kleine Schocks ausreichen, um eine Kontraktion herbeizuführen. Im Jahresschnitt sollten zwar noch rund 2 % erreicht werden, die laufenden Raten werden annualisiert aber wohl eher bei 1 % liegen.

Unser **Basis-Szenario** beruht auf der Erwartung, dass die Fed beim Eindämmen der Inflation Hilfe von der Angebotsseite erhält, die den Bedarf reduziert, die Nachfrage zu bremsen. Wir gehen darüber hinaus davon aus, dass die Fed trotz des offensichtlichen Handlungsdrucks Augenmaß beweist und keinen Kampf gegen die unmittelbaren preislichen Folgen der Angebotsschocks (insbesondere bei den Energiepreisen) führt, sondern nur deren Weitergabe im Rahmen einer Lohn-Preis-Spirale verhindern will.

Das wird herausfordernd genug. Es ist aber auch kein Ding der Unmöglichkeit, wie manche Beobachter behaupten, die mit den **angeblich eindeutigen Erfahrungen der Vergangenheit** argumentieren: „Noch nie wurde eine so hohe Inflation ohne Rezession gestoppt.“ Die Geschichtswissenschaft setzt sich bereits seit geraumer Zeit mit einer kognitiven Dissonanz auseinander, die daraus besteht, dass nachfolgende Generationen oft dazu neigen, historische Ereignisse als scheinbar unvermeidbar oder schicksalhaft wahrzunehmen. Tatsächlich ist die (Wirtschafts-)Geschichte aber häufig das Resultat sehr knapper Entscheidungen oder marginaler Anstöße, die einen Prozess in die eine oder andere Richtung hätten lenken können. Dies gilt auch und gerade für Rezessionen, deren Dynamik von den Ökonomen noch immer nicht gut genug verstanden wird.

Die letzte „reguläre“ Kontraktion vor der Pandemie setzte in den USA im Dezember 2007 ein – und im Frühsommer 2008 wurde immer noch heftig über „Rezession: ja oder nein?“ diskutiert. Die **Unterschiede zu früheren Zyklen** sind aus unserer Sicht derzeit so groß, dass die plumpe Aussage „Es war immer so!“ zu kurz greift. Denn: (Fast) Jede Rezession folgte auf eine geldpolitische Straffung, aber nicht jeder geldpolitischen Straffung folgte eine Rezession.

Sollte die Fed den Leitzins noch stärker als derzeit erwartet und damit in den eindeutig restriktiven Bereich anheben – also ein **Nominalzinsniveau zwischen 4 % bis 5 %** erreichen – wäre dies ein recht **klares Rezessionssignal**. Dies könnte sich durchaus als erforderlich herausstellen, vor allem, wenn Ukraine-Krieg und Lockdowns in China eine Besserung bei den globalen Lieferkettenproblemen stark verzögern. Aber das ist aus heutiger Sicht **nicht das wahrscheinlichste Szenario**.

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.