



Fed: Zinsschritt oder nicht?

Description

Diese Frage beschäftigt die Gemüter seit Monaten. Und heute Abend unserer Zeit bekommen wir endlich Gewissheit: Hebt die Fed die Leitzinsen an – zum ersten Mal in mehr als neun Jahren? Oder vertagt sie die Entscheidung und belässt es vorerst auf dem Nullzinsniveau?

Die letzte Zinserhöhung fand im Juni 2006 statt. Mitte September 2007, als die Subprime-Krise nicht länger zu übersehen war, wurden die Zinsen um 0,5% auf 4,75% zurückgenommen – und dann ging es weiter herunter bis auf ein Niveau „zwischen 0 und 0,25%“, das Mitte Dezember 2008 beschlossen wurde. Dieses Niveau der Fed Funds ist bis heute gültig.

Die Fed hat den Beginn eines neuen Zinszyklus abhängig gemacht von der Verfassung der US-Wirtschaft und hat dabei besonders die Entwicklung am Arbeitsmarkt und die Inflationsrate im Auge. Die CPI-Inflationsrate für August kam ganz aktuell mit $-0,1\%$ m/m herein, auf Jahressicht sind es $+0,2\%$. Auch die Kernrate ohne Lebensmittel und Energie bleibt mit $1,8\%$ y/y unter dem Ziel der Fed, das bei 2% jährlicher Teuerung liegt. Die von der Fed besonders beachtete Kernrate des PCE-Preis-Indikators (PCEPILFE) kommt per Juli sogar nur auf gut $1,2\%$. Insgesamt zeigen sich [in vielen US-Makroindikatoren Tempoverluste](#). Insbesondere bei der Industrieproduktion könnte sich ein zyklisches Hoch ausbilden. Der [Index der „Leading Indicators“ \(LEI\)](#) zeigte sich im Juli schwächer nach einem viermonatigen Anstieg. Er liegt jetzt $1,4\%$ unter dem 2006 erreichten Hoch, ob jetzt ein Topp ausgebildet wird, lässt sich noch nicht sagen. In den zurückliegenden 40 Jahren dauerte es zwischen acht und 20 Monaten, bis nach einem Topp im LEI eine Rezession startete.

Mit dem Festhalten an der Nullzinspolitik haben die großen Zentralbanken dieser Welt Fehlallokationen begünstigt und die Asset-Preise hoch getrieben. Das Leitzinsniveau müsste aus [hier beschriebener Sicht in den USA bei etwa 2% liegen](#). Die Politik der Geldflut hat bisher kein solides nachhaltiges Wirtschaftswachstum hervorgebracht, bzw. begünstigt. Stattdessen sieht sich die Fed dadurch in einem Dilemma aus globalem Abwertungswettlauf, erhöhter Markt-Volatilität, aufgeblasenen Aktienmärkten und fallenden Rohstoff-Preisen gefangen.

Das könnte die Fed davon abhalten, einen Zinszyklus überhaupt zu starten, zumindest aber seinen Start zu verschieben. Zweimal befand sie sich in den zurückliegenden 30 Jahren in einer ähnlichen Situation, als sie Zinserhöhungsserien vorzeitig ab-, bzw. untergebrochen hat. So entschloss sie sich 1987 dazu, nachdem im Oktober Aktien crashten. 1986 ließ die Teuerung mit dem Kollaps der Ölpreise nach, es kamen Zweifel ob des weiteren Wachstums nach der scharfen Rezession zu Beginn der 1980er Jahre auf. In dieser Situation hat die Fed lange gezögert, die Zinsen zu erhöhen. Das hat die Aktienkurse hoch getrieben. Als sie sich dann schließlich doch dazu durchrang, platzte die Aktienblase. 1998 versuchte die Fed nach dem Zusammenbruch des LTCM-Fonds die Märkte durch Verschiebung von Zinsschritten zu stabilisieren. Auch danach kam es zu einer Inflation bei den Asset-Preisen und zum Aktien-Crash in 2000.

Der Versuch der Fed, die sich Ende der 1980er und 1990er Jahre jeweils beschleunigende Inflation durch eine aggressive Gangart in den Griff zu bekommen, destabilisierte in beiden Fällen am Ende die Wirtschaft und führte jeweils zu ernstesten Konsequenzen im Finanz-System und zu einer Rezession. Blasen in den Asset-Märkten platzten: In den späten 1980er Jahren hatte die lockere Geldpolitik zu einem Immobilienboom besonders bei Geschäftsgebäuden geführt, 2000 platzte die dotcom-Aktien-Blase.

Die Situation ist heute ähnlich, was die Asset-Märkte betrifft. Die Geldflut hat die Preise von Aktien hoch



getrieben und die Verschuldung zu einer riesigen Blase anschwellen lassen. Die realwirtschaftliche Entwicklung findet jedoch nicht zu den Wachstumsraten vor der Finanzkrise 2008, geschweige denn zu den vor 2000 zurück. Der Arbeitsmarkt zeigt nur vordergründig Anzeichen von Vollbeschäftigung, [hinter der Fassade sieht es alles andere als solide aus](#). Die Inflation ist gedrückt.

Nach ihren eigenen Leitlinien tut sich die Fed damit schwer, eine Zinserhöhung zu rechtfertigen. Sie kann zwar argumentieren, die zuletzt gestiegenen Löhne erhöhen die Aussichten auf künftig anziehende Teuerung. Aber das ist aktuell bestenfalls eine zarte Tendenz, keine belastbare Entwicklung. Erhöht sie die Zinsen jetzt, setzt sie sich der Kritik aus, sie würde die fragilen Finanzmärkte in Schwierigkeiten bringen und v.a. in den Emerging Markets ohnehin vorhandene wirtschaftliche Schwierigkeiten verstärken. Erhöht sie jetzt nicht, wächst die Wahrscheinlichkeit, dass sich in bestimmten Teilen des Immobilienmarktes, bei Aktien und in verschiedenen Bond-Segmenten gefährliche Überbewertungen herausbilden.

Was die Fed auch immer hinsichtlich Zinspolitik beschließt, heute oder künftig, die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass es über kurz oder lang zu gravierenden Konsequenzen kommt, die die Richtigkeit der Entscheidung infrage stellen. Dies ist der Preis für die seit langem unangemessene Politik der Geldflut.

Kein Zweifel – die US-Wirtschaft würde eine Erhöhung des Leitzinses auf 0,5% verkräften. Aber der Start eines Zinszyklus könnte die nach dem Aktien-Einbruch im August und den Vorgängen in China ohnehin instabilen Märkte weiter desorientieren. Möglicherweise wird die Fed daher heute, so schreibt Colin Twiggs von [Incrediblecharts](#), den Zielbereich der Fed Funds erweitern, vielleicht auf 0,1% bis 0,3% oder auch auf 0,0% bis 0,5%. Die effektive FFR notiert aktuell bei 0,14%. Ein solches Vorgehen entspräche den Ankündigungen der Fed, die Zinsen graduell zu steigern ohne plötzliche Sprünge.

Die Wahrscheinlichkeit eines Zinsschritts auf 0,5% heute liegt nach [Auswertung der Fed Funds Futures](#) bei 23%, vor einem Monat waren es noch 45%.

[Unter Verwendung von Material von [Guggenheim Investments](#)]

Nachtrag:

(18.9.15) Die Fed hat die Zinsen unverändert gelassen. Zur Begründung verweist sie auf das schwache globale Wachstum, die Volatilität an den Finanzmärkten und die geringe Inflation. Ausdrücklich wird auch auf China Bezug genommen. Im Statement heißt es: "Recent global economic and financial developments may restrain economic activity somewhat and are likely to put further downward pressure on inflation in the near term." Einen interessanten Vergleich des aktuellen Zustands der US-Wirtschaft mit dem in vorherigen Zinszyklen gibt [Bloomberg hier](#).

(18.9.15) In einem Papier mit dem Titel "[What were they thinking? The Federal Reserve in the run-up to the 2008 financial crisis](#)" untersuchen Stephen Golub, Ayse Kaya und Michael Reay anhand zahlreicher Dokumente, welche Überlegungen die Fed in der Zeit vor dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 angestellt hat. Die Autoren kommen zu dem Schluss, das sie sich über relevante Entwicklungen in den Finanzmärkten im klaren war. Sie hat sie aber nicht eng genug beobachtet und Warnsignalen vor systemischen Gefahren nicht entsprechend Rechnung getragen. In den Jahren vor der Krise lag ihr Fokus auf einem Interventionismus im Nachhinein, ihren Möglichkeiten, die Auswirkungen einer möglichen systemischen Störung im Griff zu behalten. Institutionelle Routinen taten ein Übriges, so die Autoren.

Dazu passt: Janet Yellen, seit 2014 Fed-Chefin, hatte sich [2005 in einer Rede zum möglichen Platzen der Immobilienblase](#) bereits gegen ein Eingreifen der Fed ausgesprochen. Es sei unklar, wie stark die Blase reduziert werden sollte, zudem hätte ein Eingreifen unerwünschte Nebenwirkungen auf andere Wirtschaftssektoren. Außerdem gebe es Möglichkeiten wie stärkere Überwachung oder Änderungen in der finanziellen Regulierung.