



## Geldpolitik: Und was kommt jetzt?

**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

- Die Fed überarbeitet derzeit ihre geldpolitische Strategie und auch die EZB hat eine Grundsatzdebatte über die Geldpolitik angekündigt.
- Mögliche Reformen des geldpolitischen Ansatzes der größten Notenbanken haben das Potenzial, eines der wichtigsten Finanzmarktthemen des Jahres 2020 zu werden.
- Inhaltlich steht hierbei vor allem die spürbare und nicht nur vorübergehende Verfehlung der Inflationsziele im Vordergrund. Diese erschwert den Notenbanken ein „Weiter so!“ merklich.
- Darüber hinaus sind auf dem Gebiet der Kommunikation mit der Öffentlichkeit in den vergangenen Jahren Baustellen aufgetaucht. Nicht zuletzt die seit der Krise gestiegene Bedeutung der Geldpolitik erfordert einen hohen Grad an Transparenz.

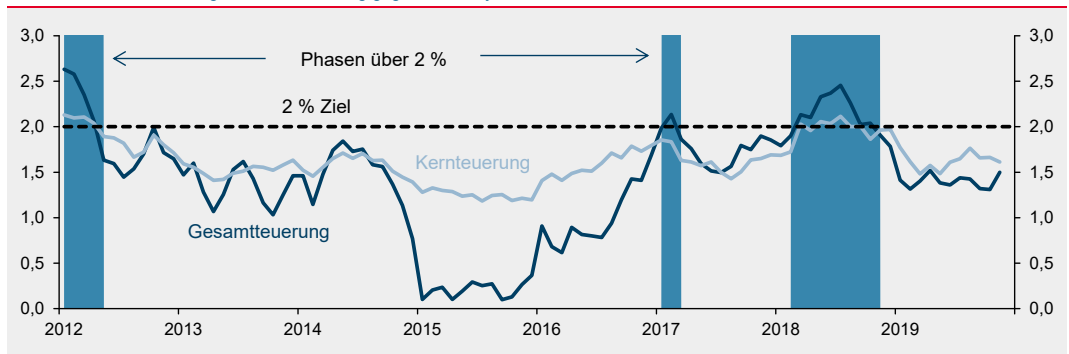
Seit Mitte 2019 diskutiert man innerhalb der US-Notenbank Fed ganz offiziell über eine grundlegende Reform der geldpolitischen Strategie. Die vorher übliche regelmäßige Bestätigung der bisherigen Strategie ist bereits ausgesetzt und man hat angekündigt, die Resultate der internen Diskussion bis zur Jahresmitte 2020 bekannt zu geben. Mit etwas Verspätung ist inzwischen auch die EZB unter ihrer neuen Präsidentin Christine Lagarde auf diesen Zug aufgesprungen. In der Eurozone wurde eine Grundsatzdebatte über die Geldpolitik angestoßen, die ebenfalls im Laufe von 2020 erste Ergebnisse bringen dürfte. Andere Zentralbanken stehen vor identischen oder zumindest sehr ähnlichen Problemen wie die beiden „Großen“.

Die Thematik ist nicht nur regional übergreifend, sondern sehr komplex und berührt unmittelbar viele andere für die Finanzmärkte zentrale Zusammenhänge. Eine zu stark verdichtete Analyse kann für den Laien aus diesen Gründen schnell unübersichtlich werden. Wir werden uns daher über dieses „USA Aktuell“ hinaus in zukünftigen Beiträgen im „Wochenausblick“ und/oder weiteren Einzelpublikationen mit dem Thema auseinandersetzen.

In dieser ersten Publikation gehen wir zunächst auf die Frage ein, warum eine solche grundlegende Strategiedebatte überhaupt stattfindet. Wie sehen die Prinzipien der aktuellen Fed-Geldpolitik eigentlich aus? Was ist schief gegangen, so dass man die bisherigen Praktiken nun in Frage stellt?

### Im Rückblick: Teuerung meist unter dem selbstgesetzten Ziel... zum Teil deutlich

Preisindex für Konsumausgaben, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Kernteuerung ohne Nahrungsmittel und Energie.  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

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.

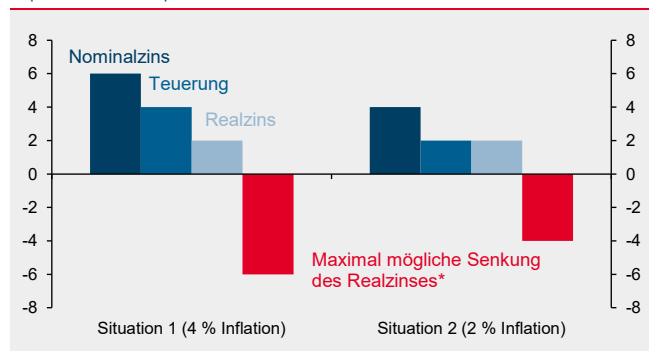
## Status Quo: Die aktuelle geldpolitische Strategie der Fed

Die Fed operiert grundsätzlich auf Basis des über die Jahrzehnte immer wieder mal geänderten „Federal Reserve Act“. Sie verfolgt primär die beiden, formell gleichberechtigten, Ziele „Preisniveaustabilität“ und „Vollbeschäftigung“ („maximum sustainable employment“). Daneben strebt sie Finanzstabilität und moderate langfristige Zinsen an. Nach Lesart der Fed sind dies jedoch keine separaten Ziele, sondern für das Erreichen der beiden Hauptziele notwendige Nebenbedingungen, quasi Unterziele.

Der US-Kongress hat die von ihm vorgegebenen Ziele allerdings nicht quantifiziert. Im Falle der Preisniveaustabilität setzte sich die Fed unter Chairman Bernanke im Januar 2012 selbst ein numerisches Ziel: ein Anstieg des Preisindex für Konsumausgaben<sup>1</sup> um 2 % pro Jahr. Damit drängt sich vor allem die Frage auf, warum man Preisniveaustabilität durch einem Anstieg des Preisindex um 2 % definierte. Historisch haben Notenbanken, die sich für numerische Inflationsziele entschieden haben, meist einen positiven Wert gewählt. In der Vergangenheit gab es hierfür zwei Hauptargumente. Erstens haben Studien, wie die der Boskin-Kommission in den USA in den 1990er Jahren, das Ergebnis erbracht, dass bestehende Preisindizes die „wahre“ Teuerung konstruktionsbedingt im Schnitt stets etwas überschätzen. Dies ist z.B. auf die unzureichende Berücksichtigung so genannter Substitutionseffekte (wenn Rindfleisch teurer wird, kaufen die Leute mehr Geflügel) und Qualitätsveränderungen zurückzuführen. Die gemessene Inflation ist also im Schnitt leicht höher als die tatsächliche. Zweitens wurde argumentiert, dass ein steigendes allgemeines Preisniveau durch Strukturwandel notwendig werdende Anpassungen sektoraler Reallöhne erleichtert, weil die Nominallöhne nach unten rigide sind. Diese beiden Argumente sprechen also für eine positive Inflationsrate. Gleichzeitig nehmen die gesamtwirtschaftlichen Kosten der Inflation (insbesondere ihre Volatilität) mit ihrer Höhe aber überproportional zu, so dass sich international 2 % als eine Art allgemein akzeptiertes „Inflationsoptimum“ einbürgerte.

### Das „zero lower bound“-Argument – stark vereinfacht

% p.a. bzw. Prozentpunkte



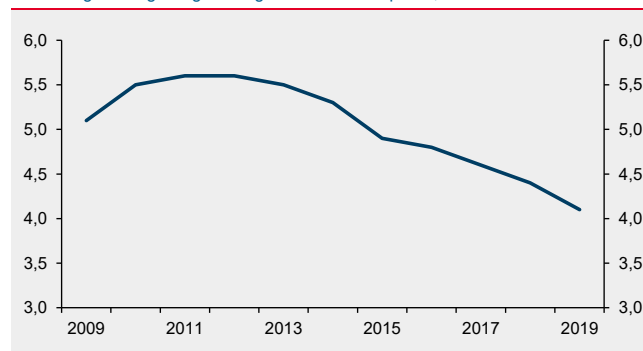
\* wenn 0 % die Untergrenze für den Nominalzins ist.  
Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Ein neueres Argument:  
Der ominöse „zero lower bound“

Heute steht bei der Argumentation vieler Notenbanker, warum 0 % Inflation nicht unbedingt erstrebenswert ist, aber ein relativ neues Kriterium im Vordergrund. Dies ist die Diskussion um den so genannten „zero lower bound“ (ZLB) für den kurzfristigen Nominalzins. In anderen Worten: Der Geldmarktzins kann angesichts der Alternative von Bargeldhaltung nicht (oder im Lichte jüngerer Erfahrungen in anderen Ländern als den USA vielleicht eher: nicht deutlich) unter 0 % fallen. Dies, so wird behauptet, könnte die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik einschränken, wenn die Teuerung und damit die Nominalzinsen „zu niedrig“ sind. Die Notenbank kann in einer solchen Situation einen möglicherweise konjunkturell erforderlichen geldpolitischen Impuls (d.h. einen Rückgang des Realzinses) nämlich nicht nur über eine Absenkung des kurzfristigen Nominalzinses generieren.

### Im Visier: Ein ziemlich bewegliches Ziel

Schätzungen der gleichgewichtigen Arbeitslosenquote\*, %



\* Median bzw. Mittelwert der FOMC-Mitglieder im Q4 des jeweiligen Jahres  
Quellen: FRB, Helaba Volkswirtschaft/Research

<sup>1</sup> Der Preisindex für Konsumausgaben (PCE) ist nicht zu verwechseln mit dem Verbraucherpreisindex (CPI). Die Berechnungsmethoden sind unterschiedlich und die Teuerungsraten können voneinander abweichen. Meist liegt die Teuerung gemessen am PCE niedriger als jene gemessen am CPI. Aktuell ist die Differenz bei Gesamtrate (60 Basispunkte) und Kernrate (70 Basispunkte) sogar überdurchschnittlich hoch.

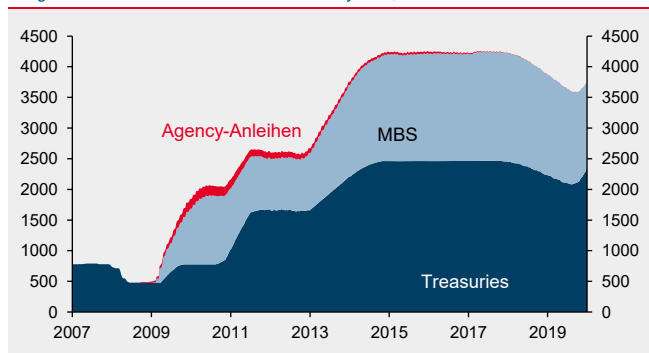
Eine höhere Teuerung ist nach dieser Logik also besser. Dies ist, vorsichtig formuliert, dem ökonomischen Laien als Teil einer Strategie zur Sicherung der Preisniveaustabilität nur eingeschränkt zu vermitteln. Wir werden diesen Punkt in einer zukünftigen Publikation aufgreifen, wo wir konkrete Reformvorschläge diskutieren.

Wenn sich dies schon kompliziert anhört, so ist die Lage beim zweiten Ziel der Fed, der Vollbeschäftigung, nicht einfacher. Tatsächlich gehen hier die Meinungen über ein sinnvolles numerisches Ziel noch weiter auseinander. Man braucht nur einen Blick auf die Schätzungen der „gleichgewichtigen“ Arbeitslosenquote der FOMC-Mitglieder seit 2009 zu werfen (Chart, S. 2), um zu sehen, wie hoch hier die Unsicherheit nicht nur über die aktuelle Situation, sondern selbst hinsichtlich des erstrebenswerten Ziels ist. Ein Unterschied in der Arbeitslosenquote von einem Prozentpunkt entspricht derzeit immerhin rund 1,7 Mio. Personen. Wahrscheinlich mit gutem Grund ist die Fed daher bis heute eine offizielle Quantifizierung von „maximum sustainable employment“ schuldig geblieben. Es ist allerdings denkbar, dass die hierdurch bedingte Asymmetrie in der bisherigen Strategie durch die anstehende Reform beendet werden könnte.

Schließlich muss eine Beschreibung der aktuellen Fed-Politik die seit 2008 erfolgte Aufblähung der Notenbankbilanzsumme von knapp 900 Mrd. Dollar Ende 2007 auf in der Spitze 4.500 Mrd. Dollar einschließen (Stand Ende 2019: knapp 4.200 Mrd. Dollar). Die Fed operiert nun in einem Regime mit Überschussliquidität im Bankensystem, das andere Instrumente erforderlich macht als jene, die sie bis zur Finanzkrise nutzte. So erhalten die Geschäftsbanken Habenzinsen auf ihre Überschussreserven. Durch ihre umfangreichen Käufe von Wertpapieren nimmt die Fed, wenn auch in geringerem Maße als die EZB, zudem direkten Einfluss auf die Kapitalallokation.

## Riesiges Wertpapierportfolio

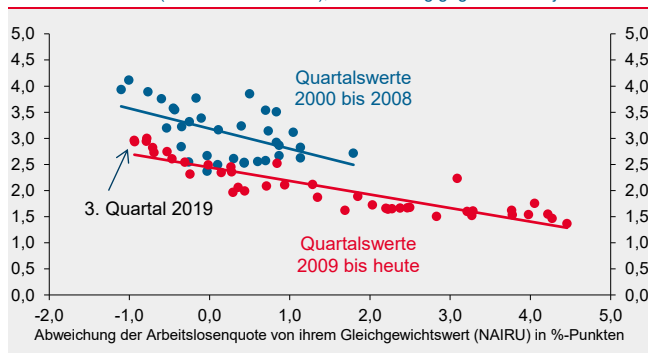
Ausgewählte Assets des Federal Reserve System, Mrd. Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## „Phillips-Kurve“: Flacher, aber noch am Leben!

Arbeitskostenindex (Löhne und Gehälter), Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Was ist schiefgegangen?

Nun könnte ein außenstehender Beobachter die Frage stellen: War die Phase seit der Finanzkrise nicht die „große Zeit der Notenbanken“, in der sie als Retter der Weltwirtschaft, als einzige handlungsfähigen Institutionen und generell als die neuen „Masters of the Universe“ gefeiert wurden? Warum reparieren, was so gut läuft? Haben sie nicht ihre Macht und Befugnisse tendenziell immer weiter ausgedehnt? Ja – und das ist vielleicht ein Teil des Problems.

Unabhängigkeit als  
Herausforderung

Notenbanken sind aufgrund ihrer weitgehenden operationalen Unabhängigkeit eigentlich ein Fremdkörper in unseren demokratischen Systemen. Nun gibt es hervorragende Gründe, die Kontrolle über die Geldversorgung nicht unmittelbar in die Hände gewählter Politiker zu legen. Dies ist auch weitgehend unbestritten. Allerdings funktioniert eine solche Unabhängigkeit umso besser, je enger der Zuständigkeitsbereich und die Ziele der Notenbank definiert sind. Je breiter und je öffentlichkeitswirksamer – je „politischer“ – sich eine Notenbank betätigt, umso drängender werden Fragen nach der demokratischen Legitimation von ungewählten, zum Teil in wenig transparenter Weise ausgewählten, Bürokraten. Mario Draghis „whatever it takes“ zum Beispiel rief Erinnerungen

wach an das Diktum des Verfassungsrechtlers Carl Schmitt, dass derjenige die wahre Macht hat, der über den Ausnahmezustand entscheidet.

Vor diesem Hintergrund ist es problematisch, dass viele Notenbanken in den vergangenen zehn Jahren das durchlaufen haben, was im Militärjargon als „mission creep“ bezeichnet wird, also die schleichende Ausdehnung einer eigentlich klar umrissenen Aufgabe auf immer neue Zuständigkeitsfelder und Zielsetzungen. Einige Notenbanken haben seit der Finanzkrise erhebliche zusätzliche Befugnisse erhalten, z.B. die Fed und die EZB auf dem Gebiet der Finanzmarkt- und Bankenaufsicht. Weitergehende Ideen für zusätzliche Betätigungsfelder und Nebenziele der Notenbanken sind daher eher kritisch zu sehen. Dies gilt für sozialpolitische Kriterien, wie sie die Fed in der letzten Zeit immer mehr in den Vordergrund rückt, ebenso wie für eine diskutierte Erweiterung der Notenbankziele um den Klimaschutz. Ein Teil der Herausforderung, der sich die Geldpolitiker derzeit gegenübersehen, ist, den Wildwuchs an Zielen und Zuständigkeiten zurückzuschneiden, um nicht mit zu wenigen Instrumenten zu viele Ziele zu verfolgen.

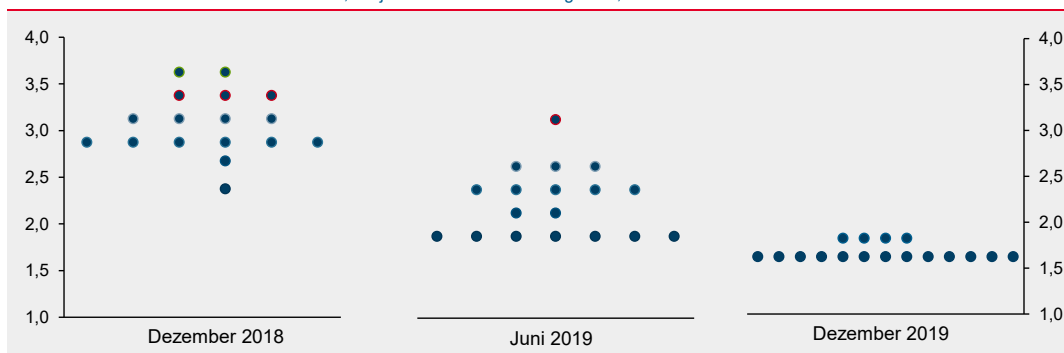
Inflationsziel weitgehend  
verfehlt!

Entscheidender Anstoß für die Strategiedebatte ist aber wohl das Problem der spürbaren und langfristigen Zielverfehlung. Wie auch die EZB hat die Fed in den vergangenen Jahren enorme Probleme gehabt, ihr numerisches Inflationsziel zu erreichen. Der Chart auf S. 1 zeigt, dass eine Teuerung nahe 2 % seit 2012 eher die Ausnahme als die Regel war. Die Abweichungen nach unten waren deutlich größer und länger als jene nach oben – im Schnitt war die Inflation fast immer niedriger als das Ziel. Nun hat die Notenbank in einer Marktwirtschaft keine Möglichkeit, die Teuerung direkt zu steuern. Sie kann über ihre Zinspolitik vor allem Einfluss auf den Auslastungsgrad der Wirtschaft nehmen. Höhere (niedrigere) Auslastung ist meist mit anziehender (rückläufiger) Inflation verbunden. Oder die Notenbank kann versuchen, einen anderen wichtigen Bestimmungsfaktor der Teuerung, die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte, zu beeinflussen.

Der traditionelle Wirkungskanal über den Auslastungsgrad hat in den letzten Jahrzehnten spürbar an Bedeutung eingebüßt. Die so genannte „Phillips-Kurve“, die den Zusammenhang zwischen der Auslastung des Arbeitsmarktes und dem Lohnanstieg (bzw. dem Anstieg der Verbraucherpreise) abbildet, ist verglichen mit früher deutlich flacher (siehe Chart, S. 3). Selbst kräftige Bewegungen der Arbeitslosenquote haben nur relativ geringe Auswirkungen auf die (Lohn-)Inflation. Viele Notenbank-Vertreter haben daher in den vergangenen Jahren verstärkt auf den zweiten Kanal, die unmittelbare Beeinflussung der Inflationserwartungen, abgestellt. Wir kommen noch darauf zurück, wieso dies ein Problem sein könnte.

### Zinsprojektionen der FOMC-Mitglieder: Wenn sich die Fakten ändern...

Erwartete Werte für den Leitzins Ende 2020, Projektionen der FOMC-Mitglieder, %



Quellen: FRB, Helaba Volkswirtschaft/Research

Eine spannende Frage, die in der anstehenden Strategiedebatte hoffentlich auch thematisiert wird, ist, wie genau die Notenbanken das aktuelle Niedrigzinsumfeld interpretieren. In welchem Umfang ist es wirklich von exogenen strukturellen Faktoren (Stichworte: Demographie, Sparschwemme, „secular stagnation“) bedingt? Und welche Rolle haben die Notenbanken dabei mit ihrer extrem expansiven Politik gespielt? Ist die scheinbare „Lösung“ niedriger oder gar negativer Leitzinsen vielleicht Teil des Problems?

Für die Fed ist eine verbesserte Kommunikation mit Finanzmärkten und Öffentlichkeit sicher ebenfalls ein zentrales Anliegen. Sowohl die von Notenbankern geliebte „forward guidance“ als auch der von der Fed institutionalisierte „Dot-Plot“ mit Leitzinsprojektionen der Geldpolitiker haben bei Finanzmarktteilnehmern oft mehr für Verwirrung als für Klarheit gesorgt. So haben sich die Zinserwartungen für Ende 2020 massiv nach unten verschoben (siehe Chart, S. 4) – ohne dass sich die gleichzeitig publizierten Projektionen für Wachstum oder Teuerung nennenswert geändert hätten. Chairman Powell sieht sich bei fast jeder Pressekonferenz genötigt, für die Journalisten noch einmal zu wiederholen, was die Projektionen der FOMC-Mitglieder nun eigentlich aussagen – und was nicht. Wie andere Politiker auch tendieren Geldpolitiker dazu, im Falle von Kritik zunächst nicht die Validität der eigenen Prämissen oder Vorgehensweisen in Frage zu stellen, sondern die Schuld auf eine „suboptimale Kommunikation“ mit der Öffentlichkeit zu schieben. In diesem Fall besteht aber klares Verbesserungspotenzial.

Schließlich erwarten wir von den Notenbanken eine Aussage zu einer der absolut zentralen Fragen der vergangenen zwanzig Jahre: Ist ein Fokus auf den Anstieg der Verbraucherpreise als alleiniges Kriterium für das Ziel der Preisniveaustabilität ausreichend? Was ist mit den Vermögenspreisen bei Aktien oder Immobilien? Kann man eine Währung als stabil bezeichnen, wenn sich das Geld Jahr für Jahr gegenüber allen oder fast allen Assetklassen deutlich „entwertet“?

#### Ausblick: Wie geht es weiter?

International relevantes  
Thema

Die vorliegende Publikation soll wie gesagt als Einstieg dienen in eine ausführlichere Auseinandersetzung mit der geldpolitischen Strategiedebatte. Der grobe Plan sieht dabei so aus: Zunächst wollen wir einige Vorschläge und Ideen für Reformen vorstellen, die bisher von Akademikern und einzelnen Geldpolitikern ins Gespräch gebracht wurden. Dies wird auch eine normative Bewertung einschließen: Was halten wir für sinnvoll?

Wir werden darüber hinaus auf die spezielle Situation vor unserer Haustür eingehen und die in Gang kommende Diskussion in der Eurozone näher beleuchten – insbesondere hinsichtlich des für die Banken so wichtigen Themas der Negativzinsen. Fragen der geldpolitischen Strategie sind aber für andere Notenbanken – in Schweden, der Schweiz oder in Großbritannien – ebenfalls relevant.

Zum Abschluss werden wir dann Farbe bekennen hinsichtlich der Frage, was wir als Ergebnis der Strategiedebatte erwarten und welche Folgen dies voraussichtlich für die Finanzmärkte haben wird. Fortsetzung folgt!

## Helaba-Publikationen: USA Aktuell

**Prognose Update: Abschwung ja, Rezession nein!**

16.08.2019

**Zinsstruktur: A minus B = Rezession?**

17.04.2019

**Credit Watch: Gebrannte Kinder scheuen den Wohnhypothekenmarkt**

15.01.2019

**Credit Watch: Die Luft wird dünner bei Gewerbeimmobilien**

23.07.2018

**Handelspolitik: Kalter Krieg?!**

29.05.2018

**Handelspolitik: Elefant im Porzellanladen**

05.04.2018

**Credit Watch: Unternehmen in der Schuldenblase?**

16.01.2018

**Steuerreform – der große Wurf daneben?**

08.01.2018

**Fiskalpolitik: Let's make a deal!**

07.09.2017

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

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf [www.helaba.com/de/research](http://www.helaba.com/de/research). Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■