

Volkswirtschaft Kompakt



Nr. 84, 18. September 2015

US-Geldpolitik: Zeit der Hasenfüße

Autor: Dr. Tobias Rehbock, Telefon 069 7431-2686, research@kfw.de

Die US-amerikanische Notenbank Fed lässt ihren Leitzins vorerst unverändert (als Spanne von 0,00 bis 0,25 %). Die gestrige Entscheidung kam mittlerweile nicht mehr überraschend, sondern hatte sich angedeutet. Das heißt aus unserer Sicht aber nicht, dass sie gut war: Das ängstliche Zögern der Fed hat auch Kosten, sowohl binnenwirtschaftliche als auch am internationalen Kapitalmarkt. Mehrere Gesichtspunkte hätten für einen Zinsschritt gesprochen.

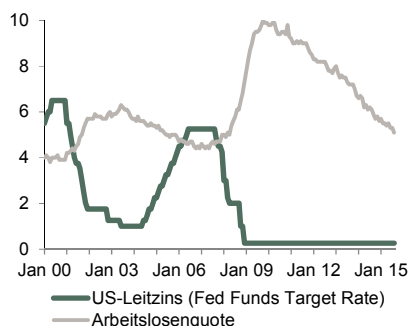
Robuste US-Binnenwirtschaft

Die US-Wirtschaft wächst seit 2014 stabil mit rd. 2,5 %. Das ist zwar weniger als im Durchschnitt der Vorkrisenjahre, aber dieser Abschlag ist struktureller Natur und lässt sich geldpolitisch ohnehin nicht korrigieren. Der US-Arbeitsmarkt honoriert die solide Konjunktur (schon länger) mit einer Reihe von sehr guten Daten. Mittlerweile ist Vollbeschäftigung erreicht. Einziger Knackpunkt bleibt die schleppende Lohn- und Gehaltsdynamik.

Mit dem Stichwort Lohndynamik ist auch die Inflationsentwicklung angesprochen. Diese ist nach dem Geschmack der Fed tatsächlich etwas zu niedrig. Allerdings variiert die Bewertung je nach dem hinzugezogenen Inflationsmaß. Befürworter der zögerlichen Fed-Politik verweisen auf den

Grafik 1: Leitzins und Arbeitsmarkt

Prozent



Quelle: Bloomberg

zu niedrigen Wert der Kernabgrenzung des PCE-Deflators (aktueller Wert: 1,2 %). Die Kernrate des Verbraucherpreisindex liegt dagegen deutlich näher am Ziel (1,8 %).

Insgesamt ist die binnenwirtschaftliche Lage robust genug für Zinserhöhungen. Schließlich geht es ja erst um den *Start* des Zinserhöhungszyklus, in einer konjunkturellen Situation, in der die Geldpolitik früher nahe an ihren *oberen* Zins-Wendepunkten war (Grafik 1)!

Kapitalabflüsse aus Schwellenländern

Ein viel geäußertes Argument für ein weiteres Abwarten der Fed ist die Befürchtung, dass eine Zinserhöhung die Schwellenländer (SL) belastet, weil es zu verstärkten Kapitalabflüssen kommt. Bisher zeigt sich eine derartige Reaktion jedoch kaum, obwohl eine Leitzinserhöhung in den USA absehbar war und weiter ist. Zwar verzeichnete die Gruppe der SL bereits in den letzten etwa anderthalb Jahren tatsächlich Kapitalabflüsse, aber unter Herausrechnung Chinas kam es 2015 wieder zu leichten Zuflüssen in die SL. In China wiederum waren die deutlichen Kapitalabflüsse zuvorderst durch den Aufbau von Fremdwährungskonten verursacht, auch innerhalb Chinas (Grafik 2). Dieser Forderungsaufbau zählt zwar als Kapitalabfluss, hat aber im Fall inländischer Fremdwährungseinlagen nicht den Charakter von „Fluchtgeld“ und ist daher nicht grundsätzlich problematisch.

Den SL ist nicht geholfen

In jüngerer Zeit haben sich die Konjunkturaussichten für die SL eingetrübt. Das gilt z. B. für China, aber auch für Brasilien oder Russland, wobei Ursachen und Ausmaß jeweils unterschiedlich sind. Die Hoffnung, mit einem Aufschub des Zinserhöhungsprozesses der Konjunktur in den SL zu helfen, können wir nicht teilen. Zum einen spielen die Rohstoffpreise in diesen Ländern eine viel größere Rolle, zum anderen

wird durch die zögerliche Fed-Politik die Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs in den USA noch größer – gerade das erhöht die Volatilität an den Kapitalmärkten weiter und hemmt so die Investitionen in den SL. Die dortigen Notenbanken sind im Grunde seit Monaten auf eine Erhöhung des US-Leitzinses vorbereitet, wie eine Bemerkung des indonesischen Vize-Zentralbankchefs nahe legt, der im Hinblick auf eine US-Leitzinserhöhung jüngst sagte: „The more certainty there is, the better.“

Vermögenspreise stark gestiegen

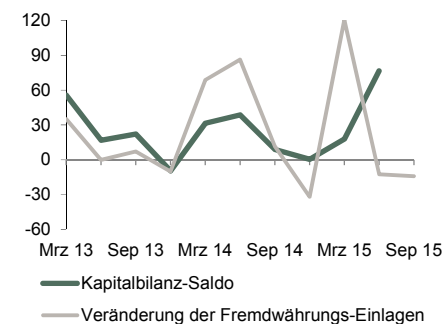
Zudem leistet das weitere Festhalten an der extremen Niedrigzinspolitik der oft befürchteten Blasenbildung weiter Vorschub. So hat es auf einigen Immobilienmärkten (z. B. UK, Australien, Schweden) schon seit etwa Mitte 2013 deutliche Preissteigerungen gegeben. Ähnliches gilt für High-Yield-Anleihen, deren Spreads aufgrund der hohen Nachfrage ebenfalls seit Mitte 2013 deutlich im Abwärtstrend sind.

Fed benötigt mehr Handlungsspielraum

Nicht zuletzt würde ein Zinserhöhungsprozess der US-Notenbank wieder schrittweise mehr Handlungsspielraum zurückgeben, um auf neue konjunkturelle Herausforderungen auch wieder variabler reagieren zu können. Je länger die Fed wartet, umso höher wird die Wahrscheinlichkeit, dass der Fed in konjunkturell schwierigen Zeiten ausreichend Munition fehlt. Das kann die Fed am allerwenigsten wollen – auch deshalb hätte sie die Zinsen erhöhen müssen. ■

Grafik 2: Kapitalbilanzsaldo China

Mrd. USD (Kap.-Bil.-Saldo: positive Werte=Abflüsse)



Quelle: Bloomberg, CEIC, eigene Berechnungen