



## USA: GELDPOLITIK IM SCHNECKENTEMPO

Dr. Holger Schmieding

Die US-Währungshüter lassen sich Zeit. Zwar liegt die Inflation in den USA mit derzeit 5,4 % weit höher, als eine stabilitätsbewusste Notenbank normalerweise hinnehmen sollte. Sie überschreitet zudem alle früheren Vorhersagen der US Fed. Dennoch hat der Vorsitzende der Fed, Jerome Powell, am Freitag in seiner Rede auf dem virtuellen „Jackson Hole“-Symposium die Gefahren eher klein geredet.

Selten hatten die Finanzmärkte so gespannt auf eine Rede gewartet, selten haben sie so wenig daraus gelernt. Sofern die in den USA sichtbar anschwellende „Delta Welle“ der Pandemie der Konjunktur nicht einen unerwartet herben Schlag versetzt, wird die US-Notenbank wohl kurz vor Jahresende beginnen, ihre umfangreichen Anleihekäufe von 120 Milliarden Dollar im Monat langsam zurückzufahren. Aber das Band für ihren Leitzins will die Fed noch für längere Zeit auf dem Rekordtief von 0,0-0,25 % belassen. So viel ahnten die Märkte auch schon vorher. Dass Powell keine härtere Gangart angekündigt hat, haben die Märkte etwas erleichtert aufgenommen.

### **Powell stützt die Märkte**

In gewissem Sinne macht Powell es durchaus richtig. Er bereitet Wirtschaft und Märkte in geradezu homöopathischen Dosen darauf vor, dass die Fed eines Tages aus dem pandemiebedingten Notfallmodus aussteigen und zu einer etwas normaleren Geldpolitik zurückschleichen wird. Er vermeidet damit das Risiko von Marktturbulenzen, wie es sie 2013 gegeben hatte. Damals hatte die Fed die Finanzwelt zeitweilig in Unruhe versetzt mit der unerwarteten Ankündigung, bald weniger Anleihen zu kaufen. Die Episode ging als „Taper tantrum“ in die Finanzgeschichte ein. Die Konjunktur hatte der kurzzeitige Rückgang der Aktienkurse damals allerdings nicht spürbar gedämpft.

Für die Europäische Zentralbank wäre Powells Schnecken-tempo angemessen. Schließlich ist die Inflation in der Eurozone nicht einmal halb so hoch wie in den USA. Zudem ist die Euro-Inflation durch den Basiseffekt der deutschen Mehrwertsteuer, also den Vergleich der heutigen Preise mit ihrem vor einem Jahr künstlich abgesenkten Niveau, um

etwa 0,3 Prozentpunkte nach oben verzerrt. Aber für die USA mit ihrem ausgeprägteren Inflationsdruck birgt dieser Ansatz doch gewisse Risiken.

### **Aber ist die Geldpolitik noch angemessen für die USA?**

Seit dem zweiten Quartal dieses Jahres liegt die Wirtschaftsleistung in den USA bereits wieder höher als vor der Pandemie. In der Eurozone dürfte dies erst ein halbes Jahr später, also im Schlussquartal 2021, wieder der Fall sein. Zudem ist in den USA die Finanzlage der meisten Haushalte dank der überaus großzügigen Geldgeschenke aus der Staatskasse (den Stimulus-Schecks von März 2020 bis April 2021) noch besser als bei uns. Ebenso wie bei den Unternehmen sind die Konten der meisten Haushalte gut gefüllt. Die Zusatzersparnisse, die die US-Haushalte von März 2020 bis Mai 2021 bilden konnten, betragen etwa 24 % ihres Konsums in einem normalen Jahr. Sie können also künftig mehr ausgeben. Wann genau und in welchem Maße sie dies tun, hat wenig mit den Details der Geldpolitik zu tun. Kurzfristig kommt es in den relativ impfmüden USA noch weit mehr als bei uns darauf an, ob und wann sich genügend Menschen impfen lassen, damit die aktuelle Infektionswelle wieder ohne große wirtschaftliche Einschränkungen abebben kann.

### **Lohndruck zieht an in den USA**

Auch in den USA dürfte die Inflation im kommenden Jahr wieder rückläufig sein. Es zeichnet sich kein neuer kräftiger Anstieg der Ölpreise ab. Auch die globalen Lieferengpässe, die derzeit Kosten und Preise nach oben treiben, dürften sich wieder entspannen. Aber auf dem US-Arbeitsmarkt zeichnet sich ein weit kräftigeres Anziehen des Lohndrucks ab als in der Eurozone. Diesseits des Atlantiks ist die Arbeitslosigkeit insgesamt höher. Zudem reagieren bei uns die Löhne zumeist langsamer als in den USA auf die bei uns ohnehin noch nicht so weit fortgeschrittene Konjunktur. Anders als in der Eurozone könnte der Lohn- und Kostendruck in den USA den Anstieg der Verbraucherpreise auf absehbare Zeit deutlich über der Marke von 2 % halten. Wenn sich dies auch in den Inflationserwartungen niederschlagen sollte, würde dies die Risiken noch einmal erhöhen.



### Zwei Zinsschritte im zweiten Halbjahr 2022

Natürlich lebt die US-Fed nicht in einem Elfenbeinturm. Die wichtigste Notenbank der Welt schaut immer wieder genau und mit großem Sachverstand auf die Daten. Sollte sich die US-Inflation als hartnäckiger erweisen, als die Fed es erwartet, wird sie darauf schließlich reagieren. Deshalb rechnen wir - im Gegensatz offenbar zur aktuellen Sicht von Powell selbst - damit, dass die Fed bereits im Sommer und im Herbst 2022 ihren Leitzins um jeweils 25 Basispunkte anheben wird, gefolgt von mindestens zwei weiteren solchen Schritten in 2023. Der Konjunktur dürfte das kaum schaden, die Märkte dürfte es allerdings durchaus beschäftigen.

Im Nachhinein könnte sich herausstellen, dass Powell die Anleger jetzt etwas zu sehr eingelullt hat. Dann könnte es sein, dass er in einem Jahr doch einen schnelleren Politikwechsel vollziehen und dadurch zeitweilige Unruhe an den Finanzmärkten auslösen muss. Fundamental gesehen bleibt der Ausblick für Aktienmärkte zwar positiv. Aber zu gewissen Schwankungen kann es ausgehend von den USA immer mal wieder kommen, gerade auch im kommenden Jahr.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Salomon Fiedler  
+44 20 3753 -3067 | salomon.fiedler@berenberg.com

### Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

### Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- Geld & Währung
- Konjunktur
- Trends

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: XX.XX.XXXX

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)