

Verzweifelt auf der Suche nach Neutralität

16.02.2024 | [John Mauldin](#)

Einer der faszinierendsten und geheimnisvollsten Aspekte bei der Beobachtung der Federal Reserve ist der ständige Dialog zwischen den Obrigkeiten der Fed und der Wall Street. Wir stellen uns private Treffen vor, die unter großer Geheimhaltung stattfinden. Diese können tatsächlich stattfinden, aber ich bin mir nicht sicher, ob sie überhaupt notwendig sind. Die Parteien tauschen ihre Forderungen öffentlich aus.

All diese Reden, Interviews und Papiere sind für jedermann zugänglich, haben aber ein bestimmtes Publikum im Sinn. Die Wall Street (d. h. Banker, Vermögensverwalter, Großanleger usw.) gibt ihre Präferenzen vor allem durch die Entwicklung der Marktpreise bekannt. Diese Gruppe wünscht sich fast immer niedrigere Zinssätze und mehr Liquidität. "Wir" (wie die Wall Street gerne für die Main Street spricht) brauchen immer niedrigere Zinsen, um einen Teil der Wirtschaft zu "retten".

Die letzten Monate waren eine Art offene Verhandlung, bei der die Wall Street eine schnelle Zinssenkung wollte und die Fed sagte: "Nicht so schnell." Diese Verhandlungen sind noch im Gange, scheinen aber zu Ende zu gehen. Jerome Powell hat erklärt, dass der Traum der Märkte von sechs Zinssenkungen in diesem Jahr ein Hirngespinnst sei. Wir sollten höchstens mit drei Zinssenkungen rechnen, und die werden nicht vor Mitte des Jahres beginnen. Die Anleger scheinen dies nur widerwillig zu akzeptieren. Nichts davon ist jedoch festgeschrieben. Heute möchte ich darüber nachdenken, was die Fed tut, was sie sagt und wie sich der Rest des Jahres 2024 entwickeln könnte.

Relative Begriffe

Wenn die Fed-Beamten die Beschäftigung ankurbeln wollen, führen sie eine "akkommodierende" Politik durch, was im Wesentlichen bedeutet, dass sie die Zinsen senken, in der Hoffnung, dass dies die "Lebensgeister", wie Keynes es nannte, wecken wird. Sie kontrollieren die Inflation durch das Gegenteil: "restriktive" Politik oder höhere Zinsen. Aber das sind relative Begriffe. Höher oder niedriger als... was?

Die Antwort ist der so genannte "neutrale" oder "natürliche" Zinssatz. Dabei handelt es sich um ein theoretisches Konzept, d. h. um den Zinssatz, bei dem eine Volkswirtschaft bei stabiler Inflation ein Maximum an Produktion erreicht. Wirtschaftswissenschaftler nennen ihn "r*" oder "r-Stern". Niemand weiß, wie hoch dieser Zinssatz wirklich ist. Die Geldpolitik läuft also darauf hinaus, wie weit die politischen Entscheidungsträger glauben, von r* abweichen zu müssen, um ihr geliebtes Gleichgewicht wiederherzustellen, ohne noch mehr Chaos zu verursachen.

Sie werden feststellen, dass es sich nicht nur um ein bewegliches Ziel handelt, sondern um zwei bewegliche Ziele. Um ihre politischen Entscheidungen zu treffen, müssen sie r* definieren und dann entscheiden, wie weit sie sich sicher davon entfernen können.

Das ist, gelinde gesagt, eine große Aufgabe. Es ist kein Wunder, dass die Zentralbanken so oft scheitern. Die aktuelle Situation in den USA ist ein gutes Beispiel dafür. Ende 2021 war ziemlich klar, dass die "Preisstabilität" mit dem Anstieg der Inflation verschwinden würde. Es war nicht klar, was die Fed dagegen tun konnte oder sollte. Es handelte sich um eine andere Art von Inflation, die eher durch Angebotsschocks (erst COVID, dann der Russland-Ukraine-Krieg) als durch überhitzte Nachfrage ausgelöst wurde.

Eine restriktive Politik (höhere Zinssätze) kann dazu beitragen, die Nachfrage zu verringern, indem sie die Kredite verteuert. Wenn man sich die Raten nicht leisten kann, ist es unwahrscheinlicher, dass man das Haus, das Auto usw. kauft. Die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen expandieren, sinkt. Dies führt mit der Zeit zu einem Rückgang der Inflation. Höhere Zinssätze tragen nicht dazu bei, das Angebot an Energie oder Lebensmitteln zu erhöhen.

Daher waren sie bei der Art von Inflation, die sich 2021-22 beschleunigte, weniger wirksam. Dies wurde fast sofort deutlich, da sowohl die Beschäftigung als auch viele Indikatoren für die Verbraucherausgaben die Straffung durch die Fed mehr oder weniger ignorierten. Die Auswirkungen zeigten sich vor allem bei zinnsensiblen Gütern: Häuser, Fahrzeuge, Großgeräte usw. Aber selbst dort waren die Auswirkungen im Vergleich zu den gestiegenen Zinsen gering, zumindest im historischen Vergleich.

Die Beamten der Fed fragten sich, ob sie noch restriktiver vorgehen sollten. Ihre Antwort lautete bis zur Pause im Juli letzten Jahres "ja", aber die Straffung wurde auch auf andere Weise fortgesetzt. Die Fed

verringerte ihre Bilanzaktiva weiter, da die Anleihekäufe der QE-Ära ersatzlos gestrichen wurden. In der Zwischenzeit bedeuteten stagnierende Nominalzinsen in Verbindung mit sinkenden Inflationsraten, dass die inflationsbereinigten "realen" Zinssätze weiter stiegen. Einer Messung zufolge liegt der reale Leitzins jetzt auf einem 20-Jahreshoch.

Chart 6: "Real" Fed funds rate highest in 20 years

Fed funds rate % minus 5y5y USD inflation swap rate %



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

Quelle: Over My Shoulder

Während des größten Teils dieses Zeitraums lagen die nominalen Zinssätze bei Null oder leicht darüber, während die Inflation zwischen 1% und 2% lag. Dadurch blieben die Realzinsen von 2008 bis 2022 mit Ausnahme einiger Monate im Jahr 2019 negativ. Negative Realzinsen sind für Sparer, z. B. für Rentner, schrecklich. Ich habe oft geschrieben, dass dies eine finanzielle Repression für Rentner ist. Auch wenn es für große Kreditnehmer wie die Regierung gut war, hatte es andere negative Auswirkungen und musste beendet werden.

Das ist nun geschehen; die realen Zinssätze sind heute ungefähr so positiv wie sie 2010 negativ waren. Leider hatte keine der beiden politischen Maßnahmen die gewünschten Ergebnisse. Die ZIRP/NIRP hat das Wachstum nicht sonderlich angekurbelt, und auch die derzeitige "restriktive" Politik hat das Wachstum nicht unterdrückt. Die Inflation geht zwar zurück, aber ich vermute, dass ein Großteil davon ohnehin nachgelassen hätte, als die Störungen im Energiebereich 2022 nachließen.

Ausgeklügelte Spekulation

Das eigentliche Problem ist, dass die Fed immer im Dunkeln tappt. Der FOMC versucht, die Politik auf den "natürlichen Zinssatz" zu kalibrieren, der zwar zweifellos existiert, aber nicht bekannt ist, weil wir keine realen Vergleiche haben, die frei von Zentralbankmanipulationen sind. So bleibt den politischen Entscheidungsträgern nichts anderes übrig, als einer ausgeklügelten Entscheidungsmethode zu folgen, die als "Spekulation" bezeichnet wird.

Sie haben eine Fülle von Daten zu berücksichtigen, die alle ihre eigenen Macken und Grenzen haben. Sie

nennen es "datenabhängig", aber die Daten selbst sind von Dingen abhängig, die niemand versteht. Die Mitglieder des FOMC wissen nicht, was sie nicht wissen. Dennoch erwarten wir von ihnen, dass sie diese olympischen Urteile über den wichtigsten Preis der Welt fällen. Als Beispiel sei hier der Präsident der Minneapolis Fed, Neel Kashkari, genannt, der seinen Gedankengang erläutert:

"Das Konzept des neutralen geldpolitischen Kurses ist von entscheidender Bedeutung, wenn es darum geht zu beurteilen, wo die Politik derzeit steht und welchen Druck sie auf die Wirtschaft ausübt. Wir können den neutralen Kurs zwar nicht direkt beobachten, aber die Volkswirtschaftler haben Modelle, um ihn zu schätzen, die selbst unter normalen wirtschaftlichen Bedingungen unvollkommen sind.

Unsere verschiedenen Arbeitsmodelle für die Wirtschaft haben angesichts der außergewöhnlichen Veränderungen und Störungen, die die Wirtschaft erlebt hat, Schwierigkeiten, die Pandemie und die Zeit nach der Pandemie zu erklären und vorherzusagen. Daher suche ich auch nach Signalen aus der Wirtschaftstätigkeit, um den Kurs der Politik zu bewerten."

(JM: Auch bekannt als Raten. Nicht, dass Raten unbedingt etwas Schlechtes wäre. Ich tue das jeden Tag in meinem Geschäft.)

"Um zu beurteilen, ob die Geldpolitik straff ist, untersuche ich zunächst die traditionell zinsempfindlicheren Wirtschaftssektoren auf Anzeichen von Schwäche. Beginnen wir mit dem Wohnungsbau: Während die Verkäufe von Eigenheimen im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie zurückgegangen sind, blieben die Wohnungsbauinvestitionen insgesamt 2023 real unverändert.

Die Zahl der Beschäftigten im Baugewerbe ist während des Konjunkturzyklus nicht gesunken, sondern steigt weiter auf ein Allzeithoch. Das Wachstum der Immobilienpreise hat sich zwar verlangsamt, aber die Preise sind nicht gefallen und im historischen Vergleich recht hoch, was zu einem Rekordvermögen der Haushalte beiträgt. Sogar die Aktienkurse von Hausbauunternehmen befinden sich in der Nähe von Allzeithochs.

Die privaten Nichtwohnungsbauinvestitionen stiegen im Jahr 2023 um 4,1% und der Verbrauch langlebiger Güter um 6,1%. Und vor dem Hintergrund der oben erwähnten niedrigen Arbeitslosigkeit überraschen die Verbraucher weiterhin mit robusten Ausgaben. Diese Daten veranlassen mich zu der Frage, wie stark der Abwärtsdruck, den die Geldpolitik derzeit auf die Nachfrage ausübt, ist. Aber die Daten sind nicht eindeutig positiv, und es gibt einige Anzeichen wirtschaftlicher Schwäche, die ich ernst nehme, wie z. B. der Anstieg der Zahlungsrückstände bei Autokrediten und Kreditkarten von einem sehr niedrigen Niveau aus und die anhaltende Schwäche des Bürosektors bei Gewerbeimmobilien.

Diese Datenkonstellation deutet für mich darauf hin, dass der derzeitige geldpolitische Kurs, der wiederum das derzeitige Niveau und die erwarteten Pfade des Leitzinses und der Bilanz umfasst, möglicherweise nicht so straff ist, wie wir angesichts der niedrigen neutralen Zinssätze, die vor der Pandemie herrschten, angenommen hätten. Es ist möglich, dass zumindest während der Erholungsphase nach der Pandemie der politische Kurs, der neutral ist, zugenommen hat. Dies hat zur Folge, dass der FOMC meiner Meinung nach Zeit hat, die kommenden Wirtschaftsdaten zu bewerten, bevor er mit der Senkung des Leitzinses beginnt, so dass weniger Gefahr besteht, dass eine zu straffe Politik die wirtschaftliche Erholung zum Scheitern bringt."

Mir gefällt, was ich von Neel Kashkari lese. Er ist einer der wenigen Spitzenbeamten der Fed, der kein akademisch ausgebildeter Wirtschaftswissenschaftler ist. Er hat einen Ingenieursabschluss und arbeitete später bei Goldman Sachs und PIMCO, und zwischendurch leitete er als Beamter des Finanzministeriums das TARP-Programm. Er scheint mir nicht jemand zu sein, der sich auf seine Theorien versteift. Er hat seine Meinung im Laufe der Jahre ein paar Mal öffentlich geändert.

Aber abgesehen davon ist es schwer zu verstehen, was er sagt, ohne zu sehen, dass der politische Prozess höchst subjektiv ist. Das ist keine Wissenschaft. Sie haben keine experimentellen Daten, wie wir sie zum Beispiel bei der Schwerkraft haben. Viele Daten zeigen, dass jeder, der von einer Klippe springt, herunterfällt. Wir sind davon überzeugt, dass dieser Prozess funktioniert. Die Fed verfügt nicht über ähnliche Daten, die zeigen, wie ihre Politik der Wirtschaft hilft.

Ich weiß, dass viele Volkswirtschaftler argumentieren würden, dass die Politik der Fed effektiv war, denn sehen Sie sich an, was sie getan haben, um uns aus Rezessionen herauszuholen, die Inflation zu kontrollieren usw. Natürlich haben ihre geldpolitischen Fehler uns auch in eine Rezession geführt und/oder Inflation ausgelöst.

Um ein abgenutztes Klischee zu wiederholen: Es ist so, als ob der Brandstifter die Lorbeeren dafür erntet, dass er das Feuer gelöscht hat, nachdem das Gebäude bereits niedergebrannt ist. Ich verrete seit langem die Auffassung, dass eine freie Wirtschaft, in der Unternehmer und Verbraucher ihre Situation selbst in die Hand nehmen, ihren Aufschwung selbst herbeiführen würde, solange sich die Regierung aus dem Weg macht.

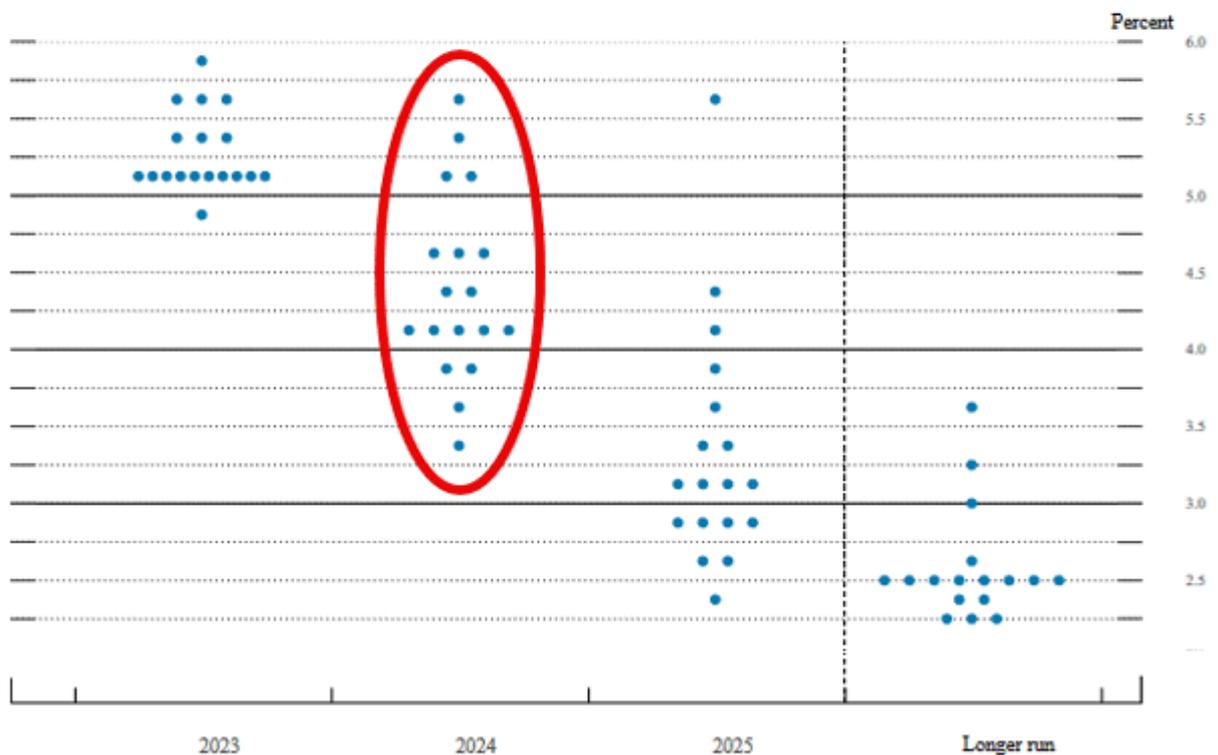
Ursache und Wirkung

Wenn Ursache und Wirkung der Geldpolitik auf bekannte Faktoren zurückgeführt werden könnten, bräuchte die Fed keinen Ausschuss. Eine Tabellenkalkulation würde ausreichen. Sie haben einen Ausschuss, gerade weil dies alles so subjektiv ist. Wenn man darüber nachdenkt, ist es bemerkenswert, wie sie überhaupt eine konsistente Strategie beibehalten.

Jedes Quartal legen alle FOMC-Mitglieder ihre persönlichen Einschätzungen für das künftige BIP-Wachstum, die Beschäftigung, die Inflation und den Leitzins vor. Dies sind die "Punktdiagramme", von denen man hört. Unten sehen Sie den Dotplot der Fed Funds vom letzten März. Jeder Punkt steht für die Prognose eines (nicht identifizierten) Ausschussmitglieds für 2023, 2024, 2025 und darüber hinaus. Ich habe die Punkte für 2024 eingekreist.

For release at 2:00 p.m., EDT **March 22, 2023**

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

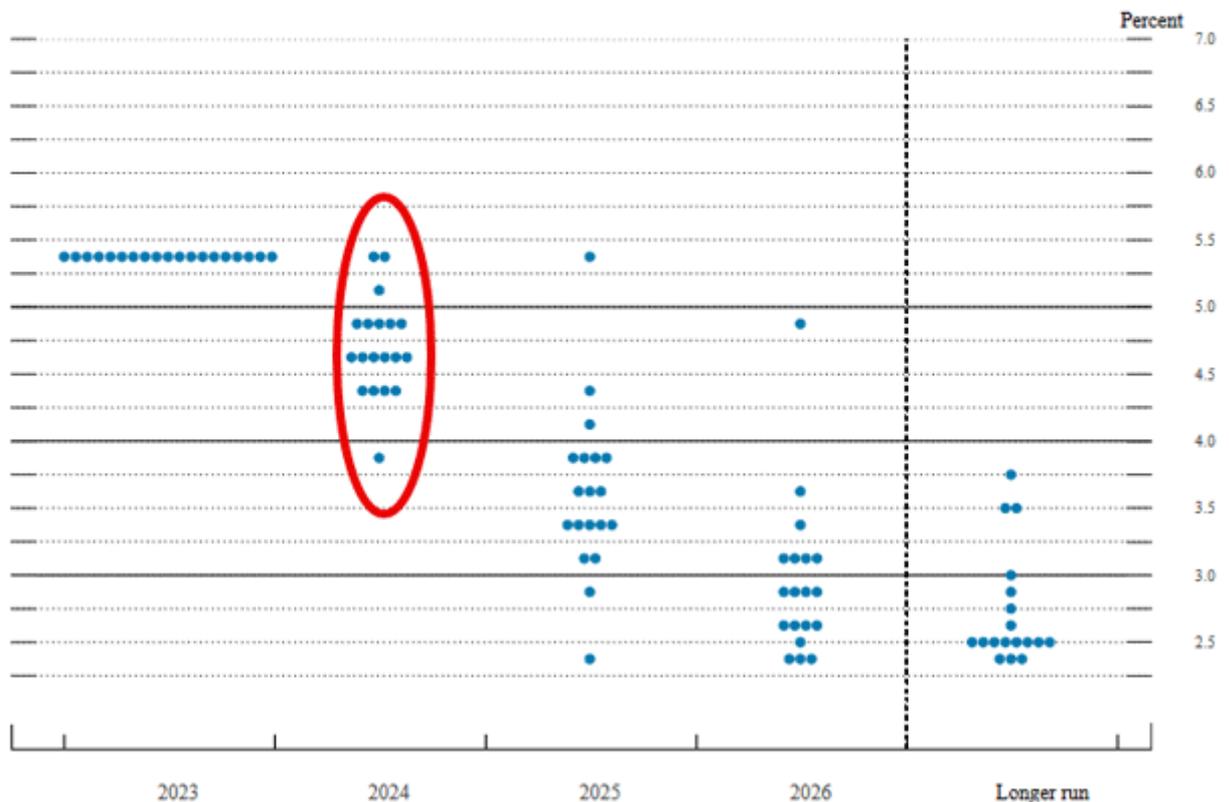


Quelle: Federal Reserve

Vor 11 Monaten schätzten die Mitglieder des FOMC, dass ihr Leitzins in diesem Jahr bei etwa 4,3% liegen würde. Das ist der Medianwert dieser Punkte. Schauen wir uns nun die Meinungen derselben Ausschussmitglieder vom Dezember an.

For release at 2:00 p.m., EST **December 13, 2023**

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



Quelle: Federal Reserve

Neun Monate später verengte sich die Spanne, und der Medianwert für 2024 stieg sogar von 4,3% auf 4,6%. Sieht das nach einem Ausschuss aus, der die Zinssätze in diesem Jahr sechs oder mehr Mal senken wollte? Nicht für mich. Doch genau das hat die Wall Street bis vor kurzem erwartet. Ich habe der Fed und ihrer Politik in den letzten 20 Jahren sehr kritisch gegenübergestanden. Mehrere Führungskräfte haben zahlreiche politische Fehler begangen.

Als Bernanke die quantitative Lockerung und die Nullzinsen einführte, finanzierte er die Wirtschaft und machte es billiger, seine Konkurrenten aufzukaufen, als tatsächlich zu konkurrieren. Die Immobilienpreise verloren jeden Bezug zur Realität. Und jetzt würden viele Investoren gerne zurückkehren, weil es (wenig überraschend) für Immobilieninvestoren einfacher ist, in einem Umfeld mit sehr niedrigen Zinssätzen zu operieren.

Die einfache Tatsache ist, dass alles, was die Fed tut, den Markt auf unvorhersehbare Weise beeinflusst und im Wesentlichen Gewinner und Verlierer hervorbringt. Fairerweise muss man sagen, dass es auch Gewinner und Verlierer geben wird, wenn man die Zinssätze vom Markt bestimmen lässt. Aber angesichts der miserablen Bilanz des FOMC bei der Verzerrung der Wirtschaft würde ich sagen, dass es an der Zeit ist, den Märkten die Chance zu geben, den Preis für Tagesgeld zu bestimmen.

Die Wall Street würde das hassen, weil sie dann nicht mehr die Möglichkeit hätte, einen "Greenspan-Put" oder einen Bernanke-Put oder was auch immer zu haben. Viele beklagen (meiner Meinung nach zu Recht) die wachsende Vermögens- und Einkommensungleichheit in diesem Land. Aber eine der Hauptursachen für das Wohlstandsgefälle war die außerordentlich lockere Geldpolitik der letzten 25 Jahre.

Ganz einfach: Wenn Sie kein Geld oder Vermögen haben, bedeuten niedrige Zinsen für Sie sehr wenig. Wenn Sie aber Vermögen haben, haben die niedrigen Zinsen den relativen Wert Ihres Vermögens in die Höhe getrieben, egal ob es sich um Aktien, Immobilien oder Ihr Unternehmen handelt. Und wenn der Arbeitsmarkt nicht angespannt war, was in den letzten 40 Jahren bis vor kurzem nicht der Fall war, verliert

die Arbeit im Vergleich zum Kapital.

So entstehen Einkommens- und Vermögensunterschiede. All dies ist jedoch nur meine theoretische Meinung. Wir müssen uns der Welt stellen, wie sie ist, und ich glaube nicht, dass wir von einer Geldpolitik von oben nach unten wegkommen werden. Sie kommt sowohl den Regierungen als auch den Banken zugute. Wie sieht also die Realität heute aus?

Meiner Einschätzung nach sollten wir den von Powell geführten FOMC beim Wort nehmen. Die Mitglieder sagten und sagen weiterhin, dass sie die Zinsen langsam, wenn überhaupt, senken werden. Sie sind nicht unflexibel; Änderungen in den Punktdiagrammen zeigen, dass sie bereit sind, ihre Ansichten (Vermutungen?) zu ändern, wenn sie neue Daten erhalten. Dennoch ist ihre allgemeine Sichtweise seit einem Jahr ziemlich konsistent. Solange sie sich nicht ändert - was noch nicht geschehen ist - sehe ich keinen Grund, ihnen nicht zu glauben.

Das offizielle Inflationsziel der Fed liegt nach wie vor bei 2% für den Kern-PCE. Und das nicht nur einmal, sondern sie möchte, dass die Inflationsrate konstant in der Nähe dieses Wertes bleibt. Im Januar lag die 12-Monats-Veränderung des Kern-PCE bei 2,9%. Das ist viel niedriger als zuvor. Eine gute Nachricht. Aber der FOMC möchte, dass er 2% erreicht und dort eine Weile bleibt. Sie hatten viele Gelegenheiten, dieses Ziel zu ändern, wenn sie wollten. Ich glaube, sie würden sehr klare Signale aussenden, wenn eine solche Änderung in Betracht gezogen würde.

Wie ich schon oft gesagt habe, glaube ich, dass es Jerome Powell mit der Inflation ernst meint. Er will sie nicht nur unterdrücken. Er will sie auf das 2%-Ziel und darunter drücken. Der Rest der FOMC-Mitglieder scheint dem zuzustimmen. Ich glaube (und das zeigen auch die Punktdiagramme), dass sie die Zinssätze allmählich lockern werden, wenn die Inflation nachlässt. Aber wenn die Inflation nicht mitspielt, werden sie abwarten. Solange sich die Beschäftigung und das BIP-Wachstum halten, haben sie einen großen Spielraum. Die Sache ist nicht so kompliziert, wie viele zu glauben scheinen. Die Fed hat uns gesagt, was sie zu tun gedenkt. Wir sollten ihr glauben. Höher und straffer für länger, bis etwas bricht.

Ich habe mehrere Artikel geschrieben, in denen es um das Konzept ging, dass die Realzinsen im Bereich von 2% liegen sollten. "John Bull kann vieles ertragen, aber 2% Zinsen kann er nicht ertragen", sagte Walter Bagehot. Zu niedrige Zinssätze verzerren die Wirtschaft immer auf unvorhersehbare Weise, was zu unbeabsichtigten Folgen führt. Ja, ich weiß, dass die Inflation selbst subjektiv ist. Aber da wir keinen objektiven Markt haben, der die Zinssätze festlegt, hoffe ich, dass der subjektive FOMC entscheidet, dass negative Realzinsen, außer in Rezessionen, in den Mülleimer der Geschichte gehören.

© John Mauldin
www.mauldineconomics.com

Dieser Artikel wurde am 09. Februar 2024 auf www.mauldineconomics.com veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de
Die URL für diesen Artikel lautet:
<https://www.goldseiten.de/artikel/608741--Verzweifelt-auf-der-Suche-nach-Neutralitaet.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2024. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).