



Neue Fed = alte Fed?

AUTOR

Patrick Franke
Telefon: 0 69/91 32-47 38
research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

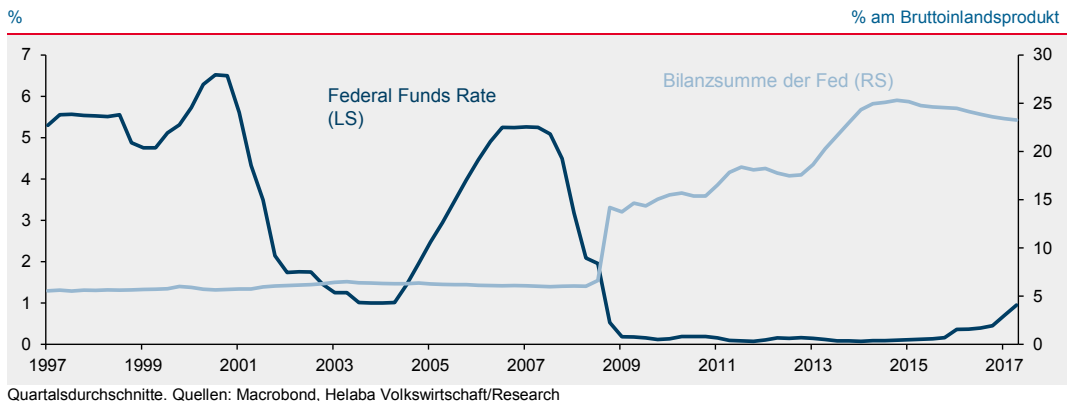
- Häufig wird argumentiert, die großen Notenbanken hätten ihren ganzen Politikansatz nach der Finanzkrise drastisch geändert – explizit oder implizit ist damit in der Regel eine gestiegene Inflationstoleranz gemeint.
- Bei näherem Hinsehen zeigt sich jedoch, dass die Fed-Politik der letzten Jahre mehr Kontinuität als Abweichungen von der Herangehensweise vor der Krise aufweist.
- Der wahre Test für die Hypothese eines neuen Paradigmas steht zwar noch aus...
- ... unseres Erachtens hat sich die Position der Fed aber nur in zwei Punkten nennenswert geändert: Sie steht möglichen Ungleichgewichten im Finanzsystem („Blasen“) noch entspannter gegenüber und schenkt den „Inflationserwartungen“ etwas mehr Aufmerksamkeit.

Kasten: Sinn und Unsinn von „Taylor“-Regeln (S. 5)

Im Februar 2018 wird Janet Yellen möglicherweise als Fed-Chefin abgelöst. Darüber hinaus sind derzeit drei der sieben Positionen im Board of Governors unbesetzt. Donald Trump (und der US-Senat) haben es daher in der Hand, kurzfristig erheblichen Einfluss auf die zukünftige Politik der Fed zu nehmen. Unabhängig von Spekulationen, wie sich die US-Geldpolitik dann ändern könnte, besteht jedoch schon seit einiger Zeit auch ein Dissens in der Einschätzung der aktuellen Lage. So wird gerne pauschal behauptet, dass alle wichtigen Notenbanken in/nach der Finanzkrise eine Wandlung durchlaufen hätten. Anders formuliert: Die Finanzkrise habe nicht nur ein völlig neues Umfeld geschaffen, sondern der ganze Politikansatz der Notenbanken habe sich gewandelt – in der Ökonomensprache ausgedrückt: Ihre Reaktionsfunktionen haben sich merklich geändert.

Im Folgenden überprüfen wir diese These für die Fed. Erschwert wird diese Analyse durch das Problem, zwischen einer wirklich neuen Politik und den in und nach der Krise merklich veränderten Umständen zu differenzieren – ob dies also ein Fall ist von „When the facts change, I change my mind.“, wie es der Ökonom John Maynard Keynes angeblich einmal formuliert hat. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass sich die Herangehensweise möglicherweise bei anderen Notenbanken spürbar geändert hat (wir schauen hier in die Richtung des EZB-Turms im Frankfurter Osten). Für die Fed lässt sich dies aber nur sehr eingeschränkt konstatieren – und zwar nicht in dem Zusammenhang, an den die meisten Leute zunächst denken.

Drastische Maßnahmen nach 2008 – aber neues Verhaltensmuster?



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.

„Don't fight the Fed?“ – leichter gesagt als getan!

Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs ist stets nachteilig, da sie zu abrupten Anpassungsbewegungen an den Finanzmärkten oder sogar zu realwirtschaftlichen Verwerfungen führen kann, wenn sich allgemein geteilte Einschätzungen plötzlich als falsch erweisen. Dies gilt vor allem in einer Phase, in der sich die Umstände an den globalen Finanzmärkten und in der Weltwirtschaft so schnell ändern wie es nach 2007 der Fall war.

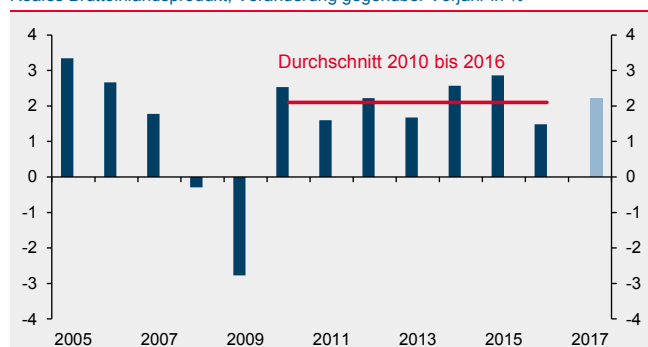
Futures-Markt erwartet maximal eine Zinserhöhung

Sollte sich der Konsens über die Fed-Politik als falsch erweisen – an den Märkten hat sich aktuell hinsichtlich des Leitzinses eine (maximal) „one-and-done“-Einschätzung breit gemacht – nimmt das Risiko einer merklichen Korrektur an den Finanzmärkten und einer spürbaren Abschwächung der Konjunktur zu. Insofern ist die Frage nach der „wahren“ Reaktionsfunktion der Fed alles andere als akademisch.

Werfen wir zunächst einen Blick auf die vergangenen Jahre, in denen die Fed angeblich „eine neue Politik“ verfolgt hat. Die Fakten zeigen jedoch, dass für einen echten Politikwechsel überhaupt kein Anlass bestand, denn bei den zentralen Größen ergab sich bisher gar kein konkreter Zielkonflikt, in dem sich die Notenbank hätte repositionieren müssen/können. Schauen wir der Reihe nach auf die Faktoren Konjunktur, Inflation und Finanzstabilität.

Nur rund 2 % p.a. Wachstum in dieser Expansion

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



2017 geschätzt

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fiskalpolitik als merklicher Gegenwind

Fiskalischer Impuls*, Prozentpunkte am BIP (IWF-Prognosen ab 2017)



* Veränderung des strukturellen Primärsaldos des Gesamtstaates
Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ziel #1: Konjunktur/Arbeitsmarkt

Eine deutliche Verschiebung im Politikansatz der Fed würde bedeuten, dass sie aktuell auf hohes Wachstum und/oder niedrige Arbeitslosigkeit anders reagiert als früher. Tatsächlich hat sich in den vergangenen Jahren dieser Test aber noch nicht gestellt. Seit 2010 ist die US-Wirtschaft im Schnitt nur um 2,1 % pro Jahr gewachsen. Vor allem vor dem Hintergrund der sehr langsamen Anpassung der Potenzialschätzungen auf das heutige niedrigere Niveau (siehe Fazit, S. 7) ist die vorsichtige Vorgehensweise der Fed durchaus nachvollziehbar. Bei gegebenen Wachstumsraten legen höhere Potenzialschätzungen eine relativ expansivere Geldpolitik nahe.¹

In diesem Zusammenhang ist nicht zuletzt die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zu nennen. So war der gesamte „policy mix“ in den vergangenen Jahren in den USA erheblich weniger expansiv als die Geldpolitik alleine. Laut den Zahlen des IWF hat die Finanzpolitik in den Jahren 2011 bis 2016 das Wachstum im Schnitt unmittelbar um einen vollen Prozentpunkt pro Jahr reduziert. Unter Berücksichtigung von Zweitrundeneffekten („fiscal multiplier“) dämpfte dies die Gesamtnachfrage sogar noch in einem größeren (wenn auch unsicheren) Ausmaß.

¹ Unsere aktuelle Schätzung der Produktionslücke zeigt, dass die 2008/2009 entstandene Unterauslastung wohl erst im laufenden Jahr wieder komplett abgebaut wird.

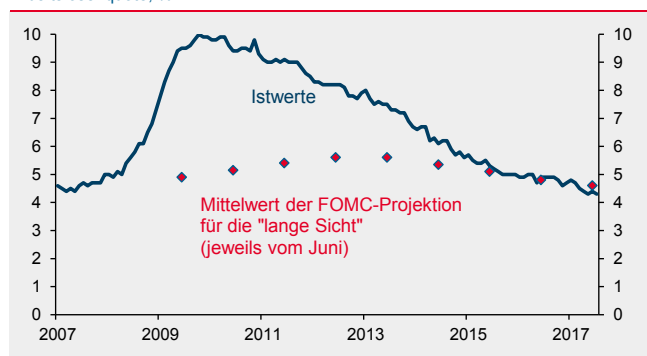
Im Gegensatz zur EZB hat die Fed offenbar auch recht früh verstanden, dass eine deutliche Verschärfung der Bankenregulierung, verbunden mit höheren Eigenkapitalanforderungen – wie sie seit der Krise beiderseits des Atlantiks erfolgt ist – tendenziell dämpfend auf die Kreditvergabe und damit auf die Konjunktur wirkt und daher (in einem schwer quantifizierbaren Umfang) ähnlich wie Zinserhöhungen wirken kann. So lässt sich die relativ lange Phase niedriger Leitzinsen teilweise mit der gleichzeitig erfolgten merklichen Verschärfung der Finanzmarktregulierung begründen.

Ziel erst kürzlich erreicht

Ähnlich wie beim Wachstum ist das Bild am Arbeitsmarkt. Die Vollbeschäftigung wurde wohl erst im Jahr 2016 erreicht.² Zwar kann man darüber diskutieren, ob ein negativer Realzins in dieser Situation angemessen ist oder ob der Leitzins bereits höher liegen müsste. Ob sich daraus wirklich Probleme ergeben, wird sich aber erst in den kommenden Jahren zeigen. Bislang kann die Fed darauf verweisen, dass ihre expansive Politik in vollem Einklang mit ihrem Ziel der „maximalen nachhaltigen Beschäftigung“ steht. Hinzu kommt noch, dass sich die Beziehung zwischen der Auslastung des Arbeitsmarktes und dem Lohn- bzw. Preisdruck offenbar weiter gelockert hat.³ Allein damit ließe sich eine entspanntere Haltung der Notenbanker hinsichtlich des hohen Auslastungsgrads bzw. ein niedriger Leitzins trotz Normalauslastung begründen, ohne dass dies unbedingt etwas mit einer geänderten Ziel- oder Reaktionsfunktion zu tun hätte.

Arbeitsmarktziel gerade mal erreicht

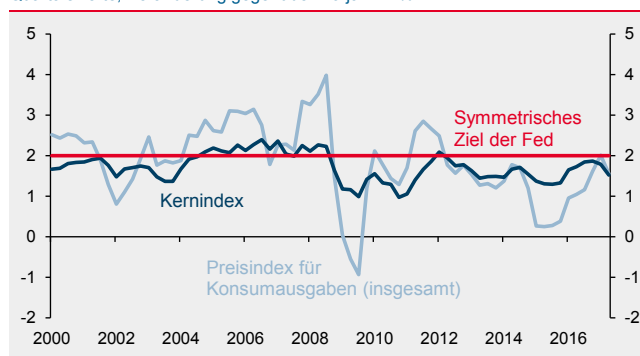
Arbeitslosenquote, %



Quellen: Macrobond, FRB, Helaba Volkswirtschaft/Research

Höhere Inflationstoleranz? Eher im Gegenteil!

Quartalswerte, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ziel #2: Inflation

Unter Ziel

Der bei den Konjunkturdaten konstatierte Effekt, dass es bislang keinen wirklichen inhaltlichen Druck zu einer restriktiveren Politik gegeben hat, gilt in noch größerem Maße im Hinblick auf das Ziel der Preisniveaustabilität. Der von der Fed präferierte Indikator – der Preisindex für Konsumausgaben – legte seit 2010 im Schnitt um 1,5 % zu, verglichen mit einem (symmetrischen) Zielwert von 2 %. Da dieser Indikator durch Schwankungen der Energiepreise beeinflusst wird, stand bei der Fed als „Zwischenziel“ stets auch der Kernindex im Fokus. Hier lagen die Zuwächse im Schnitt mit 1,6 % nur marginal höher. Auch am aktuellen Rand, wo ja wegen der Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik eher die Prognosen als die Istwerte im Vordergrund stehen sollten, zeigt sich kein echter Handlungsbedarf – Notenbanker und private Prognostiker erwarten für die nächsten ein bis zwei Jahre (unseres Erachtens zu Recht) keinen Ausbruch der Teuerung nach oben.

Arbeitsmarkt unterausgelastet und Inflation unter dem Ziel – aus Sicht der Notenbank war diese langjährige Situation sicher nicht optimal aber zumindest von der Therapie her eindeutig: expansive Geldpolitik ohne Wenn und Aber. Dies ist genau das, was die Fed in den letzten Jahren geliefert hat. Daraus eine komplett neue geldpolitische Reaktionsfunktion abzuleiten ist, vorsichtig gesagt, nicht sehr eingängig. Ganz an den Haaren herbeigezogen ist die These, dass sich am Um-

² Die Quote hat die geschätzte NAIRU schon 2015 erreicht, aber die in diesem Zyklus etwas erhöhte „stille Reserve“ stellt wohl einen gewissen Puffer dar.

³ Dies ist kein völlig neues Phänomen. Die sogenannte Phillips-Kurve war nie zu 100 % stabil und hat sich in den 1990er und 2000er Jahren bereits erkennbar verflacht.

gang der Notenbanken mit der Inflation etwas geändert haben könnte, aber auch nicht. So hat es die Fed, wie andere Notenbanken, teilweise opportunistisch an Konsistenz mangeln lassen bei der Frage, ob man primär auf die Gesamt- oder Kernteuerung abstellt. Der Nexus zwischen der volatilen Gesamtteuerung, auch wenn sie wie 2015/16 von fallenden Energiepreisen offensichtlich rein temporär massiv nach unten gezogen wurde, und der mittelfristigen Preisniveaustabilität waren dabei in den vergangenen Jahren zunehmend „die Inflationserwartungen“.

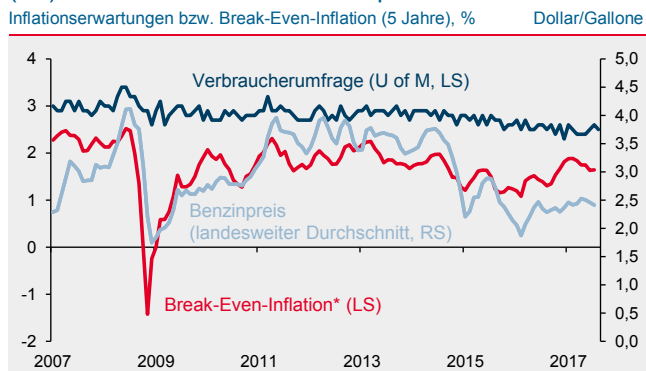
Das verstärkte Gewicht dieses Konzepts ist einerseits verständlich, andererseits aber ziemlich problematisch. Verständlich deshalb, weil das traditionelle theoretische Erklärungsmodell für die Teuerung (grob vereinfacht) auf zwei Hauptpfeilern steht: der Philipps-Kurve und den Inflationserwartungen. Da Erstere die Prognostiker in der Praxis zunehmend im Stich lässt (siehe oben), wenden sie sich naturgemäß zunehmend den Letzteren zu. Leider sind diese aber nicht direkt beobachtbar. Umfragen und aus Finanzmarktpreisen abgeleitete Größen liefern lediglich grobe Informationen zu Niveau oder Veränderung der Inflationserwartungen. Beide Informationsquellen sind nur von eingeschränkter Aussagekraft.

So sind die Inflationsprognosen einer Handvoll Ökonomen offensichtlich nicht ausschlaggebend, wenn es darum geht, die Inflationserwartungen „in der Wirtschaft“ abzubilden. Umfragen unter repräsentativen Haushalten sind aber ebenfalls wenig hilfreich, da die Befragten systematische Fehler machen (d.h. immer zu hoch oder zu niedrig liegen) und sich die Werte entweder nur extrem wenig (auf lange Sicht) oder primär mit kurzfristigen Schwankungen der Benzinpreise (auf kurze Sicht) bewegen.

Vorsicht bei
„Inflationserwartungen“

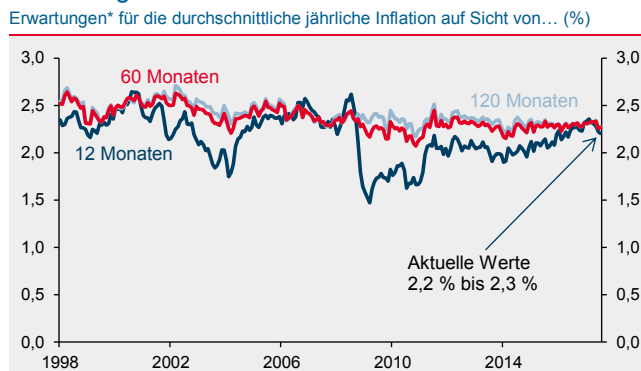
Auch die aus Marktgrößen abgeleiteten „Inflationserwartungen“ sind nicht unproblematisch. Sie unterliegen insbesondere Verschiebungen bei den Risiko- und Liquiditätsprämien – und zeigen zum Teil selbst auf sehr lange Sicht einen unerklärlich hohen Einfluss kurzfristiger Bewegungen der Energiepreise. Eine anspruchsvollere Variante, die einige dieser Probleme minimiert, wird von der Philadelphia Fed berechnet. Sie zeigt aber – vor allem auf lange Sicht – keine aus geldpolitischer Sicht relevante Bewegung.

(Zu) Hoher Einfluss des Benzinpreises



* Differenz zwischen der Rendite von TIPS und nominalen Anleihen mit 5jähriger Laufzeit.
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Klares Signal?



* Berechnet nach der Aruoba-Methode.
Quellen: Philadelphia Fed, Helaba Volkswirtschaft/Research

Während den Research-Stäben der Notenbanken und wohl den meisten Geldpolitikern die eingeschränkte Aussagekraft dieser Indikatoren durchaus klar sein dürfte, wird diese Tatsache teilweise bewusst oder unbewusst ausgeblendet, wenn es um die Gewichtung der Daten in der Geldpolitik geht. Schlimmer noch, die in den Notenbanken durchaus vorhandene Skepsis über die Belastbarkeit gewisser Bewegungen dieser Indikatoren geht in der Regel in der Medienberichterstattung komplett verloren und wird daher von der Mehrzahl der Finanzmarktteilnehmer gar nicht oder kaum rezipiert. Dies kann dazu führen, dass wegen sich ändernden Risikoprämien fallende „break-even“-Inflationsraten bei entsprechender Berichterstattung zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung an den Märkten werden. Ähnliches gilt, wenn Notenbanker sich ständig öffentlich über gefallene Inflationserwartungen sorgen – die Anleger lesen das in der Presse und ihre Erwartungen fallen

dann erst recht. Hier hat sich also etwas an der Vorgehensweise der Fed geändert – und zwar nicht zum Besseren. Ein „Downgrade“ für die Bedeutung der „Inflationserwartungen“ in der Analyse und vor allem in der Kommunikationsstrategie würden wir daher begrüßen.

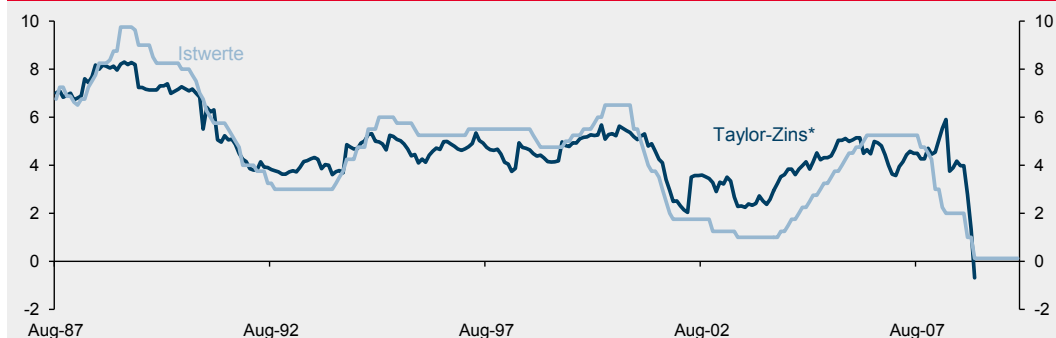
Sinn und Unsinn von „Taylor“-Regeln

Ein scheinbar einfacher Test für die Hypothese einer geänderten Reaktionsfunktion der Fed wäre eine solche Funktion einfach empirisch zu schätzen und sie auf Strukturbrüche zu überprüfen. Nun ist die Verwendung solcher vereinfachender geldpolitischer Regeln nichts Neues. Sie gehen auf den US-Ökonomen John B. Taylor zurück und werden daher auch Taylor-Regeln genannt. Grundsätzlich stellen sie den Zusammenhang her zwischen dem geldpolitischen Instrument Leitzins und Einflussgrößen wie der Inflation und dem Auslastungsgrad in der Wirtschaft.

Beim Einsatz solcher Regeln herrscht jedoch oft Verwirrung hinsichtlich einiger entscheidender Punkte: Soll die Regel normativ oder positiv sein, d.h. beschreibt sie, was die Notenbank tun soll oder nur was sie in der Vergangenheit getan hat? Im ersten Fall ist ein gesamtwirtschaftliches Modell erforderlich, aus dem eine Nutzen-/Kostenfunktion abgeleitet wird. Da dies eine (weitgehend willkürliche) Gewichtung und kontroverse Annahmen über die strukturellen Zusammenhänge erfordert, beschränkt man sich meist auf eine rein beschreibende Regel. Auch dann sind aber weitere Abwägungen zu treffen: Soll sie „forward looking“ sein, also berücksichtigen, dass es sich die Notenbank nicht erlauben kann, nur mit Blick in den Rückspiegel zu fahren? Welche Größen (Produktionslücke, Abweichung von der gleichgewichtigen Arbeitslosenquote oder NAIRU) sind am unproblematischsten? Welches Ziel für die Inflation legt man zugrunde? Wo ist der neutrale Zins?

Hat grob gepasst – bis zum Erreichen der Nulllinie 2008

Federal Funds Rate (Monatswerte August 1987 bis Dezember 2008 bzw. Dezember 2009), %



* Auf Basis der Abweichung der („real-time“) Arbeitslosenquote von der NAIRU und den Konsenserwartungen für die Teuerung
Quellen: Macrobond, Consensus Economics, Helaba Volkswirtschaft/Research

Angesichts dieser Fragen kann es nicht überraschen, dass es eine fast unüberschaubar hohe Zahl unterschiedlicher Regeln mit zum Teil deutlich divergierenden Ergebnissen gibt. Unabhängig von der speziellen Regel stellt aber ein Stabilitätstest „vor und nach der Krise“ den Analysten vor einige entscheidende Probleme. Da die Finanzkrise selbst ein so einschneidendes Ereignis war, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass sich zu diesem Zeitpunkt alle möglichen strukturellen Zusammenhänge verschoben haben. Dies könnte dazu führen, dass ein Strukturbruch angezeigt wird, auch wenn die Notenbank ihren grundsätzlichen Ansatz eigentlich beibehalten hat. Noch kritischer ist aber, dass der Leitzins in der Krise recht zügig an den „lower bound“ stieß und die Fed weitere Lockerungen über Kaufprogramme vornahm. Im Extrembereich nahe null und erst recht im (für die USA) hypothetischen Negativbereich ist die Aussagekraft einer Taylor-Regel aber stark eingeschränkt.⁴ Der gewünschte Stabilitätstest würde dann eine eindeutige Zuordnung „X Mrd. Dollar Kaufprogramm = Y Basispunkte Zinssenkung“ voraussetzen. Selbst unter heroischen Annahmen lässt eine solche Gleichsetzung aber keine verlässlichen Resultate erwarten.

⁴ Wir haben daher die Verwendung unserer eigenen Taylor-Regel 2009 ausgesetzt.

Unsere eigene Taylor-Regel, die wir auf Basis der Greenspan-Jahre ab August 1987 geschätzt haben, zeigt für die Zeit ab 2002 (also noch unter Greenspan) eine Abweichung – die Geldpolitik war bis ins Jahr 2006 hinein spürbar expansiver als die Regel hätte erwarten lassen. Für die ersten Jahre unter Ben Bernanke (2006 bis 2008) ist jedenfalls keine markante Änderung erkennbar. Im Dezember 2008 fällt der Taylor-Zins in den negativen Bereich. Ab 2009 ist (wie oben erwähnt) wegen des erreichten „zero lower bound“ eine Interpretation der Ergebnisse nicht mehr sinnvoll.

Wir wissen zudem, dass die für die Formulierung geldpolitischer Regeln erforderlichen Gleichgewichtswerte oder Zielwerte zumindest in den vergangenen Jahren definitiv nicht konstant waren. So sind zwischen 2012 und 2017 die mittleren Schätzwerte im FOMC für den neutralen Nominalzins von 4,25 % auf 3 %, für das Trendwachstum von 2,5 % auf 1,9 % und für die NAIRU von 5,6 % auf 4,7 % gefallen.

Fazit: Taylor-Regeln sind derzeit nur sehr beschränkt aussagekräftig. Als Beweismittel für eine geänderte Reaktionsfunktion taugen sie kaum, selbst wenn sie für die jüngere Vergangenheit eine Abweichung von der Vorkrisenpolitik anzeigen.

Ziel #3: Finanzstabilität

Das dritte Ziel der Fed ist die Gewährleistung der Finanzstabilität als Grundlage einer nachhaltigen Entwicklung der Gesamtwirtschaft. Hier ist eine etwas schizophrene Entwicklung zu beobachten. Einerseits reichen bereits relativ kleine, temporäre oder nur befürchtete Schocks, um die Fed zeitweilig von eigentlich geplanten Zinserhöhungen abzuhalten. In den letzten Jahren hat sich daher der Eindruck verfestigt, dass sie eine geldpolitische Straffung nur dann durchführt, wenn ihr die Finanzmärkte grünes Licht geben. Gleichzeitig zeigt man sich sehr entspannt, was die Risiken hoher Vermögenspreise, die Anreize extrem niedriger Zinsen für zusätzliche Verschuldung und die Problematik des „reaching for yield“ angeht, also der Versuchung für Anleger, wegen geringer Renditen zusätzliche Risiken einzugehen. Laut den Zahlen der BIZ lag die Verschuldung des nicht-finanziellen Sektors in den USA Ende 2016 gemessen am Bruttoinlandsprodukt gut 20 Prozentpunkte höher als im Vorkrisenjahr 2007.

Die Tatsache, dass der Leitzins diesmal sechs bis sieben Jahre nahe null verharrte, spiegelt vor allem die langjährigen dämpfenden Auswirkungen von Finanzkrisen wider. Nach einer „Jahrhundertkrise“ dauert die Normalisierung der Geldpolitik naturgemäß länger als nach einer 08/15-Rezession. Aber schon in den letzten Expansionsphasen ließ sich die Fed wegen Problemen im Finanzsektor relativ viel Zeit: Anfang der 1990er Jahre galt es, zunächst die „Savings & Loan“-Krise zu überwinden, nach 2001 schädigten Bilanzierungsskandale das Vertrauen der Anleger.

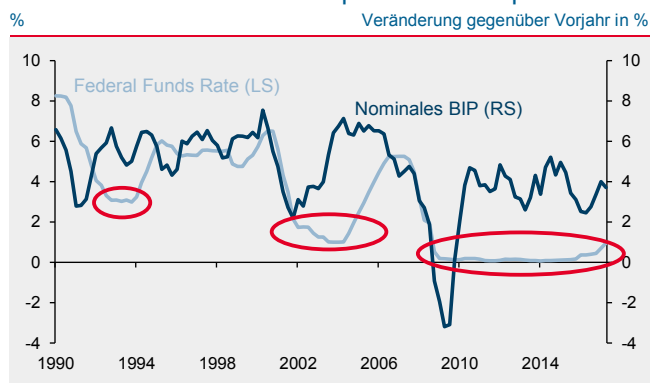
In gewisser Weise setzt die Fed also den „Greenspan“-Put fort, den schon seit Ende der 1980er diskutierten asymmetrischen Ansatz, bei fallenden Aktienkursen stützend einzugreifen ohne bei steigenden Kursen stärker gegenzuhalten. Was die Fed aktuell aber mehr als früher ausblendet, sind die Risiken, die sich aus kräftig zulegenden Vermögenspreisen ergeben könnten. Nach 2004 wunderte sich Alan Greenspan über das „conundrum“, dass die graduell steigenden Leitzinsen nicht mit höheren langfristigen Zinsen verbunden waren. Derzeit zeigt sich ein ähnliches Problem – die finanziellen Bedingungen haben sich seit Ende 2015 trotz der Zinserhöhungen nicht gestrafft. Der Rentenmarkt preist derzeit einen deutlich flacheren Pfad für die Leitzinsen als die Notenbanker in Aussicht stellen. Die Annahme einer dauerhaft „taubenhafteren“ Fed ist weit genug verbreitet, um die Absichtserklärungen der Notenbanker zu überlagern – wofür die Notenbank allerdings wegen ihres kommunikativen Schlingerurses der letzten Jahre teilweise selbst die Schuld trägt. Je länger die Phase niedriger Leitzinsen anhält, umso mehr gewöhnen sich die Anleger an sie – und umso schwerer wird es, sich ohne Verwerfungen von ihr zu verabschieden, wenn es die Umstände irgendwann erfordern sollten.

Diese Problematik ist nicht auf den Rentenmarkt beschränkt. Die Rekordstände bei den Aktienkursen sind angesichts des insgesamt verhaltenen Ausblicks für das reale Wachstum (niedrigerer

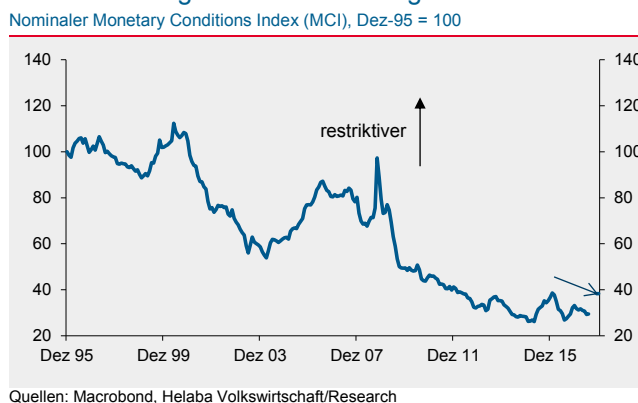
Die Fed wird es
schon richten

Trend als früher) und die Inflation (eher unter als über 2 %) sowie des historisch bereits hohen Anteils der Gewinne am Nationaleinkommen vor allem vor dem Hintergrund einer weit verbreiteten Erwartung dauerhaft ungewöhnlich niedriger Zinsen zu verstehen. Unter dem Strich hat sich die Fed damit im Vergleich zu früher stärker zu einem Gefangenen der Markterwartungen gemacht und sich in ein Dilemma manövriert, dessen Auflösung mit erheblichen negativen Auswirkungen für Märkte und Wirtschaft verbunden sein könnten.

Unterschied zu früher eher quantitativ als qualitativ



Keine Straffung trotz Zinserhöhungen seit Ende 2015



Fazit: Kein neues Paradigma – Zinserhöhungen gehen 2018 weiter

Der Vorwurf einer zu expansiven Haltung der Fed stellt also nicht zwingend auf eine neue „zu inflationsfreundliche“ Ausrichtung ihrer Politik ab. Schon Alan Greenspan wurde dafür kritisiert, zu stark auf den Aktiencrash 1987 und die Russland-/LTCM-Krise im Herbst 1998 reagiert zu haben. Janet Yellen gibt zu, dass die Zinserhöhungen ab 2004 wohl zu spät und zu langsam kamen, was dabei half, die Immobilienblase aufzupumpen.

Fed eher reaktiv

Man kann der Fed definitiv nicht unterstellen, nach der Krise proaktiv ein neues geldpolitisches Paradigma ausgerufen zu haben. Im Gegenteil, insgesamt war die Notenbank sogar eher träge bei der Berücksichtigung der sich ändernden Umstände. Dies gilt vor allem für die zentralen Größen Potenzialwachstum, neutrales Zinsniveau und NAIRU. Wir hatten beispielsweise bereits Anfang 2010 unsere Schätzung für das US-Trendwachstum auf rund 2 % nach unten angepasst – damals lagen die Notenbanker noch im Bereich 2,5 % bis 2,8 %.⁵

Diese eher adaptive Vorgehensweise stellte die Fed vor zusätzliche Herausforderungen in der Kommunikationspolitik, die sie zugebenerweise nicht immer optimal gemeistert hat. So war die schrittweise Rücknahme der NAIRU-Schätzungen unter dem Eindruck der „normativen Kraft des Faktischen“ (kein höherer Lohndruck trotz immer niedrigerer Arbeitslosigkeit) nicht unbedingt eine Sternstunde vorausschauender Geldpolitik.

Mit der aus unserer Sicht zu hohen Gewichtung der (unbeobachtbaren) Inflationserwartungen in der Geldpolitik steht die Fed nicht alleine da. Nicht zuletzt die EZB ist seit einiger Zeit in einer ähnlichen Richtung unterwegs – was zum Teil „group-think“ in der Kaste der Notenbanker, aber auch die dominierende Neo-Keynesianische Modellwelt an den Universitäten widerspiegelt, wo die Research-Abteilungen der Zentralbanken ihre Mitarbeiter rekrutieren.

Bisher hat die Fed dankenswerterweise keinerlei Schritte in Richtung eines höheren Inflationsziels unternommen – was wohl auch deshalb clever ist, weil man ja seit geraumer Zeit noch nicht einmal das aktuelle Ziel erreicht. Auch ein Übergang zu einem von manchen propagierten „Nominal GDP Target“ steht nicht in den Karten. Politisch wären solche Änderungen nicht klug, weil vor allem die

⁵ Siehe USA Aktuell „Niedrigeres Trendwachstum – ein Preis der Krise?“ vom Januar 2010.

Republikaner im Kongress spürbaren unilateralen Änderungen des geldpolitischen Instrumentariums äußerst skeptisch gegenüberstehen würden.

Kaufprogramme: Folge
des „lower bound“

Ausgeklammert haben wir bislang die ebenfalls kontroverse Diskussion um die Wertpapierkaufprogramme der Fed. Unmittelbar in der Krise waren diese aus unserer Sicht essenziell, um die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte wiederherzustellen. Notwendigkeit und Effektivität der späteren Runden sind weniger eindeutig. Wir sind eher auf der skeptischen Seite was ihre Wirkungen auf Realwirtschaft, Inflation und Finanzstabilität angeht. Angesichts der Tatsache, dass der Leitzins aus Sicht der Fed aber bereits Ende 2008 sein unteres operationales Limit erreicht hatte, ist der bloße Einsatz des Instruments „Kaufprogramm“ in den Jahren danach per se kein Argument für eine geänderte Reaktionsfunktion. Am „lower bound“ angekommen, hätte Alan Greenspan vielleicht genauso gehandelt wie Ben Bernanke.

Im Großen und Ganzen ist die Politik der Fed seit 2008 sicher nicht perfekt gewesen – und hätte vielfach deutlich besser kommuniziert werden können. Einen wirklichen Bruch mit der „alten Fed“ gibt es allerdings nicht zu konstatieren und entsprechend ist keine neuerliche Wende erforderlich, um auf den von den FOMC-Mitgliedern derzeit avisierten Kurs Richtung Leitzins 3 % „auf lange Sicht“ (Projektion vom Juni 2017) zu kommen. Auch wenn es voraussichtlich 2017 keinen zusätzlichen Zinsschritt mehr geben wird, stehen weitere für 2018 auf der Agenda. You have been warned...

Helaba-Publikationen: USA Aktuell

Credit Watch: Das geht auf Karte

18.08.2017

Prognose Update: Heiter bis wolzig

03.08.2017

Credit Watch: Studenten im Schuldturm?

12.07.2017

Credit Watch: Bremsspuren am Automarkt?

14.06.2017

Zyklus: Totgesagte leben länger

17.05.2017

100 Tage Trump: mehr als heiße Luft?

28.04.2017

Prognose-Update: Höhere Teuerung

03.03.2017

US-Staatshaushalt: „Kids in America“?

20.02.2017

„Pay Big Border Tax!“ – was soll das sein?

30.01.2017

Trumps erster Tag im Amt – eine Checkliste

24.01.2017

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar.

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf <http://volkswirtschaft.helaba.de>. Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■