



Fed-Reform: The Good, the Bad and the Ugly

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

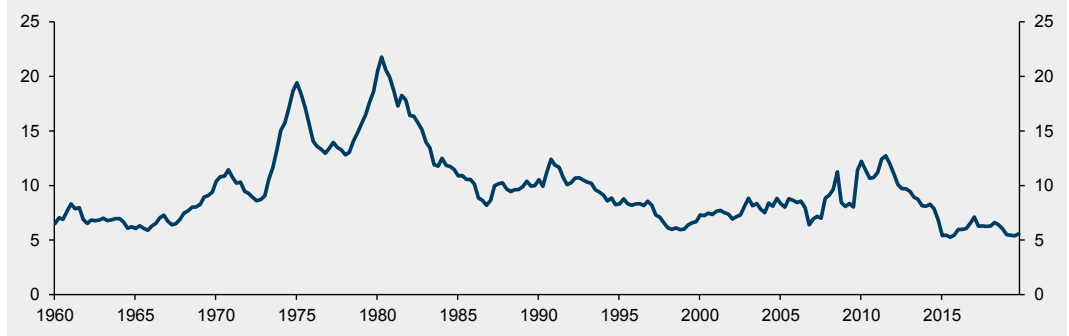
- Die Fed diskutiert derzeit über eine grundlegende Reform ihrer geldpolitischen Strategie.
- Hierfür liegen diverse Vorschläge auf dem Tisch, aus der Notenbank selbst, aber auch von externen Beobachtern.
- Wir beleuchten die wichtigsten Ansätze und ergänzen sie um ein paar eigene Ideen.
- Einige der Vorschläge von Geldpolitikern und akademischen Ökonomen sind durchaus vielversprechend. Wir sehen insgesamt aber „mehr Schatten als Licht“.

Der Italo-Western „Il buono, il brutto, il cattivo“ von 1966 ist weltweit bekannt als „The Good, the Bad and the Ugly“. Dieser Begriff hat inzwischen als Idiom Eingang in den englischen Sprachschatz gefunden. Für die deutschen Zuschauer war das Konzept aus irgendwelchen Gründen nicht zumutbar – hier lief das Werk unter dem generischen Namen „Zwei glorreiche Halunken“. Für Analysten ist der internationale Titel aber eine dankbare Überschrift. Leser sehen vor ihrem inneren Auge Clint Eastwood, Lee Van Cleef und Eli Wallach und hören Ennio Morricones Soundtrack. Und zu fast jedem Thema lässt sich etwas Gutes, etwas Schlechtes und etwas Hässliches finden. Das gilt auch für die aktuelle Reformdebatte innerhalb der Fed. Die Qualität der Vorschläge geht von sinnvoll über wenig hilfreich oder kontraproduktiv bis hin zu hirnrissig.

Wir haben im ersten Teil¹ dieser kleinen Reihe die Ausgangslage geschildert und die Frage gestellt, wieso die Debatte ausgerechnet jetzt geführt wird, wo die Fed eigentlich recht zufrieden mit ihrer Leistung sein könnte. Sie hat die Folgen der Finanzkrise erfolgreich in den Griff bekommen und gemessen an der aktuellen Inflations- und Arbeitslosenrate war die Lage in den vergangenen Jahrzehnten selten so gut wie derzeit. Die Debatte findet aber statt und wird wohl auch diverse Änderungen bringen. In dieser Publikation gehen wir nun auf einige der auf dem Tisch liegenden Vorschläge ein, die entweder aus der Fed selber oder aus dem akademischen Bereich kommen. Zur besseren Übersichtlichkeit gliedern wir dies in drei Abschnitte: Reform der geldpolitischen Ziele, Änderungen an den Instrumenten und Verbesserungen in der Kommunikation bzw. Transparenz. Wir beziehen dabei jeweils Stellung, was aus unserer Sicht sinnvolle Neuerungen wären („the Good“) – und wo sich die Fed auf den Holzweg begeben würde („the Bad and the Ugly“).

„Misery Index“: Eigentlich kein Grund zum Klagen

Summe aus Arbeitslosenquote und Teuerungsrate (Quartalswerte), Prozentpunkte



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.

¹ Siehe USA Aktuell „[Geldpolitik: Und was kommt jetzt?](#)“ vom 10. Januar 2020.

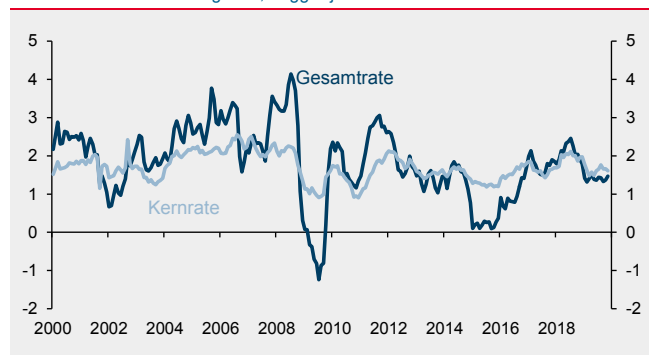
Neue Ziele, neues Glück?

Die Fed verfolgt die gleichwertigen Ziele „Preisniveaustabilität“ (O-Ton im Federal Reserve Act: „price stability“) und Vollbeschäftigung („maximum sustainable employment“). Nur eines dieser Ziele ist – seit 2003 – numerisch quantifiziert: Gemessen am Preisindex für Konsumausgaben (PCE) strebt die Fed auf mittlere Sicht eine Teuerung von 2 % an. Wie kann man das verbessern?

Anderes Maß für Preisniveaustabilität: Ein seit langem diskutierter Änderungsvorschlag ist die Umstellung des Inflationsziels auf einen anderen Indikator. Beispielsweise wäre eine Verwendung des in der Öffentlichkeit besser bekannten Verbraucherpreisindex (CPI), der auch den jährlichen Anpassungen der Renten zugrunde liegt, denkbar. Dies würde aber an den fundamentalen Problemen des derzeitigen Inflationsziels nichts ändern.² Vielversprechender wäre ein Umstieg auf die Kernrate ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise, denn diese Kategorien unterliegen Einflussfaktoren, die sich selbst einer mittelbaren Kontrolle durch die Notenbank weitgehend entziehen. Sie sind zudem deutlich volatil, wie der folgende Chart illustriert.

Wäre die Kernrate ein besseres Ziel?

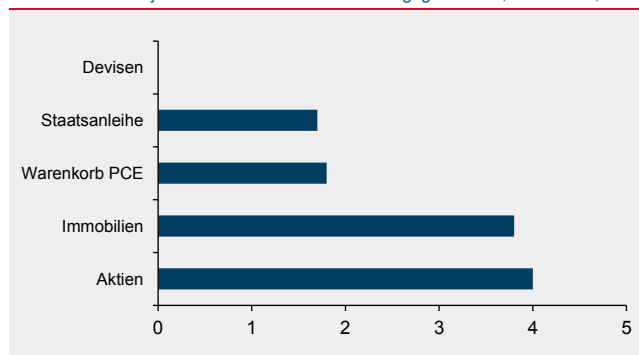
Preisindex für Konsumausgaben, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Assetpreise: Der Dollar hat spürbar an Wert verloren

Durchschnittlicher jährlicher Wertverlust des Dollar gegenüber..., 2000-2020, %



Nominaler Dollar Index, 30j. Treasury vom Januar 2000, S&P Case-Shiller Index, S&P500
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Kernrate diente in den letzten Jahrzehnten als eine Art Anker für die Gesamtteuerung, was Erstere als Notenbankziel nahelegen würde. Die Fed hat diese Idee in der Vergangenheit aber verworfen. Zum einen mit dem Argument, dass die Kernrate der Öffentlichkeit weniger vermittelbar ist, weil Nahrungsmittel und Benzin Ausgabenkategorien mit hohem Wahrnehmungsprofil sind. Preisniveaustabilität sollte für den ganzen Warenkorb, nicht nur eine Teilmenge gelten. Zum anderen sind die beiden Indikatoren auf mittlere bis lange Frist bisher nicht größer voneinander abgewichen – die Indexstände liegen acht Jahre nach dem Basisjahr 2012 nur 1,8 % auseinander. Auch an der Zielverfehlung würde diese Reform wenig ändern, denn die Kernteuerung blieb seit Einführung des Ziels 2003 ebenfalls meist unter 2 %.

Vermögenspreise sind eine kritische Größe

Im Gegensatz zum HVPI der Eurozone berücksichtigen die US-Indizes das selbstgenutzte Wohneigentum. Der gewählte Ansatz fängt aber den Effekt kräftig steigender Immobilienpreise nicht wirklich ein. Tatsächlich ist die spannendste Frage in diesem Zusammenhang, ob die Notenbank nicht stärker und explizit die Vermögenspreise im Auge behalten sollte. Ist eine Währung wirklich stabil, wenn sie gegenüber allen oder den meisten Assetklassen dauerhaft und spürbar an Wert verliert? Zwar liegt der Dollar gemessen an seinem nominalen Außenwert heute wieder quasi auf seinem Niveau von 2000. Ein im Jahr 2000 in eine Wohnimmobilie oder am Aktienmarkt investierter Dollar hat in den vergangenen 20 Jahren aber gegenüber einem Dollar Bargeld per annum 3,8 % bzw. 4 % an Wert gewonnen. Und dabei sind Dividenden oder die Vorteile der Wohnungsnutzung (bzw. Mieterträge der Immobilie) nicht mitgezählt. Selbst der Kurs einer 30-jährigen Staatsanleihe ist seit 2000 im Schnitt um 1,7 % pro Jahr gestiegen – wobei der jährliche Coupon von 6,25 % (!) noch außen vor ist.

² Wahrscheinlich würde die Fed beim CPI ein Ziel über 2 % anstreben, weil dieser verglichen mit dem PCE stärker nach oben verzerrt ist. An der schon lange andauernden Zielverfehlung würde sich daher wenig ändern.

Natürlich macht es keinen Sinn, Vermögenspreise direkt mit den Verbraucherpreisen in einen (Ziel-)Topf zu werfen. Aber wie die „Dot.com“-Krise und die Blase am US-Wohnimmobilienmarkt gezeigt haben, sollten Vermögenspreise stets eine zentrale Größe für die Geldpolitik sein. Aktuell strebt die Fed „Finanzmarktstabilität“ an und berichtet regelmäßig darüber, ob diese gefährdet ist. Dieser Ansatz leidet in seiner aktuellen Form aber unter zwei Problemen. Erstens würde eine zu klare öffentliche Warnung vor Fehlbewertungen durch die Fed möglicherweise einen Crash auslösen. Sie ist daher ziemlich unwahrscheinlich. Zweitens hat sich die Fed im Zusammenhang mit Finanzmarktblasen die gerne zitierte Definition eines Richters am US Supreme Court im Hinblick auf Pornografie zu eigen gemacht: „Ich erkenne sie, wenn ich sie sehe!“ Effektiv heisst dies für Finanzmarktblasen aber: Erst wenn sie geplatzt sind. Eine klare Indikation, wann die Alarmglocken klingeln sollten, bleibt die Fed schuldig. Dies ist als Teil einer modernen geldpolitischen Strategie aber nicht gut genug und fördert letztlich eine Perpetuierung des „Greenspan/Bernanke/Yellen/Powell-Put“: Die Anleger zählen darauf, dass ihnen die Notenbank schon zur Seite springt, wenn es brenzlich wird. Eine stärkere Gewichtung von Vermögenspreisen in der zukünftigen Strategie ist aus unserer Sicht äußerst wünschenswert.

Änderung des numerischen Zielwerts: Bleibt die Fed beim aktuellen Maß, dem Anstieg des PCE, so ließe sich trotzdem über eine andere Zielsetzung diskutieren. Vielfach wird von (meist linken) Ökonomen eine Verdopplung auf 4 % angeregt. Dies hätte den Vorteil, den Abstand der Nominalzinsen zum so genannten „zero lower bound“ zu erhöhen (siehe Teil 1 dieser Reihe). Dabei wird jedoch offenbar die Tatsache ignoriert, dass die Fed schon enorme Schwierigkeiten hat, die Teuerung auf 2 % zu bringen. Wie glaubhaft ist dann ein Ziel von 4 %? Auch ist bei einer durchschnittlichen Teuerungsrate von 4 % die Volatilität historisch deutlich höher gewesen als bei niedrigeren Werten. Eine schwankende Inflation verursacht aber größere gesamtwirtschaftliche Kosten. Es wird für die Unternehmen und Haushalte schwieriger, verlässlich zu kalkulieren. Zudem ist nicht davon auszugehen, dass sich die strukturellen Faktoren, die in den letzten Jahren die Teuerung gedämpft haben, plötzlich in Luft auflösen. Nicht nur dauerhafte Nullzinsen, sondern darüber hinaus massive Wertpapierkäufe der Fed wären wohl erforderlich, um die Inflation auch nur in Richtung 4 % zu bewegen – mit allen verbundenen Risiken und Nebenwirkungen.

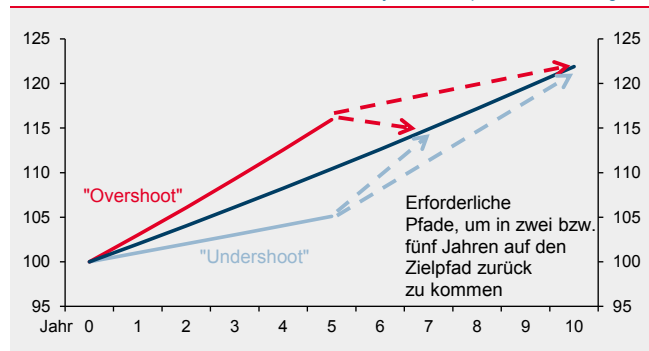
Inflationsziel:
Weniger ist mehr!

Wir votieren daher für eine Änderung des Inflationsziels in Richtung 1 % bis 2 %. Möglich wäre auch ein expliziter symmetrischer Korridor, beispielsweise 1,5 % bis 2,5 %, wo die Zielerfüllung bei 1,5 % genauso gegeben ist wie bei 2 %. Dies würde der „normativen Kraft des Faktischen“ Rechnung tragen – die Notenbank wäre nicht gezwungen, ständig mit einer immer expansiveren Geldpolitik krampfhaft (und letztlich weitgehend vergeblich) zu versuchen, die Teuerung nach oben zu bringen. Verglichen damit dürften die Nachteile eines etwas niedrigeren Inflationsziels (siehe Teil 1 dieser Reihe) überschaubar sein.

Alternatives Ziel: Hingegen halten wir wenig von einigen zuletzt vermehrt diskutierten Änderungen im Hinblick auf die Zielgröße. Ein Vorschlag ist die Ablösung des Inflationsziels durch ein Preisniveaueziel. Aus Sicht seiner Befürworter hätte dies den Vorteil eines eingebauten „Aufhol-effektes“: Zielverfehlungen in einem Jahr hätten im Gegensatz zum aktuellen Ansatz einen Effekt auf die Zukunft und würden nicht einfach „abgehakt“. Dies ist aber auch der entscheidende Nachteil dieser Vorgehensweise. Die Erfahrung hat gezeigt, dass sich die Feinsteuerung des Preisniveaus der Kontrolle einer Notenbank entzieht. Schocks von den Energie- oder anderen Preisen können immer wieder zu merklichen, nicht nur kurzfristigen Abweichungen von einem Preisniveaueziel führen. Dies würde die Notenbank zwingen, je nach zeitlichem Horizont mehr oder weniger massiv gegenzusteuern. Der Chart auf der nächsten Seite zeigt dies exemplarisch: Nach einigen Jahren mit einer Abweichung vom Zielpfad um jährlich einen Prozentpunkt müsste die Notenbank auf Sicht von zwei Jahren im Falle eines Überschießens eine sofortige Deflation herbeiführen bzw. im Falle eines Unterschießens die Teuerung auf über 4 % „hochprügeln“. Selbst wenn sie sich mehr Zeit ließe, würde eine glaubwürdige Verfolgung des Ziels geldpolitische Maßnahmen erfordern, die in der wirtschaftlichen und politischen Realität wohl kaum umsetzbar wären.

Preisniveaueziel: Nach Zielverfehlung Deflation?

Stillsierter Verlauf Preisniveau mit 2 %-Pfad und jeweils 1 %p/Jahr Abweichung

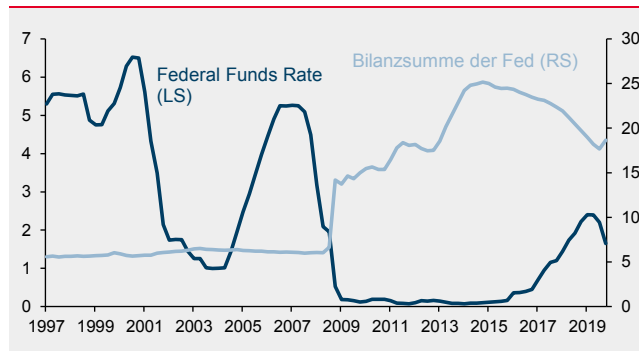


Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Niedriger Zins & Billionen Dollar Überschussliquidität

Quartalsdurchschnitte, %

Quartalswerte, % am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Noch weniger sinnvoll ist die von einigen Beobachtern – wie dem Nobelpreisträger Paul Romer – ernsthaft ins Gespräch gebrachte Orientierung an einem Ziel für das Wachstum des nominalen Bruttoinlandsproduktes („nominal GDP targeting“). Die Notenbank solle einen Zuwachs des nominalen BIP um beispielsweise 4 % anstreben, weil es diese Größe sei, die letztlich für die Tragfähigkeit von Schulden u.ä. entscheidend sei. Jede weitergehende Diskussion über diese Idee verbietet sich aus unserer Sicht angesichts der folgenden Überlegung: Will man ein geldpolitisches Ziel, das gleichermaßen von 2 % Wachstum und 2 % Teuerung wie von Nullwachstum und 4 % Inflation erfüllt wird? Wohl kaum.

Numerisches Ziel für die Vollbeschäftigung: Als sich die Fed 2003 selbst ein numerisches Inflationsziel gab, wurde Kritik aus dem Kongress laut, dass dies zu einer Asymmetrie führen würde, die letztlich mit einer Abwertung des Ziels „Vollbeschäftigung“ verbunden wäre. Sollte die Fed also auch ein offizielles Ziel für die Arbeitslosenquote definieren? Wie im ersten Teil dieser Reihe beschrieben, liegen nicht nur die Einschätzungen über das Vollbeschäftigungsniveau der einzelnen Notenbanker teilweise recht weit auseinander, sie haben sich in den vergangenen Jahren auch spürbar verändert. Ein solches „mobiles Ziel“ der Fed für den Arbeitsmarkt dürfte mehr Verwirrung als Klarheit schaffen. Im Zusammenhang mit der Kommunikationsstrategie (siehe S. 5) kommen wir aber noch mal auf das Thema zurück, dass „offizielle“ oder einheitliche Einschätzungen seitens der Fed insgesamt für manche Schlüsselgrößen sehr wünschenswert wären.

Zusätzliche Ziele: Wir haben bereits die Vorteile eines verstärkten Fokus auf Vermögenspreise angesprochen. Neben einem intensiveren Blick auf diese für die Geldpolitik zentralen Größen werden aber auch andere zusätzliche Ziele für die Fed ventiliert, die uns deutlich weniger attraktiv erscheinen. Angesichts der aktuellen Klimapolitik der US-Regierung ist der Umweltschutz für die Fed im Gegensatz zur EZB derzeit kein Thema. Vor dem Hintergrund einer möglichen Überfrachtung bzw. Überlastung der Notenbank mit zu vielen, möglicherweise widersprüchlichen Zielen ist dies nicht unbedingt bedauerlich. Allerdings gibt es in den USA eine Tendenz, nicht nur bei den Demokraten, sondern auch in der Notenbank selbst, sozial- bzw. verteilungspolitische Faktoren stärker ins Kalkül einzubeziehen. Die negativen Erfahrungen mit der Wohnimmobilien-blase, in der sich Politiker und Notenbanker zunächst gleichermaßen enthusiastisch zeigten über den scheinbar verbesserten Zugang der ärmeren Schichten zum eigenen Heim, haben hier offenbar leider keinen bleibenden Eindruck hinterlassen.

Geld drucken für die Staatskasse?

An dieser Stelle wäre auch das Thema „**Modern Monetary Theory**“ (MMT) zu nennen, deren Verfechter vereinfacht gesagt die Position vertreten, dass der Staat eine massive Ausgabenerhöhung nicht über Steuern oder privat platzierte Anleihen, sondern über die Notenbank finanzieren soll. Die Fed würde damit zum verlängerten Arm der Treasury. Eine vertiefte Diskussion der MMT ist jedoch ein Thema für eine eigene Analyse – vor allem, wenn im November ein linker Demokrat oder eine linke Demokratin die Präsidentschaftswahlen gewinnen sollte.

Wenig Neues im Instrumentenkasten

Da es sich um eine Strategiedebatte handelt, steht das Instrumentarium der Fed nicht im Fokus. Am grundsätzlichen Prinzip eines Leitzinses, der unter den Bedingungen massiver Überschussliquidität im Bankensystem von anderen Zinsen flankiert wird, ändert sich wohl nichts. Zum Thema Bilanzsumme hat die Fed die grundsätzliche Entscheidung bereits 2019 gefällt: Das derzeitige System mit einer aufgeblähten Bilanzsumme (siehe Schaubild, S. 4) soll die neue Normalität werden. Anzeichen in den Jahren zuvor, dass man die Überschussliquidität tendenziell zurückführen will, sind inzwischen der klaren Ansage gewichen, dass das Wertpapierportfolio der Fed (und damit die Bilanzsumme) vom derzeitigen Stand mit hoher Wahrscheinlichkeit im Trend wachsen wird.

Was zukünftige Kaufprogramme angeht, die wohl auf absehbare Zeit Teil des normalen Instrumentariums sein werden, besteht kein Anlass zu formellen Beschlüssen oder neuen Regeln. Die Fed ist derzeit schon berechtigt, zur Umsetzung ihrer Geldpolitik jedes „werthaltige“ Asset zu kaufen. Jegliche Restriktionen bei den bisherigen Kaufprogrammen waren selbst auferlegt – nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass man nicht zu stark in die privatwirtschaftliche Kapitalallokation eingreifen will. Allerdings hat die Fed bislang keine schlüssige Begründung dafür geliefert, warum riesige Überschussreserven im Bankensystem grundsätzlich besser sind als der status quo ante vor 2008. Auch wäre eine „offizielle“ bzw. einheitliche Position zur „Umrechnung“ von Wertpapierkäufen in Zinssenkungen sehr hilfreich: Wie viel Zinssenkung entspricht beispielsweise eine Ausweitung der Bilanzsumme um 100 Mrd. Dollar?

Zinsen erhöhen, um sie senken zu können?

Kritisch sehen wir die von manchen vertretene Idee, die Fed solle jede Chance nutzen, den Leitzins zu erhöhen, damit sie für den nächsten Abschwung „mehr Munition“ hat. Das Risiko, diesen Abschwung durch eine zu restriktive Geldpolitik erst herbeizuführen, überwiegt nämlich die möglichen Vorteile, den Zins dann wieder kräftiger senken zu können. In der Diskussion „Was zählt mehr: die Veränderung oder das Niveau der Leitzinsen?“ stehen wir eh klar im zweiten Lager.

Es gibt aber eine weitere „Baustelle“, wo durchaus Verbesserungsspielraum besteht und das betrifft die so genannte „makroprudenzielle Aufsicht“. Dies überlappt sich mit dem Thema Vermögenspreise, aber der Fokus liegt hier auf der Kreditvergabe. Die Idee mit „Makropru“ ist, dass eine noch so expansive Geldpolitik angeblich ohne Rücksicht auf mögliche Kreditblasen betrieben werden kann, weil ja Probleme im Finanzsystem im Notfall über die Regulierung eingefangen werden könnten. Allerdings sind die Notenbanken bisher den Beweis schuldig geblieben, ob dies im Zweifelsfall wirklich funktioniert oder an politischen Widerständen und Lobbyarbeit scheitert. Aus unserer Sicht spiegelt das blinde Vertrauen auf die makroprudenzielle Regulierung einen in vielen Notenbanken verbreiteten „Machbarkeitswahn“ wider: Wir haben das voll im Griff!

Den besten Ansatz für Änderungen am Instrumentarium bietet wohl die Notenbankkommunikation (Stichwort „forward guidance“). Wir widmen dieser Frage daher einen eigenen Abschnitt.

Kommunikation: Geht besser!

Zentrale Rolle der Notenbanktransparenz

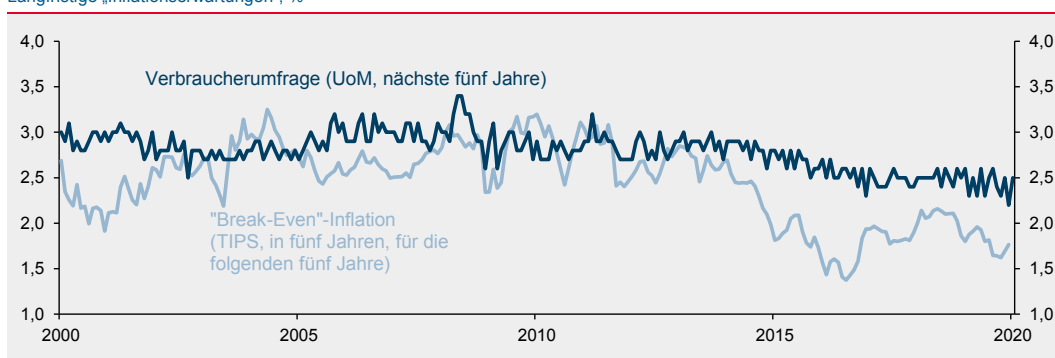
Die Notenbank beeinflusst den Rest der Wirtschaft nicht nur mechanisch über Änderungen am Leitzins oder an ihrer Bilanzsumme, sondern auch und gerade über ihre Kommunikation, die über die Erwartungsbildung auf Realwirtschaft und Finanzmärkte wirkt. Dies hätte in den letzten Jahren, vor allem während der geldpolitischen Kehrtwende der Fed 2018/2019, deutlich besser laufen können. Die Probleme sind hierbei nur teilweise einer suboptimalen Umsetzung geschuldet. Zum Teil sind sie Folgen eines fundamentalen Defekts im aktuellen Konzept der Fed. So scheint uns zum Beispiel das bei Notenbanken zuletzt enorm populäre Konzept der „forward guidance“ ein Versuch der Geldpolitiker zu sein, „to have their cake and eat it“. Einerseits will man langfristige Erwartungen und Zinsen beeinflussen, in dem man sich für eine längere Zeit festlegt. Andererseits verzichtet man aber nur äußerst ungern auf die Flexibilität, auf unerwartete Entwicklungen angemessen reagieren zu können, nur weil man sich ja zu einem früheren Zeitpunkt auf ein bestimmtes Handeln festgelegt hat. Das Herumgeeiere, wie genau „Geduld“ und „Datenabhängigkeit“ nun

eigentlich zu verstehen sind, hat eine wichtige Ursache in diesem intrinsischen Widerspruch. Auch wäre ein offenerer Umgang mit der Frage begrüßenswert, wie wichtig unerwartete kurzfristige Schwankungen des Aktienmarktes für die geldpolitischen Entscheidungen sind.

Eine andere wichtige „Baustelle“ ist der Umgang mit den Inflationserwartungen, die zwar in der aktuellen Geldpolitik eine zentrale Rolle spielen, deren Quantifizierung und Interpretation aber eine „black box“ ist bzw. jedem einzelnen FOMC-Mitglied überlassen wird. Bei kaum einem anderen Thema dürfte das, was die Geldpolitiker sagen und das, was bei Anlegern, Journalisten und Öffentlichkeit ankommt, weiter auseinanderliegen. Fakt ist, dass „die Inflationserwartungen“ letztlich nicht direkt beobachtbar sind und alle Versuche, sie zu ermitteln auf erhebliche konzeptionelle und praktische Hindernisse stoßen. So liegen zwar für repräsentative Haushalte Umfrageergebnisse zu den Erwartungen hinsichtlich des kurz- und langfristigen Preisanstiegs vor. Erstere hängen aber sehr eng an den aktuellen Schwankungen der Benzinpreise. Letztere bewegen sich nur sehr träge, pendeln seit 20 Jahren meist im Bereich 2 % bis 3 % und liegen damit also eigentlich viel zu hoch. Auch über die Erwartungen am Finanzmarkt lässt sich weitgehend nur spekulieren. Zwar gibt die „break-even“-Inflation, also die Differenz zwischen der Rendite nominaler und inflationsindexierter Treasuries, eine gewisse Indikation. Sie unterliegt aber anderen Einflussfaktoren, wie Liquiditätsprämien. Der kräftige Rückgang 2014/2015 wird daher nicht primär mit geänderten „Inflationserwartungen“, sondern unter anderem mit einer Nachfrageverschiebung erklärt, ausgelöst durch das Kaufprogramm der EZB. Hier sollte die Fed klarer sagen, welche Rolle „die Inflationserwartungen“ in ihrer geldpolitischen Strategie nun genau spielen – und wie man sie misst.

Inflationserwartungen: Das unbekannte Wesen

Langfristige „Inflationserwartungen“, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

SEP: Das geht besser!

Klar verbesserungsfähig ist auch das „Summary of Economic Projections“ (SEP), in dem viermal im Jahr die Projektionen der einzelnen FOMC-Mitglieder zusammengefasst werden. So ist letztlich problematisch, wenn Konzepte, die in der Fed-Kommunikation ständig auftauchen (wie neutraler Zins und Vollbeschäftigung) der Definition des einzelnen FOMC-Mitglieds überlassen werden und es keine offizielle Fed-Position gibt. Stattdessen liefert das SEP alle drei Monate bis zu 19 einzelne Meinungen (wenn alle Posten des Board besetzt sind). Was könnte man hier verbessern? Eine Möglichkeit wäre, zusammen mit dem Protokoll eine Zusammenfassung der Prognosen des Fed-Stabs zu veröffentlichen, die derzeit erst mit fünf Jahren Verzögerung der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden. Oder die Projektionen der einzelnen FOMC-Mitglieder könnten anonym, aber zusammenhängend veröffentlicht werden. Dies würde den Rückschluss erlauben, dass die betroffene Person beispielsweise eine expansivere Geldpolitik favorisiert, weil er/sie eine niedrige(re) Inflations- oder Wachstumsprognose hat.

Große Schwierigkeiten in der Kommunikation bereitet zudem der so genannte „dot-Plot“ (siehe Teil 1 dieser Reihe) der erwarteten zukünftigen Leitzinsen. Nicht zuletzt das Vermischen eines Basisszenarios (also des wahrscheinlichsten Szenarios) für die realwirtschaftlichen Größen mit einem Leitzinspfad, der eine „angemessene Geldpolitik“ widerspiegelt, führt zu großer Verwirrung. Denn die Leitzinsprojektion berücksichtigt eben nicht nur das wahrscheinlichste Szenario, sondern auch die Risikoverteilung. Wer dies nicht verstanden hat, findet kaum eine Erklärung dafür, dass

das FOMC zwischen Dezember 2018 und Mitte 2019 bei nur marginalen Änderungen an den Erwartungen für Wachstum und Teuerung trotzdem von zunächst avisierten weiteren Zinserhöhungen für 2019 auf drei Zinssenkungen umgeschwenkt ist. Statt konkrete Werte für den „angemessenen“ Leitzins anzugeben, könnten die FOMC-Mitglieder vielleicht künftig nur signalisieren, ob sie für den Zeitraum X eine expansivere, restriktivere oder unveränderte Geldpolitik für angemessen halten. Weniger könnte hier mehr sein.

Schließlich wäre eine „offizielle“, d.h. einheitliche Position der Fed zu einigen zentralen Fragen der Geldpolitik wünschenswert. Die Fed unterscheidet sich schon seit langer Zeit von anderen wichtigen Notenbanken durch die Vielstimmigkeit ihres öffentlichen Auftretens – die FOMC-Mitglieder äußern sich in der Öffentlichkeit stärker als Notenbanker anderswo als Individuen, nicht als „Vertreter der Fed“. Die gemeinsame Botschaft wird so in den Hintergrund gedrängt, zumal Medienberichte naturgemäß oft das Neue übergewichten und nicht die Punkte aufzählen, in denen bereits bekannte Positionen der Notenbank insgesamt wiederholt wurden. Dies überfordert aber häufig die Aufmerksamkeit oder Aufnahmefähigkeit der Marktteilnehmer, die dann Daumenregeln („rules of thumb“) einsetzen, um den Überfluss an unterschiedlichen bzw. widersprüchlichen Informationen in den Griff zu bekommen. Hierbei hilft auch die Tendenz der Journalisten, bei den FOMC-Mitgliedern zwischen „Einflussreichen“ und „Anderen“ zu unterscheiden. Dies hat zur Folge, dass Einlassungen der ersteren Gruppe in manchen Fällen ein übertriebenes Gewicht bekommen, obwohl sie tatsächlich nur die private Meinung des Geldpolitikers oder der Geldpolitikerin widerspiegeln. Die häufig vermutete „Signalfunktion“ ist in den USA dem Fed-Chair vorbehalten. Eine stärkere „on message“-Orientierung der öffentlichen Auftritte anderer FOMC-Mitglieder oder seltenere Äußerungen zur Geldpolitik könnten die Probleme der aktuellen Kakophonie mindern.

Fazit: Mehr Schatten als Licht

Auf diesen Seiten haben wir zu den wichtigsten Fragen der geldpolitischen Strategie ausgewählte Reformvorschläge präsentiert und Stellung bezogen, was aus unserer Sicht gut oder schlecht wäre. Hierbei dominieren leider oft „the Bad and the Ugly“.

Vermögenspreise!

Unsere Liste von „Clint Eastwood“-Reformen wäre: Stärkere Berücksichtigung von Kreditaggregaten und Vermögenspreisen im geldpolitischen Kalkül, ein niedrigeres Inflationsziel, das den strukturellen disinflationären Gegebenheiten Rechnung trägt, sowie eine Überarbeitung der SEP bzw. der Kommunikationsstrategie insgesamt. „Forward guidance“ taugt in ihrer aktuellen Form nichts. Die Rolle der stark gewachsenen Bilanzsumme im Gesamtansatz muss klarer werden.

Wirklich „bad“ wäre eine Erhöhung des Inflationsziels: Dann, wenn die Fed (wie zu erwarten) scheitern würde, die Inflation spürbar nach oben zu bringen (Reputationsverlust). Aber auch, wenn sie erfolgreich wäre – will man Populisten als zusätzlichen Kritikpunkt einen stärkeren Anstieg der Lebenshaltungskosten, der ärmere Haushalte überproportional trifft, an die Hand geben? Ein Preisniveaueziel bzw. ein Ziel für das nominale BIP sind Beispiele für Ideen, die vielleicht auf der Basis von ökonometrischen Modellen gut aussehen, die aber in der Realität scheitern würden.

Unter „ugly“ würden wir schließlich nicht zuletzt die zahlreichen Ansätze subsumieren, die Notenbank für andere gesellschaftliche Ziele einzuspannen. Sie agiert primär mit nur einem Hauptinstrument, dem kurzfristigen Zins. Bei vielen der angesprochenen Missstände ist die Geldpolitik sehr weit vom eigentlichen Ziel entfernt und sie nur deshalb als Akteur zu bemühen, weil sie eben „handlungsfähig“ (d.h. nicht von demokratischen Prozessen oder Kompromissen abhängig) ist, wäre ein Fehler. Der Weg des geringsten (politischen) Widerstands ist nicht immer der Beste.

Ob „Verschlimmbesserungen“ vermieden werden können, werden die kommenden Monate zeigen. Im nächsten Teil dieser Reihe schildern wir dann, welche der hier dargestellten Reformschritte wahrscheinlich wirklich kommen werden – und was das für die zukünftige Geldpolitik und die Finanzmärkte bedeutet.

Helaba-Publikationen: USA Aktuell

Geldpolitik: Und was kommt jetzt?

10.01.2020

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

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

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