



INTERVIEW: DIE US-NOTENBANK FED REAGIERT ZU LANGSAM AUF DIE INFLATIONSDYNAMIK

Interview mit Dr. Mickey Levy

In unserem letzten Gespräch Anfang Juli haben Sie gesagt, die Fed unterschätze die Inflationsdynamik noch immer. Sie haben damals prognostiziert, die Fed würde ihre eigenen Inflationserwartungen abermals nach oben korrigieren müssen. Genau dies ist nun geschehen: Auf ihrer Sitzung im September hat die Fed die Inflationsprognose für das vierte Quartal 2021 kräftig nach oben revidiert – von 3,4 % auf 4,2 %. Ist das nun das Ende der Fahnenstange?

Mickey Levy: Leider ist der Inflationsdruck deutlich stärker gestiegen und hält länger an, als es die früheren Prognosen der Fed erwarten ließen. Die Fed wird sehr wahrscheinlich gezwungen sein, ihre Inflationsprognosen im Dezember ein weiteres Mal nach oben zu korrigieren. Wichtig ist: Die Fed hat zwar ihre Inflationsprognose für 2021 nach oben angepasst, aber sie geht weiterhin davon aus, dass die höhere Inflation nur vorübergehend und praktisch ausschließlich auf Angebotsengpässe zurückzuführen ist. Sie geht weiterhin davon aus, dass die Inflation wieder in die Nähe ihres längerfristigen Ziels von 2 % zurückkehrt. Ich erwarte, dass die Fed ihre Prognosen für 2022-2023 nach oben korrigieren muss, was die Inflationserwartungen erhöhen und die Glaubwürdigkeit der Fed mindern könnte.

Die globalen Inflationsraten werden derzeit von einigen Sonderfaktoren überzeichnet. Dazu gehören der Ölpreis-Basiseffekt und die Corona-Nachholkonjunktur. Während der Pandemie konnten die Menschen nicht wie gewohnt leben und Geld ausgeben. Nachdem Wirtschaft und Gesellschaft immer mehr zur Normalität zurückkehren, holen die Verbraucher nun Vieles nach. Die meisten Beobachter erwarten, dass die Sonderfaktoren im kommenden Jahr ihren Einfluss verlieren. Wie ist Ihre Inflationserwartung für die USA für die kommenden Jahre?

Mickey Levy: Die Inflation wird nicht durch vorübergehende Faktoren "überzeichnet". Vielmehr wird sie durch

vorübergehende Faktoren verstärkt. Aber gleichzeitig steigt auch die Kerninflation, die die Preise für Lebensmittel und Energie ausschließt.

Der negative Angebotsschock, der zu Einschränkungen bei der Produktion und Verfügbarkeit von Waren und Dienstleistungen führt, ist eine der Hauptursachen für die höhere Inflation. Aber auch die starke Erholung der Gesamtnachfrage ist ein Faktor. Die Unternehmen sind mit höheren Produktionskosten konfrontiert. Aber erst die starke Produktnachfrage gibt ihnen die Möglichkeit, die Preise zu erhöhen. Wenn wir nach vorne schauen, werden sich die Angebotsengpässe auflösen. Dadurch können die Preise einiger Produkte, die sich besonders verteuert haben, wieder sinken.

Bleibt das Wachstum der Gesamtnachfrage wegen der aggressiven geldpolitischen und fiskalischen Anreize und der aufgestauten Nachfrage jedoch stark, dann wird die überschüssige Gesamtnachfrage die Inflation auf einem Niveau halten, das weit über dem 2 %-Ziel der Fed liegt. Ich gehe davon aus, dass die Inflation in den USA zurückgeht, sich aber eher bei 3 % als bei 2 % einpendeln wird. Dies wird die Fed vor ein Dilemma stellen, denn sie muss die Geldpolitik normalisieren und die Inflationserwartungen eindämmen.

Die US-Notenbank hat ein duales Mandat. Sie soll für stabile Preise und für hohe Beschäftigung sorgen. Mit ihrer neuen geldpolitischen Strategie hat sie im August 2020 den Fokus in Richtung Beschäftigungspolitik verschoben. Halten Sie die aktuelle Geldpolitik der Fed mit Blick auf das aktuelle Inflations- und Arbeitsmarktumfeld für angemessen?

Mickey Levy: Die neue Strategie der Fed legte den Schwerpunkt auf eine möglichst hohe „inklusive“ Beschäftigung und strebt eine höhere Inflation an, um die Inflation von unter 2 % in den letzten Jahren vor der Pandemie auszugleichen. Diese neue Strategie beinhaltet Asymmetrien in Bezug auf ihre Beschäftigungs- und Inflationsmandate. Und sie



schwächt ihre bisherige Strategie, präventiv zu straffen, wenn sie eine steigende Inflation erwartet, erheblich ab. Ich fürchte, dass die Umsetzung dieser neuen Strategie die Fed dazu veranlasst hat, ihre ultralockere Geldpolitik zu lange beizubehalten, und dass die Inflationsrisiken dadurch eindeutig nach oben gerichtet sind.

Im März 2020 senkte die Fed in einer Art Notfalleinsatz die Zinsen auf null und kaufte massiv Staatsanleihen und MBS (Mortgage Backed Securities). Sie reagierte damit auf die Ausbreitung der Pandemie, auf die von der Regierung angeordneten Shutdowns und auf die extreme Dysfunktion des Marktes für US-Staatsanleihen. Offensichtlich hat sich die Situation seitdem maßgeblich geändert: Die Finanzmärkte haben sich stabilisiert, die Wirtschaft hat sich kräftig erholt, die zuvor zu niedrige Inflation ist mittlerweile ausgeglichen, beim Beschäftigungsziel wurden erhebliche Fortschritte gemacht und die Inflation sowie die Inflationserwartungen sind deutlich über die längerfristigen Ziele der Fed gestiegen. Ein ausgewogeneres Risikokonzept und die Erkenntnis, dass sich ihre Inflationsprognosen als unzuverlässig erwiesen haben, würden die Fed dazu veranlassen, ihre Wertpapierkäufe schneller zurückzufahren und die Zinsen zu normalisieren.

Berücksichtigt die Fed die Wirkungsverzögerung ihrer geldpolitischen Entscheidungen in angemessener Weise?

Mickey Levy: Sehr gute Frage. Die Antwort lautet "Nein". In der Vergangenheit wirkte sich die Geldpolitik mit Verzögerungen auf die wirtschaftliche Aktivität und die Inflation aus. Die Erfahrung nach der Finanzkrise 2008/09, als die Wirtschaft nicht auf die Nullzinspolitik und die quantitative Lockerung der Fed reagierte und die Inflation niedrig blieb, war eine Anomalie. Damals blieben die massiven quantitativen Maßnahmen der Fed, die die Bankreserven erhöhten, als Überschussreserven im Bankensystem stecken und stimulierten die Wirtschaft nicht. Diese Zeit hat das aktuelle Denken der Fed stark beeinflusst. Die heutigen Bedingungen sind jedoch ganz anders. Der Anstieg der Geldmenge M2 ist nur ein entscheidender Unterschied. Die wirtschaftliche Aktivität reagiert eindeutig auf die aggressiven geld- und fiskalpolitischen Anreize.

Die Fed betont, dass ihre Politik datenabhängig ist. Dabei werden jedoch die zeitverzögerten Folgen der geldpolitischen Maßnahmen außer Acht gelassen. Dies könnte sich als

ein Faktor erweisen, der die Fed dazu verleitet, zu lange zu akkomodierend zu bleiben.

Die Finanzmärkte reagieren unmittelbar und ohne Zeitverzögerung auf Worte und Taten der US-Notenbank. Ein kleiner Fehler kann massive Reaktionen an den Märkten auslösen. Wie wichtig sind die Finanzmärkte für das Vorgehen der Fed? Wie sehr schränken die Finanzmärkte und die fiskalische Dominanz die Handlungsfreiheit der Notenbank ein?

Mickey Levy: Die Beziehung zwischen den Finanzmärkten und der Fed ist sehr ungesund. Klar ist, dass die Fed Angst hat, etwas zu tun oder zu sagen, was die Finanzmärkte erschüttern oder verunsichern könnte. Ohne diese Bedenken hätte die Fed höchstwahrscheinlich schon viel früher begonnen, ihre Wertpapierkäufe zu reduzieren. Die hohe und steigende Staatsverschuldung und das schiere Ausmaß der Fed-Bilanz bergen die Gefahr einer fiskalischen Dominanz. Das ist ein sehr komplexes Thema. Zusätzlich zur fiskalischen Dominanz muss die Fed ihre Geldpolitik in einem hochgradig aufgeladenen politischen Umfeld betreiben, in dem einzelne Kongressabgeordnete versuchen, mehr Einfluss auf die Fed zu nehmen. Dies erschwert der Fed die Durchführung der Geldpolitik zusätzlich.



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

Guidogiorgio Bodrato
+44 20 3753 - 3273 | guidogirogio.bodrato@berenberg.com

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

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 beschriebenen 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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 18.10.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de