



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 13/11/2024

Die derzeitige Geldpolitik folgt einer fehlerhaften Theorie

von MICHAEL BIGGS¹ UND THOMAS MAYER²

Zusammenfassung

Der gegenwärtige geldpolitische Ansatz wird vielleicht am besten durch die Taylor-Regel, die Phillips-Kurve und die Annahme beschrieben, dass der geldpolitische Kurs durch die Höhe des realen Leitzinses (r) im Verhältnis zu einem als natürlich oder neutral angesehenen realen Zinssatz (r^*) definiert werden kann. In der Praxis gibt es jedoch keinen Mechanismus, der die Wirtschaft zu einer Reaktion veranlassen würde, wenn die Zentralbanker eine Differenz zwischen den Finanzmarktzinsen und einem hypothetischen r^* feststellen, der als mit einem langfristigen nichtinflationären Wachstum vereinbar angesehen wird.

Abstract

The present approach to monetary policy is perhaps best described by the Taylor Rule, the Phillips curve, and a belief that the monetary policy stance can be defined by the level of the real policy rate (r) relative to a perceived real natural or neutral rate (r^*). But there is no mechanism in practice that would induce the economy to respond when central bankers discern a difference between financial market rates and a hypothetical r^* regarded as consistent with long-term non-inflationary growth.

¹ Portfoliomanager, GAM Investment Management, London, Vereinigtes Königreich.

² Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute, Köln, Deutschland.



Der derzeitige geldpolitische Ansatz lässt sich vielleicht am besten mit der Taylor-Regel, der Phillips-Kurve und der Annahme beschreiben, dass der geldpolitische Kurs durch die Höhe des realen Leitzinses (r) im Verhältnis zu einem als natürlich oder neutral angesehenen realen Zinssatz (r^) definiert werden kann.*

In der Literatur über die geldpolitische Transmission wird jedoch kein Transmissionskanal für den Fall erwähnt, dass der Leitzins einfach nur über oder unter dem neutralen Zinssatz liegt, ohne sich zu verändern.

Der gegenwärtige geldpolitische Ansatz lässt sich vielleicht am besten durch die Taylor-Regel, die Phillips-Kurve und die Annahme beschreiben, dass der geldpolitische Kurs durch die Höhe des realen Leitzinses (r) im Verhältnis zu einem als natürlich oder neutral angesehenen Zinssatz (r^*) definiert werden kann. Dieser Rahmen beruht auf Wicksells (1898) Definition des natürlichen Zinssatzes als dem realen kurzfristigen Zinssatz, der mit einem Produktionswachstum in Höhe der langfristigen Rate und einer stabilen Inflation vereinbar ist. Er wurde in vielen modernen empirischen Modellen der US-Produktion und -Inflation aufgegriffen, die zur Gestaltung der Geldpolitik verwendet werden, darunter Rudebusch und Svensson (1999) sowie Laubach und Williams (2003).

Diese Modelle enthalten eine Phillipskurven-Gleichung, welche die Inflation mit der Produktionslücke in Verbindung bringt, und eine "IS-Kurven"-Gleichung, welche die Produktionslücke auf ihre eigene Vergangenheit und den geldpolitischen Kurs ($r - r^*$) bezieht. Die Inflation wird als stabil angesehen - idealerweise am Zielwert der Zentralbank, wenn die Inflationserwartungen dort verankert sind - und das Wirtschaftswachstum als im Trend, wenn der reale Marktzins dem realen natürlichen oder neutralen Zinssatz entspricht. Um Laubach und Williams (2003, S.1063) zu zitieren: „Der natürliche Zinssatz oder der reale Gleichgewichtszinssatz stellt einen Maßstab für die Messung des geldpolitischen Kurses dar, wobei die Politik expansiv (kontraktiv) ist, wenn der kurzfristige Zinssatz unter (über) dem natürlichen Zinssatz liegt“. Wenn also der reale Marktzins über (unter) dem neutralen Zinssatz liegt, sinkt (steigt) das BIP unter (über) den Trend, es öffnet sich eine negative (positive) Produktionslücke, und die Inflation geht zurück (steigt).

Geldpolitische Transmission über Zinsänderungen

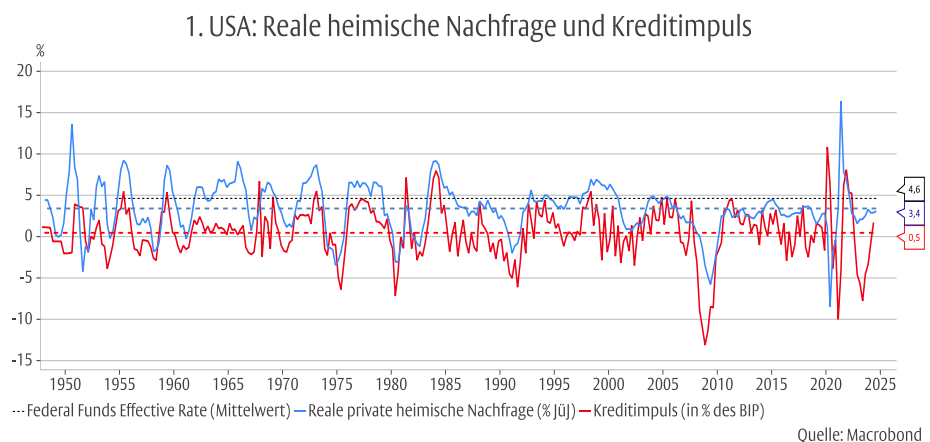
Aber wie können Zinssätze oberhalb eines neutralen Niveaus dazu führen, dass das BIP unter den Trend fällt? Die Literatur zur geldpolitischen Transmission liefert keine Antwort. Die geldpolitische Transmission, um Burr et al. (2024) zu zitieren, "beschreibt, wie sich die Geldpolitik - durch *Änderungen* des Leitzinses - auf die finanziellen Bedingungen, die Erwartungen, die Wirtschaftstätigkeit und letztlich auf die Inflation auswirkt". In der Literatur zur geldpolitischen Transmission von Mishkin (1995) bis Burr et al. (2024) wird eine Reihe von Transmissionskanälen hervorgehoben, darunter 1) der Kanal der Inflationserwartungen, 2) der Investitionskanal, 3) der Vermögenskanal, 4) der Zinskanal, 5) der Kreditkanal und 6) der Wechselkurskanal (Burr et al., 2024, S. 8). Aber bei all diesen Kanälen werden die Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit über Änderungen des Leitzinses spürbar. Es wird kein Übertragungskanal für den Fall erwähnt, dass der Leitzins einfach nur über oder unter dem neutralen Zinssatz liegt, ohne dass es zu Änderungen kommt.



Aus der Sicht der Nachfrage macht es intuitiv Sinn, dass sich Änderungen der Zinssätze auf die Wirtschaftstätigkeit auswirken, dass aber die Höhe der Zinssätze keine direkten Auswirkungen haben sollte.

Aus Sicht der Nachfrage ist es intuitiv sinnvoll, dass sich Änderungen der Zinssätze auf die Wirtschaftstätigkeit auswirken, dass aber die Höhe der Zinssätze keine direkten Auswirkungen haben sollte. Wenn die Zentralbank die Zinsen anhebt, verschärfen sich die Kreditbedingungen, die Neuverschuldung sinkt, und die Ausgaben gehen zurück. Bleiben die Zinssätze jedoch einfach stabil, gibt es keinen Grund, warum die Neuverschuldung weiter sinken sollte, selbst wenn der Zinssatz als über dem geschätzten neutralen Zinssatz liegend betrachtet wird. Und wenn die Neuverschuldung stabil bleibt, sollten es auch die Ausgaben und die Inflation sein.

Dies wird in Schaubild 1 veranschaulicht, in dem das Wachstum der realen privaten Inlandsnachfrage in den USA gegen die Veränderung der Kreditströme an den privaten Sektor (in % des BIP, als Kreditimpuls bezeichnet, siehe Biggs und Mayer, 2012) aufgetragen ist. Daraus ist ersichtlich, dass seit 1947 ein Kreditimpuls von 0,5 % des BIP im Durchschnitt mit einem Wachstum der realen privaten Inlandsnachfrage von 3,4 % ohne erkennbaren Trend verbunden war. In diesem Zeitraum variierte der effektive Leitzins um durchschnittlich 4,6 %, was (neben anderen Faktoren) zu Abweichungen des Nachfragewachstums und der Neuverschuldung von ihrem Mittelwert führte.



Eine unmittelbare Folge dieser Logik wäre, dass jedes Zinsniveau mit einer stabilen Inflation und einem trendmäßigen BIP-Wachstum vereinbar wäre, solange der Zinssatz stabil bleibt. Um diese unplausible Schlussfolgerung zu vermeiden, wenden sich die Anhänger des derzeitigen geldpolitischen Ansatzes der Wachstumstheorie zu, um einen längerfristigen Anker für die Realzinsen zu finden.

Kapitalrenditen und Zinssätze

In der Standard-Wachstumstheorie wird die Höhe des Realzinses im Gleichgewicht mit den intertemporalen Konsumententscheidungen und der Grenzproduktivität des Kapitals in Beziehung gesetzt, was wiederum die Höhe der Investitionen und das Wachstum des Kapitalstocks beeinflusst. Wenn man



Wenn man annimmt, dass der reale neutrale Zinssatz r^ einem realen natürlichen Zinssatz entspricht, der durch die Grenzrendite des Kapitals bestimmt wird, wenn sich die Wirtschaft im langfristigen Gleichgewicht (im Sinne von Wicksell) befindet, beginnen die Niveaus von r und r^* eine Rolle zu spielen.*

Da die Marktzinsen und die Inflation in den letzten vier Jahrzehnten zurückgegangen sind, hat die Schätzung des nicht beobachtbaren r^ zu dem Ergebnis geführt, dass der neutrale Zinssatz gesunken und möglicherweise sogar negativ geworden ist.*

davon ausgeht, dass der reale neutrale Zinssatz r^* einem realen natürlichen Zinssatz entspricht, der durch die Grenzproduktivität des Kapitals bestimmt wird, wenn sich die Wirtschaft im langfristigen Gleichgewicht (im Sinne von Wicksell) befindet, beginnen die Niveaus von r und r^* eine Rolle zu spielen.

Wenn wir von einer üblichen Produktionsfunktion mit abnehmenden Grenzerträgen des Kapitals ausgehen, würde eine von der Zentralbank zur Eindämmung der Inflation initiierte Erhöhung von r das erwartete erforderliche Grenzprodukt des Kapitals erhöhen, die Investitionen verringern und die Wachstumsrate des Kapitalstocks verlangsamen. Mit der Zeit würde dies zu steigender Arbeitslosigkeit, sinkenden Löhnen und niedrigerer Inflation führen. Dies würde die Zentralbank veranlassen, die Zinssätze zu senken, bis r wieder dem realen natürlichen Gleichgewichtszinssatz entspricht, der gleich r^* ist, dem Zinssatz, der mit einem nicht-inflationären Wachstum vereinbar ist. Ein $r > r^*$ würde also eine restriktive Geldpolitik signalisieren, und ein Rückgang von r würde die Geldpolitik nur weniger restriktiv machen, solange $r > r^*$ bleibt.

Das epiphänomenale r^*

Diese Überlegungen haben zu der Auffassung geführt, dass r zyklisch um r^* schwankt. Doch wie hoch ist r^* ? Da es nicht direkt beobachtet werden kann, wird r^* üblicherweise als Trend einer aktuellen Reihe von Marktzinsen geschätzt oder anhand eines einfachen IS-Phillips-Kurven-Zustandsraummodells mit durch einen Kalman-Filter geglätteten Daten berechnet, wie in Laubach und Williams (2003) und Holston, Laubach und Williams (2023). Da die Marktzinsen und die Inflation in den letzten vier Jahrzehnten gesunken sind, haben diese Ansätze zu dem Ergebnis geführt, dass r^* zurückgegangen und möglicherweise sogar negativ geworden ist. Aber warum sollten Anleger sehr niedrige Kapitalrenditen akzeptieren und weiter investieren, selbst wenn die Grenzrenditen negativ werden? Wäre es dann nicht viel sinnvoller, zu konsumieren (oder vielleicht Geld zu horten, wenn die Inflation so niedrig ist wie vor der Covid-19-Pandemie)? Die Frage drängt sich auf: Ergibt das Sinn?

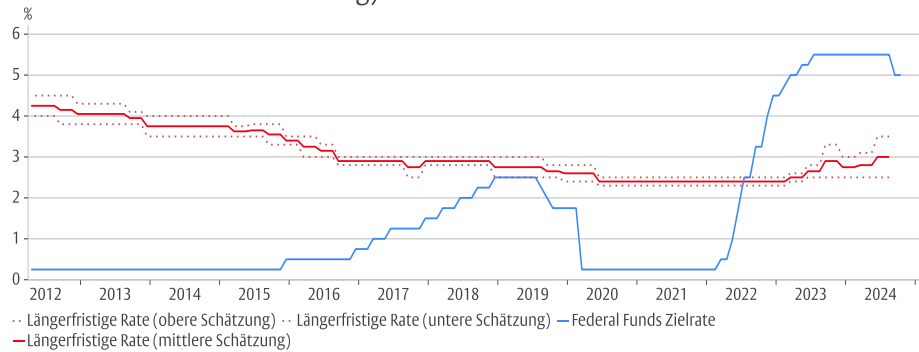
Wahrscheinlich nicht. So waren beispielsweise die US-Leitzinsen im historischen Vergleich über weite Strecken der 2010er Jahre sehr niedrig, aber Kreditwachstum, private Nachfrage und Inflation reagierten nicht wie erwartet und blieben gedämpft. Dies veranlasste viele Beobachter zu der Vermutung, dass der neutrale Realzins r^* viel niedriger war als angenommen, vielleicht aufgrund einer "säkularen Stagnation" (siehe unten). Die Erwartungen der Mitglieder des Offenmarktausschusses der Federal Reserve für den längerfristigen Fed-Funds-Zielsatz gingen entsprechend zurück (siehe Abbildung 2).



Als die Finanzzinsen wieder stiegen, wurde darüber diskutiert, ob r^* auch gestiegen sein könnte - vielleicht aufgrund eines höheren Produktivitätswachstums infolge struktureller Veränderungen im Zuge der Covid-19-Pandemie und anderer Entwicklungen.

In den letzten 12 Monaten hat sich die Debatte umgekehrt, da das Nachfragewachstum trotz Zinsen, die als deutlich über dem neutralen Niveau liegend angesehen werden, stabil geblieben ist. Jetzt geht es um die Frage, ob r^* gestiegen sein könnte - vielleicht aufgrund eines höheren Produktivitätswachstums infolge struktureller Veränderungen im Gefolge der Covid-19-Pandemie und anderer Entwicklungen (Schnabel, 2024). Die Zinserwartungen der FOMC-Mitglieder sind ebenfalls gestiegen, aber die Bandbreite der Schätzungen hat sich vergrößert. Die Unsicherheit über den Wert von r^* scheint groß zu sein, da es keine stichhaltigen Beweise dafür gibt, warum sich r^* in dieser Weise bewegen sollte.

2. USA: Erwartete längerfristige Fed Funds Zielrate (mittlere, untere und obere Schätzung) und aktuelle Fed Funds Rate



Aufgrund der Schwierigkeiten bei der empirischen Schätzung des nicht beobachtbaren "neutralen Zinssatzes" haben Orphanides und Williams (2002) vorgeschlagen, Veränderungen anstelle von Niveaus zu betrachten. Dies fügt sich in die Darstellung der monetären Transmissionskanäle ein, erlaubt aber nicht die Messung des geldpolitischen Kurses, wie von Laubach und Williams (2003) vorgeschlagen.

Aufgrund der Schwierigkeiten bei der empirischen Schätzung des nicht beobachtbaren "neutralen Zinssatzes" haben Orphanides und Williams (2002) vorgeschlagen, die klassische Taylor-Regel wie folgt zu modifizieren:

$$i_t = r^* + \pi^e + 0,5 * (\pi_t - \pi^T) + 0,5 * (BIP_t - BIP^T)$$

mit i dem nominalen Zinssatz, r^* dem realen neutralen Zinssatz, π^e erwartete Inflation, π_t tatsächliche Inflation, π^T Zielinflation, BIP tatsächliches reales BIP und BIP^T reales Trend-BIP. Da wir kaum eine Vorstellung davon haben, was r^* ist, schlagen sie eine allgemeinere Regel vor, die davon abstrahiert (Orphanides und Williams, 2002, S.69):

$$i_t = \theta i_{t-1} + (1-\theta) (r^* + \pi^e) + 0,5 (\pi_t - \pi^T) + (1-\theta) 0,5 (BIP_t - BIP^T) + \theta 0,5 (BIP_t - BIP_{t-1})$$

Die klassische Taylor-Regel ist der Spezialfall, bei dem $\theta = 0$ ist. Wenn wir die Unsicherheit anerkennen und $\theta = 1$ setzen, erhalten wir

$$i_t - i_{t-1} = 0,5 (\pi_t - \pi^T) + 0,5 (BIP_t - BIP_{t-1})$$



Somit führen Abweichungen der Inflation vom Zielwert und Änderungen des BIP zu Änderungen der Leitzinsen, die ihrerseits Änderungen der Inflation und des BIP in der Zukunft bewirken. Dies fügt sich in die Darstellung der monetären Transmissionskanäle ein, erlaubt aber nicht die Messung des geldpolitischen Kurses, wie von Laubach und Williams (2003) vorgeschlagen.

Eine "real-finanzielle" Divergenz

Das Argument für eine Konvergenz von r und r^* , wie oben beschrieben, impliziert, dass die Politik- und die Finanzmarktzinsen an die Grenzerträge des Kapitals in der Realwirtschaft angepasst sind. Die Daten deuten jedoch darauf hin, dass die Bewegungen der Finanzmarktzinsen über sehr lange Zeiträume von den Kapitalrenditen in der Realwirtschaft abweichen können. Um dies zu veranschaulichen, nehmen wir als Ersatz für die realen Finanzmarktzinsen (der Einfachheit halber und um eine längere Zeitreihe zu erhalten) die 10-jährigen US-Renditen abzüglich der Verbraucherpreisinflation.³ Wir schätzen die Kapitalrenditen, indem wir die Unternehmensgewinne und die Einkommen der Unternehmenseigentümer nehmen und durch den Nichtwohnungskapitalstock dividieren.⁴ Wie Schaubild 3 - das auch die Verbraucherpreisinflation und den realen Leitzins enthält - zeigt, gingen die realen Finanzmarktzinsen von 1980 bis 2020 stetig zurück und brachen während der Pandemie ein. Die längerfristigen Zinssätze auf dem Finanzmarkt waren gut an den realen effektiven Leitzins angepasst, der einen wichtigen Einfluss auf ihre Senkung gehabt haben könnte (Hillenbrand, 2023).

Während die realen Finanzmarktzinsen von 1980 bis 2020 kontinuierlich zurückgingen und während der Pandemie einbrachen, wich die Entwicklung der realen Kapitalrenditen davon ab.

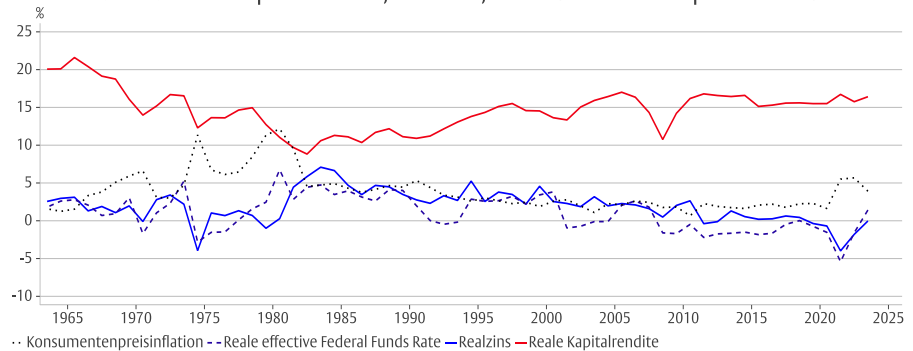
Im Gegensatz dazu sanken die realen Kapitalrenditen von ihrem hohen Niveau der frühen 1960er Jahre, als die Inflation ab Mitte der 1960er Jahre anstieg. Einen Tiefpunkt erreichten sie Anfang der 1980er Jahre, als die Federal Reserve unter Paul Volcker die Inflation mit rekordverdächtig hohen Zinssätzen beendete. Danach stiegen sie wieder an, als die Inflation zurückging. Es gibt Grund zu der Annahme, dass der Anstieg der Inflation von Mitte der 1960er bis Ende der 1970er Jahre die Kapitalrendite verringerte (Zucchi, 2023). Danach trug der Rückgang der Inflation in Verbindung mit dem Rückgang der Realzinsen zu ihrem erneuten Anstieg bei.

³ Die Verwendung der erwarteten Inflation auf der Grundlage der Breakeven-Inflationsraten ergibt ein fast identisches Bild, allerdings für einen kürzeren Beobachtungszeitraum, da die inflationsindexierten US-Anleihen (TIPS) erst im Januar 1997 eingeführt wurden.

⁴ Da die Einkommen der Inhaber, insbesondere bei kleinen Unternehmen, einen "Unternehmerlohn" enthalten, kann dies die tatsächliche Kapitalrendite etwas überzeichnen, aber höchstwahrscheinlich in einem unbedeutenden Ausmaß.



3. USA: Reale Kapitalrendite, Realzins, und Konsumentenpreisinflation



Brand et al. (2018) stellen fest, dass "die realen Zinssätze in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zwar seit mehr als 30 Jahren gesunken sind, die Kapitalrenditen jedoch nicht."

Auf der Grundlage einer ähnlichen Analyse stellen Brand et al. (2018) fest, dass "die realen Zinssätze in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zwar seit mehr als 30 Jahren gesunken sind, die Kapitalrenditen jedoch nicht". Die Entkoppelung gilt auch, wenn die Zinssätze gestiegen sind. Shah et al. (2024) stellen fest, dass die von britischen Unternehmen als Kriterium für die Durchführung von Investitionsprojekten verwendeten Hurdle Rates nur langsam auf den jüngsten Anstieg der Zinssätze reagiert haben. Fukui, Gormsen und Huber (2024) zeigen, dass die Hurdle Rates in Bezug auf die erwartete Inflation klebrig sind, was bedeutet, dass "... klebrige Diskontsätze den kurzfristigen Zinssatz weniger wirksam zur Förderung von Investitionen machen."

Damit soll natürlich nicht gesagt werden, dass die Auswirkungen eines finanziellen Realzinses von 10 % auf die Wirtschaft identisch sind mit denen eines Zinssatzes von 0 %. Irgendwann sollten die Auswirkungen der Kapitalrenditen auf den Finanzzins zu spüren sein. In den letzten 40 Jahren ist es jedoch dem nachfrageorientierten Ansatz der Geldpolitik gelungen, die finanziellen Realzinsen von den realen Kapitalrenditen zu trennen. Das hat sich stärker auf die Vermögenspreise als auf die Neuinvestitionen ausgewirkt.

Änderungen der Zeitpräferenzen oder des technischen Fortschritts führen natürlich zu Änderungen des Realzinses, die mit einem gleichgewichtigen Wachstumspfad vereinbar sind. Unter Bezugnahme auf das Konzept von Wicksell (1898) hat Garrison (2021) diesen Zinssatz als natürlichen Realzins bezeichnet, der sich konzeptionell von dem oben erörterten neutralen Realzins unterscheidet. Der natürliche Realzins bringt Konsum, Ersparnis und Investitionen in Einklang, damit sich der technische Fortschritt in einem höheren Wirtschaftswachstum niederschlägt.

Nach Garrison (2021) ist der reale neutrale Zinssatz ein Artefakt, das aus einer unvollständigen Darstellung der Realität in einem keynesianischen Wirtschaftsrahmen resultiert (der z. B. keine Theorie der Kapitalbildung hat).

Nach Garrison ist der reale neutrale Zinssatz ein Artefakt, das aus einer unvollständigen Darstellung der Realität in einem keynesianischen Wirtschaftsmodell resultiert (das beispielsweise keine Theorie der Kapitalbildung enthält). Seiner Ansicht nach hat der reale neutrale Zinssatz überhaupt nichts mit dem realen natürlichen Zinssatz zu tun. Eine Zentralbank, die ihre



Geldpolitik auf der Grundlage fiktiver Unterschiede zwischen Marktzins und neutralem Zinssatz gestaltet, kann weder die Zeitpräferenzen noch die Rate des technischen Fortschritts ändern. Sie operiert in einer parallelen Finanzwelt, in der sie die reale Welt nur durch die Schaffung von Boom-Bust-Inflation und Kreditzyklen beeinflussen kann.

Auswirkungen auf die Geldpolitik

Das Konzept des neutralen Zinssatzes spielte eine wichtige Rolle bei der aggressiven geldpolitischen Lockerung der Zentralbanken in den 2010er und (erneut) in den frühen 2020er Jahren.

Das Konzept des neutralen Zinssatzes spielte eine wichtige Rolle bei der aggressiven geldpolitischen Lockerung der Zentralbanken in den 2010er und (erneut) in den frühen 2020er Jahren. In einer einflussreichen Rede auf einer IWF-Konferenz am 8. November 2013 belebte Larry Summers die Hypothese der säkularen Stagnation der Volkswirtschaften der Industrieländer wieder, die erstmals von Alvin Hansen nach der Großen Depression aufgestellt worden war.⁵ Das nach der großen Finanzkrise 2007-08 herrschende Umfeld deutete darauf hin, dass die realen neutralen Leitzinsen unter null gesunken waren, so Summers' Argumentation. Seine Rede gab Anlass zu weiteren Untersuchungen, die dieses Argument zu stützen schienen. So schätzten Holston, Laubach und Williams (2016) für das Jahr 2015 einen realen neutralen Zinssatz von nur 0,4 % für die USA und -0,5 % für den Euroraum.

In den 2010er Jahren hatte die sehr lockere Geldpolitik jedoch keinen erkennbaren Einfluss auf die Verbraucherpreisinflation, was die säkulare Stagnationshypothese zu bestätigen scheint.

Ausgehend von der Überlegung, dass der nominale Leitzins nicht auf ein Niveau gesenkt werden kann, das einem negativen realen neutralen Zinssatz entspricht, wenn die Inflation sehr niedrig ist, führte die US-Notenbank in den Jahren 2008-2014 drei Runden der "quantitativen Lockerung" (QE) und eine weitere Runde während der Pandemie in den Jahren 2020-21 durch. Die Europäische Zentralbank legte zwei QE-Programme für die Jahre 2015-18 und 2020-22 auf. In den 2010er Jahren hatte die sehr lockere Geldpolitik keinen erkennbaren Einfluss auf die Verbraucherpreisinflation, was die Hypothese der säkularen Stagnation zu bestätigen scheint. Stattdessen könnten jedoch hohe Hurdle Rates - die vielleicht die erhöhten Risikoprämien widerspiegeln, die für die Durchführung neuer Projekte erforderlich sind - von realen Investitionen abgehalten haben und für die wirtschaftliche Schwäche verantwortlich sein.

Die Politik des leichten Geldes löste jedoch einen starken Anstieg der Preise für reale Vermögenswerte, einschließlich Aktien und Immobilien, aus, da Investitionen in bestehende Vermögenswerte wohl als weniger riskant angesehen wurden als die Schaffung von neuem Kapital. Angesichts dieser Rallye hätten die politischen Entscheidungsträger die Gültigkeit der säkularen Stagnationshypothese in Frage stellen können, da ein starker und anhaltender Anstieg der Preise für reale Vermögenswerte nicht mit einer wirtschaftlichen

⁵ Siehe <https://www.youtube.com/watch?v=KYpVzBbQIX0> und Summers (2013).



Stagnation vereinbar war.⁶ Sie glaubten jedoch weiterhin an diese Hypothese. Erst nach fünf Jahren, in denen die Zinssätze praktisch bei null lagen, hob die Federal Reserve Ende 2015 den Fed-Funds-Zielsatz auf 0,5 Prozent an und beließ ihn ein Jahr lang auf diesem Niveau. Im Zeitraum 2016-2018 hob sie die Zinssätze in mehreren Schritten weiter an und erreichte Ende 2018 einen Wert von 2,5 Prozent, weil sie der Ansicht war, dass eine etwas weniger lockere Geldpolitik nun gerechtfertigt sei. Wäre dadurch r näher an r^* herangerückt, wäre alles in Ordnung gewesen. Aber die Preise auf den Vermögensmärkten brachen ein, und die Fed musste ab August 2019 ihren Kurs korrigieren. Es ist klar, dass die Zinserhöhungen eine Reaktion ausgelöst hatten, die mit einer nur etwas weniger lockeren Geldpolitik unvereinbar war.

Die von der Theorie des neutralen Zinssatzes inspirierte Fiskal- und Geldpolitik war fehlgeschlagen. Daraufhin haben die Zentralbanker die Rolle modellgestützter Inflationsprognosen bei der Gestaltung der Geldpolitik heruntergespielt und weitere Entscheidungen als "datenabhängig" bezeichnet.

Als die Wirtschaftstätigkeit während der Schließungen im Zuge der Coronapandemie einbrach, erwarteten die politischen Entscheidungsträger deflationäre Auswirkungen und verstärkten erneut QE. Die Regierungen gaben umfangreiche fiskalische Transfers an private Haushalte und Unternehmen, um sie für die Einkommensverluste während der Lockdowns zu entschädigen. Zur Finanzierung der Staatsausgaben emittierten sie Staatsanleihen, die zu einem großen Teil von den Zentralbanken im Rahmen ihrer QE-Programme aufgekauft wurden. Die Kombination von Finanz- und Geldpolitik während der Pandemie war vergleichbar mit der monetären Finanzierung von Kriegen im 20. und 19. Jahrhundert (Bordo 2023). Wie bei diesen früheren Episoden löste die starke Kombination aus expansiver Fiskal- und Geldpolitik einen Anstieg der Verbraucherpreis-inflation aus, wie es ihn seit den 1970er Jahren nicht mehr gegeben hatte. Die von der Theorie des neutralen Zinssatzes inspirierte Fiskal- und Geldpolitik war fehlgeschlagen.

Daraufhin haben die Zentralbanker die Rolle modellbasierter Inflationsprognosen bei der Gestaltung der Geldpolitik heruntergespielt und weitere Entscheidungen als "datenabhängig" bezeichnet. Sie räumten auch die Möglichkeit eines Anstiegs von r^* ein (Schnabel, 2024) und erkannten die Unsicherheit der Schätzungen an (siehe Abbildung 2). Sie gaben das Modell für ihre Geldpolitik jedoch nicht auf und verwendeten es weiterhin zur Bewertung des geldpolitischen Kurses.

⁶ Die Gordon-Wachstumsformel des Dividendendiskontierungsmodells besagt, dass $P = \frac{D}{k-g}$ wobei P der Aktienkurs, D die Dividenden, k die Kapitalkosten (gegeben durch die Summe aus risikofreiem Zinssatz und Aktienrisikoprämie) und g das langfristige Gewinnwachstum ist. Wenn ein Rückgang des risikofreien Zinssatzes eine "säkulare Stagnation" widerspiegeln würde, wären k und g gleichzeitig gesunken und $k-g$ hätte sich, wenn überhaupt, nur wenig verändert. Folglich hätte P unberührt bleiben müssen. Wenn jedoch der risikofreie Zinssatz von der Zentralbank unter ansonsten unveränderten Bedingungen gesenkt wurde, ging $k-g$ zurück und P stieg, wie wir in den letzten Jahrzehnten beobachten konnten.



Warum haben die jüngsten aggressiven Zinserhöhungen nicht zu einer Rezession geführt?

Als die Zentralbanken ihren Kurs änderten und die Zinssätze deutlich und schnell anhoben, erwarteten die meisten Wirtschaftswissenschaftler eine Rezession. Doch die wirtschaftliche Entwicklung widersprach den Erwartungen. Eine Erklärung dafür findet sich in der Untersuchung des Zinskanals, der von Burr et al. (2024) identifiziert wurde.

Als die Zentralbanken ihren Kurs änderten und die Zinssätze deutlich und schnell anhoben, erwarteten die meisten Wirtschaftswissenschaftler eine Rezession. Die Zinskurve, in der Vergangenheit ein zuverlässiger Frühwarnindikator für Rezessionen, invertierte. Doch die wirtschaftliche Entwicklung widersprach den Erwartungen. Eine Erklärung dafür findet sich in der Untersuchung des Zinskanals, wie er von Burr et al. (2024) beschrieben wurde.

Erstens könnte sich die Weitergabe der Leitzinserhöhungen an die Kreditzinsen der privaten Haushalte verzögert haben, da die Kreditnehmer das niedrige Niveau der längerfristigen Zinssätze während der Pandemie nutzten, um Kredite zu Zinssätzen aufzunehmen, die für einen längeren Zeitraum festgelegt waren. Höhere Leitzinsen machen sich erst bemerkbar, wenn der Zeitraum, in dem die Zinssätze festgeschrieben waren, abgelaufen ist und die Kreditnehmer die Anpassung an die höheren Marktzinsen spüren. Zweitens entsprechen bei einem bestimmten Zinsniveau die Zinsaufwendungen der Schuldner den Zinserträgen der Kreditgeber. Zinserhöhungen drücken die Nachfrage nur dann, wenn die Kreditnehmer ihre Ausgaben stärker reduzieren, um die Zinszahlungen zu decken, als die Kreditgeber ihre Ausgaben durch zusätzliche Zinseinnahmen erhöhen. Dies sollte normalerweise der Fall sein, da die Sparquoten zwischen den beiden Gruppen tendenziell unterschiedlich sind. Der Effekt wird jedoch neutralisiert, wenn die Kreditnehmer Barmittel angesammelt haben, die sie bei steigenden Zinsen abbauen können. Dies scheint während der Pandemie der Fall gewesen zu sein.

Während der erste Effekt die Kreditnehmer irgendwann bei der Neufestsetzung ihrer Kreditzinsen treffen wird, könnte der zweite Effekt die Auswirkungen der Zinserhöhungen neutralisiert und damit die geldpolitische Straffung unwirksam gemacht haben. Wenn beide Effekte eine Rolle gespielt haben, folgt daraus, dass die Straffung der Geldpolitik nach der Pandemie weniger wirksam war als üblich (siehe auch Ferreira et al., 2024). Und wenn wir, wie in diesem Papier vorgeschlagen, nicht behaupten können, dass die Geldpolitik immer noch restriktiv ist, weil der tatsächliche Zinssatz über einem fiktiven neutralen Zinssatz liegt, da es keine solide theoretische und empirische Grundlage für eine solche Behauptung gibt, könnten die jüngsten und künftigen Zinssenkungen der Wirtschaft einen positiven Kreditimpuls geben, mit dem Ergebnis, dass die Nachfrage steigt und der Inflationsdruck wieder zunimmt.



Schlussfolgerungen

In der Praxis gibt es einfach keinen Mechanismus, der die Wirtschaft zu einer Reaktion veranlassen würde, wenn die Zentralbanker eine Differenz zwischen den Finanzmarktzinsen und einem hypothetischen r^ feststellen, das als mit einem langfristigen nichtinflationären Wachstum vereinbar angesehen wird.*

Wenn Nachfrageschwankungen durch Änderungen der Finanzmarktzinsen als Reaktion auf Änderungen der Leitzinsen ausgelöst werden und wenn die Grenzerträge des Kapitals über lange Zeiträume von den Finanzzinsen abweichen können, dann kann der geldpolitische Kurs nicht anhand der Unterschiede zwischen r und (einem schwer zu bestimmenden) r^* gemessen werden. Es gibt in der Praxis einfach keinen Mechanismus, der die Wirtschaft zu einer Reaktion veranlassen würde, wenn die Zentralbanker eine Differenz zwischen den Finanzmarktzinsen und einem hypothetischen r^* feststellen, das als mit einem langfristigen nichtinflationären Wachstum vereinbar angesehen wird. Ein geldpolitischer Rahmen, der auf der Annahme beruht, dass der geldpolitische Kurs durch $r - r^*$ gemessen werden kann, ist daher fehlerhaft.

Wenn also die Zentralbanker gegenwärtig Zinssenkungen von den zuletzt hohen Niveaus aus lediglich als weniger restriktiven geldpolitischen Kurs betrachten, weil sie sich ein niedriges r^* (weit unter den Kapitalrenditen) vorstellen, laufen sie Gefahr, erneut einen Nachfrageüberhang und dessen inflationäre Folgen zu induzieren.

Referenzen

Biggs, Michael and Thomas Mayer (2012): How central banks contributed to the financial crisis. VoxEU (<https://cepr.org/voxeu/columns/how-central-banks-contributed-financial-crisis>), September 10.

Bordo, Michael D. (2023): History Lessons for the Fed and the ECB on Monetary Tightening and Financial Stability. ECB Watchers Conference, Goethe University Frankfurt March 22.

Brand, Claus, Marcin Bielecki, and Adrian Penalver (editors) (2018): The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy. ECB Occasional Paper Series No. 217, December.

Burr, Natalie and Tim Willems (2024): About a rate of (general) interest: How monetary policy transmits. Bank of England Quarterly Bulletin, 12 July.

Ferreira, Thiago R.T., Nils Gornemann, and Julio L. Ortiz (2024): Household Excess Savings and the Transmission of Monetary Policy. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 1397, October.



Fukui, Masao, Niels Joachim Gormsen, and Kilian Huber (2024): Sticky Discount Rates. Becker Friedman Institute, Working Paper No. 2024-33

Garrison, Roger (2006): Natural and Neutral Rates of Interest in Theory and Policy Formulation. Quarterly Journal of Austrian Economics, Vol. 9, No. 4, Winter.

Hillenbrand, Sebastian (2023): The Fed and the Secular Decline in Interest Rates. Harvard Business School (March).

Holston, Kathryn, Thomas Laubach and John C. Williams (2016): Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. Finance and Economics Discussion Series 2016-073. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Holston, Kathryn, Thomas Laubach, and John C. Williams (2023): Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 1063, June.

Laubach, Thomas and John C. Williams (2003): Measuring the Natural Rate of Interest. The Review of Economics and Statistics Vol. 85 No.4, November, pp. 1063-1070.

Mishkin, Frederic S. (1995): Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. Journal of Economic Perspectives, 9 (4), pp. 3–10.

Orphanides, Athanasios and John C. Williams (2002): Robust Monetary Policy Rules with Imperfect Knowledge. Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2

Rudebusch, Glenn and Lars E.O. Svensson (1999): Policy Rules for Inflation Targeting. NBER Chapters, in: Monetary Policy Rules, pages 203-262. National Bureau of Economic Research, Inc.

Schnabel, Isabel (2024): Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at The ECB and its Watchers XXIV Conference session on: Geopolitics and Structural Change: Implications for Real Activity, Inflation and Monetary Policy, 20 March.

Shah, Krishan, Phil Bunn and Marko Melolinna (2024): High hurdles: evidence on corporate investment hurdle rates in the UK. Bank Underground, 22 August.

Summers, Larry (2013): Why stagnation might prove to be the new normal. larrysummers.com, December 15.



Wicksell, K. (1898) *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, English translation, London: Macmillan and Company, 1936.

Zucchi, Kristina (2023): *Inflation's Impact on Stock Returns*, Investopedia, 29 August.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Dr. Michael Biggs & Prof. Dr. Thomas Mayer *Redaktionsschluss* 06.November 2024