



## Restriktive Geldpolitik – na und?

Angesichts der geldpolitischen Straffung ist es mehr als überraschend, wie robust sich die US-Konjunktur aktuell darstellt. Hat die Notenbank ihre Macht verloren oder wirken ihre Handlungen diesmal nur langsamer? Und warum ist die Inflation trotzdem so deutlich zurückgekommen?



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

Die Fed hat seit dem Frühjahr 2022 ihren Leitzins um über fünf Prozentpunkte angehoben, von quasi null auf knapp 5,5 %. Dies war die **schnellste und stärkste Straffung in Jahrzehnten**. Sie kam zudem für die große Mehrheit der Marktteilnehmer überraschend, was die Wirkung der Geldpolitik normalerweise noch einmal deutlich verstärkt: Mitte 2021 war per Ende 2022 lediglich eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte eingepreist, selbst Ende 2021 lag die implizite Rendite des Fed Funds Futures für Dezember 2022 nur bei 0,75 %.

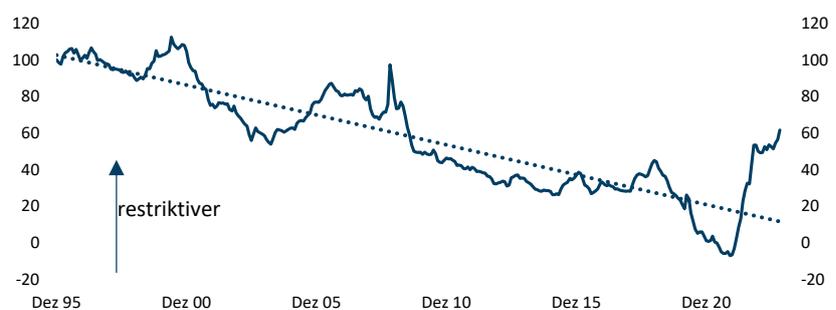
Damit nicht genug. Über die Zinserhöhungen hinaus startete die Fed eine **Reduktion ihrer Wertpapierbestände** (aktuell 7,3 Bio. Dollar) um fast 100 Mrd. Dollar pro Monat. Relativ zur Lage in der Pandemie und noch – viel zu – lange danach, als die Fed Monat für Monat Anleihen für 120 Mrd. Dollar kaufte, stellt dies einen „Liquiditäts-Swing“ von monatlich rund

220 Mrd. Dollar dar.

Dennoch wächst die US-Wirtschaft im laufenden Jahr voraussichtlich um 2,3 % und damit über ihrem Trend. Die Arbeitslosenquote legte von ihrem 50-Jahrestief bisher nur wenige Zehntel zu. **Eine Rezession blieb aus**. Wie passt das zusammen? Hat die Geldpolitik ihre Wirkung verloren? Oder sind die legendären „long and variable lags“ noch länger geworden und „das dicke Ende“ kommt erst noch?

### Monetäre Bedingungen massiv gestrafft

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



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

### Straffung nicht „versickert“

Nun wäre ein möglicher Erklärungsansatz, dass der **geldpolitische Transmissionsmechanismus** schlicht nicht mehr funktioniert: Die Fed dreht zwar an ihren Geldmarktschrauben, aber es kommt an den breiteren Finanzmärkten nicht an. Dies ist aber offensichtlich nicht der Fall. Zwar ist der direkte Vergleich mit den 1980er Jahren, als zuletzt in ähnlichem Umfang gestrafft wurde, u.a. durch eine unterschiedliche geldpolitische Strategie und durch die Datenverfügbarkeit eingeschränkt. Doch ist der jüngste Anstieg unseres Monetary Conditions Index (MCI), der Aktien, Wechselkurs des Dollar, sowie kurz- und langfristige Zinsen enthält, eine durchaus prägnante Reaktion. Zum Vergleich: Von 2004 bis 2007 hob die Fed den Leitzins um 400 Basispunkte an und der MCI bewegte sich nur halb so stark wie in der aktuellen Phase. Er ist diesmal im Rekordtempo von einem äußerst expansiven in einen sehr restriktiven Bereich gesprungen.

Auch der neben den Finanzmärkten zweite wichtige Transmissionskanal, die **Kreditvergabe der Banken**, scheint in diesem Zyklus normal reagiert zu haben. So zeigt die vierteljährliche Umfrage der Fed eine spürbare Straffung der Vergabekonditionen etwa seit Mitte 2022 (Schaubild). Die Probleme einiger mittelgroßer Banken im Frühjahr 2023 unterstreichen, dass die Finanzbranche die Zinserhöhungen sehr wohl zu spüren bekommen hat und den positiven Effekten auf die Zinsmarge eben auch negative Effekte über die Bewertung entgegenstehen.

Doch in der **Realwirtschaft** ist von alledem (bislang) recht wenig angekommen. Ja, die Arbeitslosenquote ist vom Tief bei 3,4 % auf zuletzt 3,9 % gestiegen und das Verhältnis der offenen Stellen zu Arbeitssuchenden ist vom Allzeithoch von 2 auf aktuell 1,5 gefallen. Aber die Beschäftigung nimmt im Dreimonatsschnitt noch immer um 200.000 pro Monat zu und das reale BIP expandierte im dritten Quartal mit einer annualisierten Rate von fast 5 %. In den folgenden Abschnitten werfen wir einen Blick auf ein paar mögliche Erklärungen für dieses Phänomen.

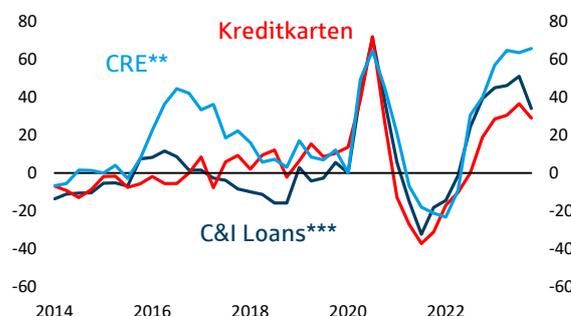
### It's the policy mix, stupid!

Die Notenbank operiert nicht im luftleeren Raum. Andere Faktoren können die Geldpolitik unterstützen – oder konterkarieren. Hier drängt sich naturgemäß die **Fiskalpolitik** als „Hauptverdächtiger“ auf. Tatsächlich hat sie 2023 kraftvoll in die entgegengesetzte Richtung gewirkt.

Der folgende Chart zeigt dies: In der Pandemie 2020 wurde massiv gelockert und zwar sogar deutlich stärker als in der Finanzkrise. Joe Bidens Stimuluspaket legte 2021 auf den Rekordimpuls des Vorjahres überraschenderweise noch mal was drauf – das strukturelle Defizit fiel höher aus als im Vorjahr. Mit dem Auslaufen fast aller temporären Stützungsmaßnahmen folgte dann 2022 ein massiver restriktiver Impuls, viel umfangreicher als nach dem Ende der Finanzkrise. Damals verteilte sich dies über mehrere Jahre. Aber die Konsolidierung war nur kurzlebig. Schon

### Deutliche Verschärfung 2022/2023

Nettoanteil der Banken, die Vergabekriterien gestrafft haben, %p.\*

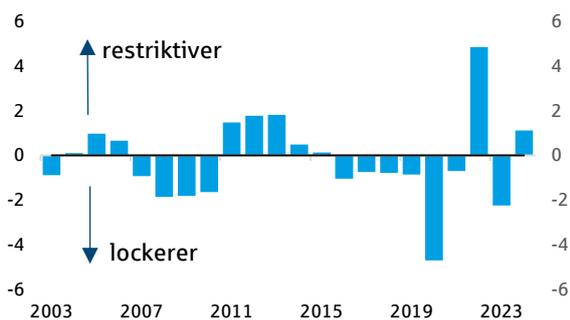


\*seit der letzten Umfrage \*\*Kredite, die mit Mehrfamilienhäusern besichert sind  
 \*\*\*Commercial & Industrial Loans an mittlere und große Unternehmen  
 Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

2023 schwenkte der Impuls laut den aktuellen Zahlen des IWF wieder abrupt ins Expansive und betrug **über zwei Prozentpunkte am BIP**.

### 2023 kräftiger Rückenwind von der Fiskalpolitik

Fiskalischer Impuls, % am BIP\*



\* Veränderung des strukturellen Haushaltssaldos des Gesamtstaates  
 Quellen: IWF, Helaba Research & Advisory

Das war nicht nur die Folge der diversen großen **Ausgabenprogramme** von Präsident Biden, die in den Vorjahren verabschiedet wurden.<sup>1</sup> Auch die **untergeordneten Gebietskörperschaften** trugen dazu kräftig bei. Nachdem sie finanziell unerwartet gut durch die Pandemie kamen<sup>2</sup> – und dennoch hunderte von Milliarden Dollar an Unterstützung aus Washington erhielten, schwimmen die Kommunen und Einzelstaaten mehrheitlich im Geld. Dies veranlasste sie, je nach politischer Couleur, zu einer spürbaren Ausweitung der Ausgaben oder zu Steuersenkungen, von denen viele 2023 wirksam wurden.

<sup>1</sup> Zum Beispiel das Infrastrukturpaket von 2021 und der so genannte „Inflation Reduction Act“ von 2022.

<sup>2</sup> Die Hauspreise stiegen landesweit mit zweistelligen Raten, was mit gewisser Verzögerung und gedämpft die Grundsteuereinnahmen der Kommunen erhöhte. Gleichzeitig verschob sich die Nachfrage temporär massiv von den Dienstleistungen hin zu den mit „sales taxes“ belegten Waren.

Selbst unter der Annahme, dass der Fiskalmultiplikator nur bei eins<sup>3</sup> liegt, würde das bedeuten, dass das Wachstum im Alternativfall einer neutralen Fiskalpolitik 2023 **statt bei gut 2 % eher bei null** gelegen hätte. Die expansivere Finanzpolitik aller staatlichen Ebenen für sich genommen erklärt also wohl einen guten Teil der positiven konjunkturellen Überraschung des laufenden Jahres.

### Schatten der Vergangenheit I: die Pandemie

Der Literatur-Nobelpreisträger William Faulkner hat geschrieben: „The past is never dead. It’s not even past.“ Diese Wahrheit illustriert die aktuelle Episode, denn sie ist von den Nachwirkungen vorheriger Ereignisse stark geprägt.

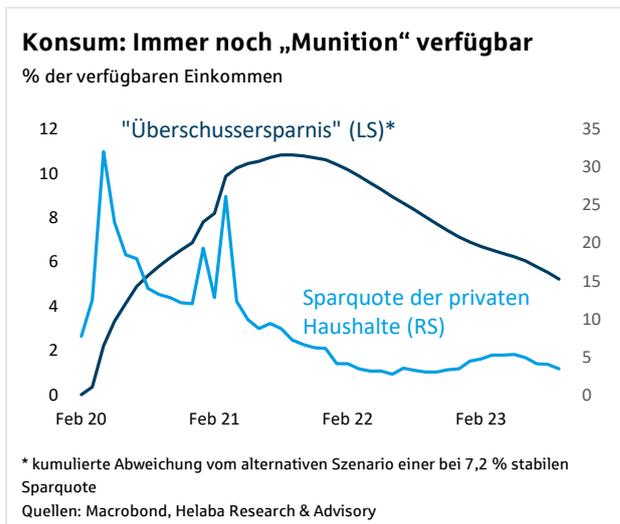
Dies gilt insbesondere für die mit Abstand größte Nachfragekomponente, den **privaten Konsum**. Er war auch 2023 wieder einer der Hauptträger der konjunkturellen Dynamik, mit einem geschätzten Plus von real 2,2 %. Die rückläufige Inflation hat im laufenden Jahr die Realeinkommen verglichen mit 2022 gestärkt, was die robuste Entwicklung teilweise erklärt. Allerdings hat der Preisanstieg von 2,5 % seit Dezember 2022 fast die gesamte Zunahme des persönlichen Einkommens von 2,8 % über diesen Zeitraum „aufgefressen“.

Stattdessen war es im laufenden Jahr wie schon 2022 vor allem die **in der Pandemie aufgehäuften Überschussersparnis**, die den Haushalten half, ihren Konsum auszuweiten. Durch die Zwangssparnis 2020 und 2021, als Einschränkungen das Geldausgeben erschwerten und der Staat die Konsumenten mit Dollars überschüttete, die sie gar nicht schnell genug ausgeben konnten, stieg dieses Volumen bis auf gut 10 % der jährlichen verfügbaren Einkommen an. Seitdem wird es graduell reduziert. Seit Dezember 2022 haben die Haushalte ihre Überschussersparnis in der Größenordnung von 2 Prozentpunkten der verfügbaren Einkommen abgebaut. Bis Ende September sah es so aus, als sei diese Munition bald aufgezehrt, aber die Benchmark-Revision der Statistiker änderte dies. Nun liegt der Wert am aktuellen Rand bei über 5 % der jährlichen Einkommen und wird voraussichtlich bis ins kommende Jahr hinein noch stützend wirken. Die Sparquote ist aktuell mit 3,4 % weniger als halb so hoch wie vor der Pandemie.

Hinzu kommen wahrscheinlich nach wie vor **Nachholeffekte bei den Dienstleistungen**. Zumindest in nominaler Betrachtung, die wohl für die meisten Haushalte die relevante sein dürfte, ist der Anteil der Dienstleistungen an den gesamten Ausgaben noch immer rund drei Prozentpunkte unterhalb seines längerfristigen Trendwertes von etwa 70 % und die Korrektur seit der Pandemie damit bestenfalls zur Hälfte abgeschlossen. Der Versuch der Konsumenten, wieder eine ausgewogenere Mischung zu erreichen, ohne sich bei den Waren einschränken zu müssen, wirkt positiv auf die gesamte Konsumnachfrage.

### Schatten der Vergangenheit II: die Niedrigzinsphase

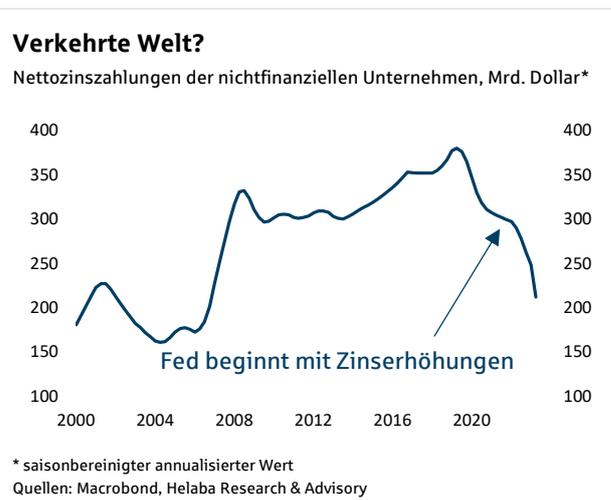
Eine andere wichtige Einflussgröße aus der Vergangenheit ist die lange andauernde **Niedrigzinsphase**, die dem jüngsten Inflations- und Zinsschub voranging. Sie ermöglichte es den Kreditnehmern, wenn auch in sehr unterschiedlichem Ausmaß, sich günstige Finanzierungsbedingungen auf längere Zeit zu sichern. Obwohl sich die zehnjährige Treasury-Rendite zwischendurch von ihrem Tief auf knapp 5 % fast verzehnfacht hat, steigt die Zinsbelastung der Kreditnehmer insgesamt derzeit langsamer und unterproportional.



<sup>3</sup> Es ist davon auszugehen, dass ein Dollar fiskalischer Impuls (z.B. zusätzliche Staatsnachfrage) über Zweitrundeneffekte mehr als einen zusätzlichen Dollar BIP generiert. Ein Multiplikator von eins ist also eine absolute Untergrenze für die wahrscheinliche Wirkung.

Der größte Kreditnehmer, der **US-Bundesstaat**, hat beispielsweise die **durchschnittliche Laufzeit** seiner ausstehenden Schulden von 55 Monaten („weighted average maturity“) vor der Finanzkrise auf etwa 70 Monate vor der Pandemie **erhöht**. Aktuell liegt der Wert mit 72 Monaten noch mal etwas höher. Bislang hat der Anstieg der Zinsen die durchschnittliche Verzinsung der Staatsschuld („marketable debt“) seit 2019 daher nur relativ wenig bewegt: Sie stieg zwar vom Pandemietief bei 1,4 % auf zuletzt 3,1 %, liegt damit aber nur rund einen halben Prozentpunkt über dem Wert von 2019 (etwa 2,5 %). Im Fiskaljahr 2023 betragen die Nettozinszahlungen des Bundes 2,6 % am BIP, verglichen mit 1,8 % im Jahr 2019.

Neben dem Staat haben auch die **Unternehmen** ihre Verschuldung in den vergangenen Jahren deutlich erhöht. Relativ zur Bruttowertschöpfung des Sektors liegt die Verschuldung mit rund 95 % auf einem Rekordniveau, das nur in der unmittelbaren Pandemiephase übertroffen wurde. Aber die vergangenen Emissionen langlaufender Anleihen schirmen zumindest die meisten großen Unternehmen weitgehend vom Zinsanstieg ab. Der Bestand an Anleihen wird sehr graduell fällig und in der Folge steigt auch die Zinsbelastung nur langsam. Zuletzt sind die **Nettozinszahlungen** der nichtfinanziellen Unternehmen insgesamt überraschenderweise **sogar spürbar gefallen** – weil die Erträge auf ihre Cash-Bestände stark zunahmen, während die Sollzinsen weitgehend stabil geblieben sind.<sup>4</sup>



Auch die **privaten Haushalte** sind vom Zinsanstieg partiell abgeschirmt, allerdings vor allem bei den **Hypothekenkredit**en, wo die Festverzinsung mit 30-jähriger Laufzeit vorherrscht. Für bestehende Verträge hat der Sprung der Zinsen daher keine Relevanz, er betrifft nur das Neugeschäft. Dies hat zu einem „lock-in“-Effekt beigetragen, da sich nicht nur potenzielle Käufer zu den aktuellen Bedingungen das angebotene Haus nur schwer leisten können, sondern viele Hausbesitzer beim Umzug eine neue, viel teurere Hypothek abschließen müssten. Die daraus resultierende Verknappung des Angebots bestehender Wohnimmobilien stützt die Wohnungspreise und den Neubau.

### Disinflation à la Harry Potter?

Es gibt also durchaus nachvollziehbare Gründe, warum die US-Konjunktur 2023 positiv überrascht hat. Angesichts dieser robusten Entwicklung drängt sich aber eine verwandte Frage auf: Wie konnte es **mangels größerer Abkühlung** der Nachfrage überhaupt zu einem so deutlichen **Rückgang der Inflation** kommen? Ohne den üblichen Transmissionsprozess über die Realwirtschaft erscheint dies wie Magie à la Harry Potter: Die Zentralbank schwenkt den Zauberstab für das Gegenteil des Schwebenzaubers „Wingardium Leviosa!“ – und die Inflation fällt.

Die Analyse des Auf und Ab der Teuerung nach 2020 wird die Ökonomen noch eine ganze Weile beschäftigen. Aus heutiger Sicht spielte für die Disinflation sicher eine gewichtige Rolle, dass die **mittelfristigen Inflationserwartungen** nicht nach oben ausgebrochen sind, eine „Inflationsmentalität“ wie in den 1970er Jahren wurde vermieden. Hinzu kommt eine zügige Entspannung auf der **Rohstoffseite**, nicht zuletzt bei der Energie. Es macht eben einen großen Unterschied, ob der Rohölpreis um fast 40 % steigt (2022) oder um 15 % fällt (2023).

Insgesamt war die Disinflation bis jetzt wohl vor allem von einer **Angebotsreaktion** getrieben. So stieg die Partizipationsrate am Arbeitsmarkt seit Herbst 2021 um einen Prozentpunkt – dies entspricht fast 2,7 Mio. zusätzlichen Arbeitskräften. Dadurch entschärfte sich der Lohndruck, ohne dass es per saldo zu einem Stellenabbau kommen

<sup>4</sup> Diese Gesamtgröße dürfte allerdings ein sehr heterogenes Bild innerhalb des Unternehmenssektors verbergen, weil nicht alle Unternehmen nennenswerte Cash-Bestände halten. Vor allem kleinere Unternehmen sind zudem stärker auf Bankkredite angewiesen, wo die Zinsen tendenziell schneller reagieren.

musste. Leider legt dies aber auch die Schlussfolgerung nahe, dass der bisherige Rückgang der Teuerung der ein-fachere Teil gewesen sein könnte. Um den Rest des Weges zu 2 % zu schaffen, steht das aus Sicht der Notenbank unangenehme „heavy lifting“, das Eindämmen der Nachfrage, vielleicht noch aus.

### Fazit: Die Geldpolitik hat ihre Wirkung nicht verloren

Im Jahr 2023 sind diverse **positive Sonderfaktoren** am Werk, die im kommenden Jahr an Bedeutung einbüßen sollten. Deren Entzugseffekt geht aber von ziemlich abrupt (fiskalischer Impuls) über langsamer (Überschusser-sparnis) bis zu sehr graduell (Refinanzierung ausstehender Schulden zu höheren Zinsen). In der Summe werden diese Faktoren wohl dazu beitragen, dass vor allem das Winterhalbjahr 2023/2024, wenn beispielsweise staatliche Studentenkredite wieder bedient werden müssen, relativ zum dynamischen Sommer 2023 eine **konjunkturelle Abkühlung** mit sich bringt.

Zusammen mit weiteren **Fortschritten an der Inflationsfront** dürfte ein verbessertes Gleichgewicht zwischen An-gebot und Nachfrage die Fed bewegen, im Laufe des Jahres 2024 die Zinsschraube etwas zu lockern. Das Timing und der Umfang dieser Zinssenkungen hängt nicht zuletzt davon ab, mit welcher Geschwindigkeit die konjunkturrell stützenden Effekte schwinden. Aus unserer Sicht liegt der maximale dämpfende Effekt der Zinserhöhungen bereits in der Vergangenheit. Dies wird aber vom Abflauen der oben diskutierten konjunkturellen Rückenwinde zunächst überkompensiert. Wir gehen davon aus, dass die Fed die Muße hat, mit einer Lockerung bis zum Sommer zu warten. Mit prognostizierten **50 Basispunkten Zinssenkung bis Dezember 2024** bleibt die Geldpolitik auch im nächsten Jahr restriktiv. Das jahresdurchschnittliche Wirtschaftswachstum von 1,3 % für 2024 scheint niedrig, wäre aber dennoch eine „weiche Landung“ – und ein großer Erfolg für die Geldpolitik.



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.