

Große Steffen, Christoph

Article

Zinswende in den USA: Auswirkungen bisher moderat, Schwellenländer sollten sich aber wappnen

DIW Wochenbericht

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Große Steffen, Christoph (2016) : Zinswende in den USA: Auswirkungen bisher moderat, Schwellenländer sollten sich aber wappnen, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 83, Iss. 14, pp. 259-267

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/130241>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Zinswende in den USA: Auswirkungen bisher moderat, Schwellenländer sollten sich aber wappnen

Von Christoph Große Steffen

Erstmals seit fast zehn Jahren hat die US-Notenbank Fed Ende 2015 die Leitzinsen erhöht – ein erster Schritt auf dem Weg zu einer Normalisierung der Geldpolitik, die seit Beginn der Finanzkrise sehr expansiv ausgerichtet ist. Im Vorfeld wurde befürchtet, dass die Zinswende erhebliche Auswirkungen auf die Schwellenländer haben könnte, da mit einem Anstieg der Zinsen in den USA Kapital dorthin abfließen dürfte. Die vorliegende Studie kommt zu dem Ergebnis, dass dies nicht der Fall war: Größere Turbulenzen an den Finanzmärkten unmittelbar nach dem ersten Zinsschritt blieben aus und die Finanzierungsbedingungen für Schwellenländer verschlechterten sich zunächst nicht. Weitere Zinserhöhungen werden jedoch folgen – um auch diese unbeschadet zu überstehen, sollten sich insbesondere jene Schwellenländer wappnen, die hohe Leistungsbilanzdefizite aufweisen oder abhängig sind von Rohstoffexporten.

Mit Ausbruch der globalen Finanzkrise in den Jahren 2007/08 hat die US-Notenbank Fed den Leitzins innerhalb kurzer Zeit von 5,25 Prozent auf ein Niveau von Null bis 0,25 Prozent gesenkt (Abbildung 1). Dabei ging es der Fed gemäß ihres Mandats darum, die Beschäftigung zu stabilisieren sowie eine Deflation¹ zu verhindern. Seit Ende 2008 verharrte der Leitzins in den USA an der sogenannten Null-Prozent-Untergrenze. Weil sich die US-Wirtschaft zuletzt mehr und mehr erholt hat, hob die Fed den Leitzins während ihrer Sitzung im Dezember vergangenen Jahres um 0,25 Prozentpunkte an. Damit setzte sie ihren Kurs der Normalisierung der Geldpolitik fort, nachdem sie bereits im Oktober 2014 die quantitative Lockerung – also den Kauf von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren in großem Stil – hat auslaufen lassen.

Der vorliegende Bericht analysiert die Folgen der Leitzinsanhebung in den USA. Im Vordergrund stehen dabei die kurzfristigen Auswirkungen auf die Finanzmärkte der Schwellenländer.

Zinswende in der US-Geldpolitik

Der Entscheidung des Offenmarktausschusses der Fed, die Leitzinsen anzuheben, lagen hauptsächlich drei Einschätzungen zugrunde:²

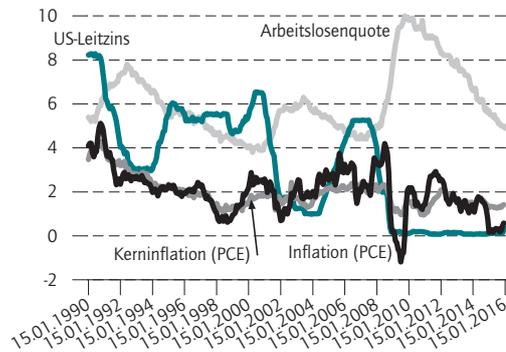
- Erstens bewerteten die Notenbanker die Lage auf dem Arbeitsmarkt als hinreichend robust, nachdem die Arbeitslosenquote im Verlauf des vergangenen Jahres auf fünf Prozent gesunken war.
- Zweitens zeigten sich die Ausschussmitglieder zuversichtlich, dass die Inflationsrate in der mittleren Frist in Richtung des angestrebten Niveaus von zwei Prozent steigen wird.

¹ Siehe dazu auch den Begriff „Deflation“ im DIW Glossar: diw.de/de/diw_01.c.462974.de/presse/diw_glossar/deflation.html.

² Federal Reserve (2015): Pressemitteilung vom 16. Dezember 2015.

Abbildung 1

Beschäftigung, Inflation und US-Leitzins
In Prozent



Quellen: Federal Reserve Board; Bureau of Labor Statistics; Bureau of Economic Analysis.

© DIW Berlin 2016

Arbeitslosenquote und Kerninflation in den USA deuten auf einen robusten wirtschaftlichen Aufschwung hin.

- Drittens wurden die Risiken und Chancen für die Konjunktur in den USA sowie für die weitere Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt als ausgeglichen eingestuft.

Kritiker bemängelten jedoch die Einschätzung zum Arbeitsmarkt.³ Die in den vergangenen Jahren rückläufige Partizipationsrate sowie die hohe Zahl von Teilzeitbeschäftigten sei nicht ausreichend berücksichtigt worden und die Entwicklung der Arbeitslosenquote daher zu positiv dargestellt. Auch verharre die Inflationsrate anhaltend unterhalb des Inflationsziels. Der erste Zinsschritt nach oben hätte nach Ansicht der Kritiker erst dann erfolgen sollen, wenn die Preise und Löhne tatsächlich schneller steigen als in der Vergangenheit.⁴

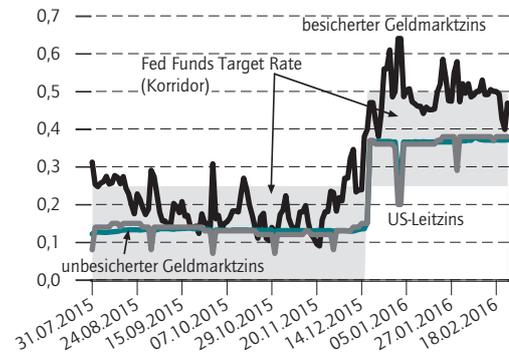
Diese Argumente blieben bei der Zinsentscheidung zwar nicht unberücksichtigt – letztlich entschied sich der Offenmarktausschuss aber gegen die Alternative, die Zinswende aufzuschieben. Auch mit der Begründung, dass in Zukunft dann umso stärkere Zinsanhebungen nötig geworden wären. Zudem bestand die Aussicht, mit der Zinswende Handlungsoptionen zurückzugewinnen, da an der Null-Prozent-Untergrenze weitere Zinssenkungen ausgeschlossen sind.

³ Blanchflower, D.G., Levin, A. (2015): Labor Market Slack and Monetary Policy. NBER Working Paper 21094.

⁴ Lagarde, C. (2015): U.S. Economy Returning to Growth, but With Pockets of Vulnerability. iMFdirect, 4. Juni 2015.

Abbildung 2

US-Leitzinsen und Geldmarktzinsen
In Prozent



Quellen: Federal Reserve; Datastream.

© DIW Berlin 2016

Die Geldmarktzinsen reagierten unmittelbar nach Anhebung des Leitzinses.

Implementierung der Zinswende war erfolgreich

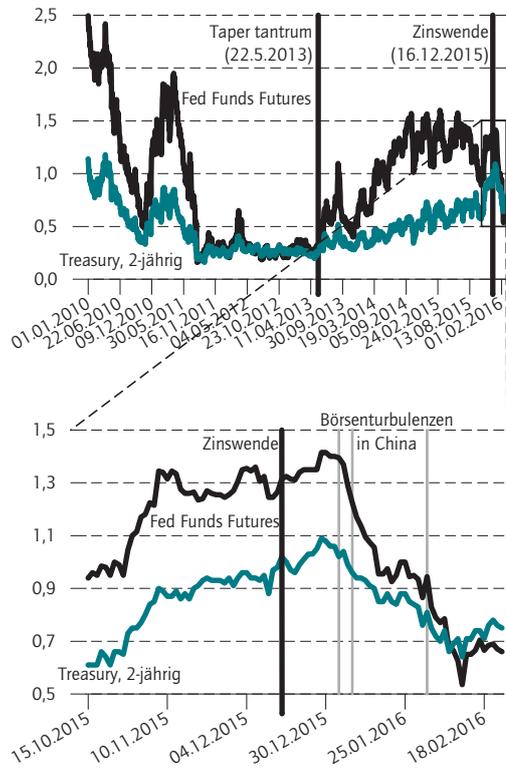
Die Zinswende durchzusetzen war kein Selbstläufer: Da die Banken in den USA massive Überschussreserven im Umfang von 2,5 Billionen US-Dollar angehäuft haben, könnten sie sich Liquidität untereinander auch zu günstigeren Konditionen verleihen. Um dies zu verhindern, etablierte die Fed ein zusätzliches Instrument, die sogenannte *Overnight Reverse Repurchase Facility* (RRP). Darüber kann sie Zinsen auf kurzfristige Rückkaufvereinbarungen zahlen: Banken erhalten für ihre überschüssige Liquidität dann stets diesen Zins und hochwertige Sicherheiten von der Zentralbank, wodurch am Markt eine Zinsuntergrenze etabliert wird. Um die Zinswende umzusetzen, waren größere Ausweitungen der RRP-Rückkaufvereinbarungen aber nicht erforderlich.⁵ Nachdem die Fed in ihrer Dezembersitzung die Zielvorgabe für die Zinsen auf 0,25 bis 0,5 Prozent erhöht hatte, stiegen auch die Zinssätze, zu denen sich US-Geldinstitute über Nacht Zentralbankreserven ausleihen, im gewünschten Rahmen an (Abbildung 2). Weitere wichtige marktbasierende Geldmarktzinsen folgten der Vorgabe ebenfalls.

Die Reaktion der US-Anleihenmärkte in Folge der Entscheidung der Fed war sehr besonnen: Die Zinsen auf

⁵ Dudley, W. (2016): The US Economic Outlook and Implications for Monetary Policy. Presented by William C. Dudley, President and CEO Federal Reserve Bank of New York, at the Economic Leadership Forum, Somerset, New Jersey, 15. January 2016.

Abbildung 3

Zinsen auf US-Anleihemärkten
In Prozent



Quellen: Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

Auf den US-Anleihemärkten wurden die Zinsanstiege bereits vorweggenommen.

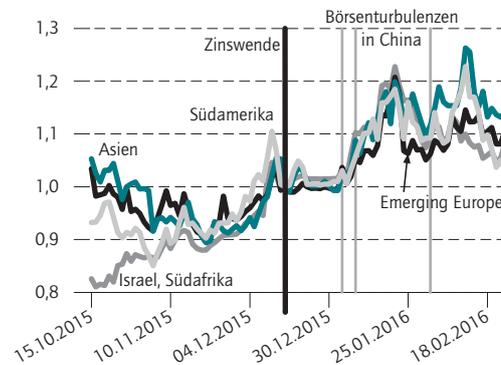
US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zwei Jahren stiegen nur leicht, da die Marktteilnehmer die Zinswende bereits nach der Ausschusssitzung Ende Oktober 2015 eingepreist hatten (Abbildung 3). Eine umsichtige Kommunikationsstrategie, die die Zinsentscheidung seit längerer Zeit ankündigte, verhinderte ein erneutes *Taper Tantrum*, wie es im Mai 2013 stattfand: Damals erwähnte Fed-Präsident Ben Bernanke die Möglichkeit eines Ausstiegs aus dem Anleihekaufprogramm und löste – da die Märkte unvorbereitet und von der Ankündigung überrascht waren – eine hohe Volatilität an den Märkten weltweit und hinsichtlich der Zins-erwartungen aus.

Auswirkungen der Zinsentscheidung auf Schwellenländer

Die Geldpolitik der USA wirkt sich über verschiedene Kanäle auf die Finanzierungsbedingungen des öffentli-

Abbildung 4

Zinsen in Schwellenländern
Index 16.12.2015 = 1



Zinsen auf Kreditausfallversicherungen für Staaten (Sovereign CDS) als Proxy für Finanzierungskosten, Index 16.12.2016 = 1

Quellen: Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

Die Finanzierungskosten in Schwellenländern stiegen bereits im Vorfeld der Zinsentscheidung der Fed.

chen und privaten Sektors in Schwellenländern aus. Studien zeigen, dass darüber hinaus ein erheblicher Anteil der makroökonomischen Volatilität auf Änderungen der Zinsen in den Vereinigten Staaten zurückzuführen ist.⁶ Ein wesentlicher Übertragungsweg ist dabei das Risikoverhalten von Banken.⁷ Infolge einer Zinsanhebung verändern sich demnach nicht nur die Kosten der Kreditvergabe, sondern auch die Risikoneigungen von Finanzinstituten: Eine restriktivere Geldpolitik geht mit einer geringeren Risikoneigung von Banken einher. Die Auswirkungen der ersten Zinsanhebung der US-Notenbank werden im Folgenden dargestellt (Kasten).

Zinsen auf öffentliche Schulden

Ähnlich wie bei den US-Staatsanleihen nahmen die Märkte auch bei den Finanzierungskosten für Schwellenländer die Zinswende vorweg (Abbildung 4). Darüber hinaus hat die Volatilität auf den Märkten für staatliche Kreditausfallversicherungen in den Tagen nach der Entscheidung zur Zinswende zunächst stark abgenommen (Abbildung 5). Dies ist ein Beleg dafür, wie bedeutend die Kommunikationsstrategie der Fed bei der Normalisierung ihrer Geldpolitik ist, um Verwerfungen auf

6 Uribe, M., Yue, V.Z. (2006): Country Spreads and Emerging Countries: Who Drives Whom? *Journal of International Economics* (69), 6–36.

7 Bruno, V., Shin, H.S. (2015): Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics* (71), 119–132.

Kasten

Ein makroökonomisches Modell für Schwellenländer

Welche Auswirkungen hat die Zinswende in den USA auf die wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern? Diese Frage soll hier mittels eines quantitativen dynamischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells (DSGE) analysiert werden.¹ Dieses Modell baut auf dem neoklassischen Standardmodell einer kleinen offenen Volkswirtschaft auf, wie es für Schwellenländer verwendet wird.² Um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass ein großer Teil des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs über Banken abgewickelt wird, ist in dem Modell zusätzlich ein Finanzsektor abgebildet, der seine Aktivposten gleichzeitig im Inland wie auch im Ausland durch Einlagen finanziert.

Das Finanzierungsverhältnis von ausländischen zu inländischen Einlagen der Banken wird im Modell durch zwei Faktoren be-

stimmt:³ Erstens durch das Verhältnis der Finanzierungskosten im Ausland und im Inland und zweitens durch den Verschuldungsgrad, den ein „Agentur-Problem“ zwischen Banken und deren Gläubigern beschränkt. Dieses Problem besteht darin, dass Banken aufgrund eines Informationsvorsprungs ihren Gewinn theoretisch zulasten der Einleger – also ihrer Gläubiger – maximieren können. Um dies zu verhindern, verlangen die Gläubiger, dass die Banken eine Mindestquote an Eigenkapital vorhalten. Da ausländische Gläubiger dies in größerem Umfang fordern als inländische, vergeben die Banken letztlich Depositen im Inland, obwohl diese zumeist teurer sind als im Ausland.⁴ So können sie – unter Beachtung der Mindesteigenkapitalquote – einen höheren Verschuldungsgrad erreichen.

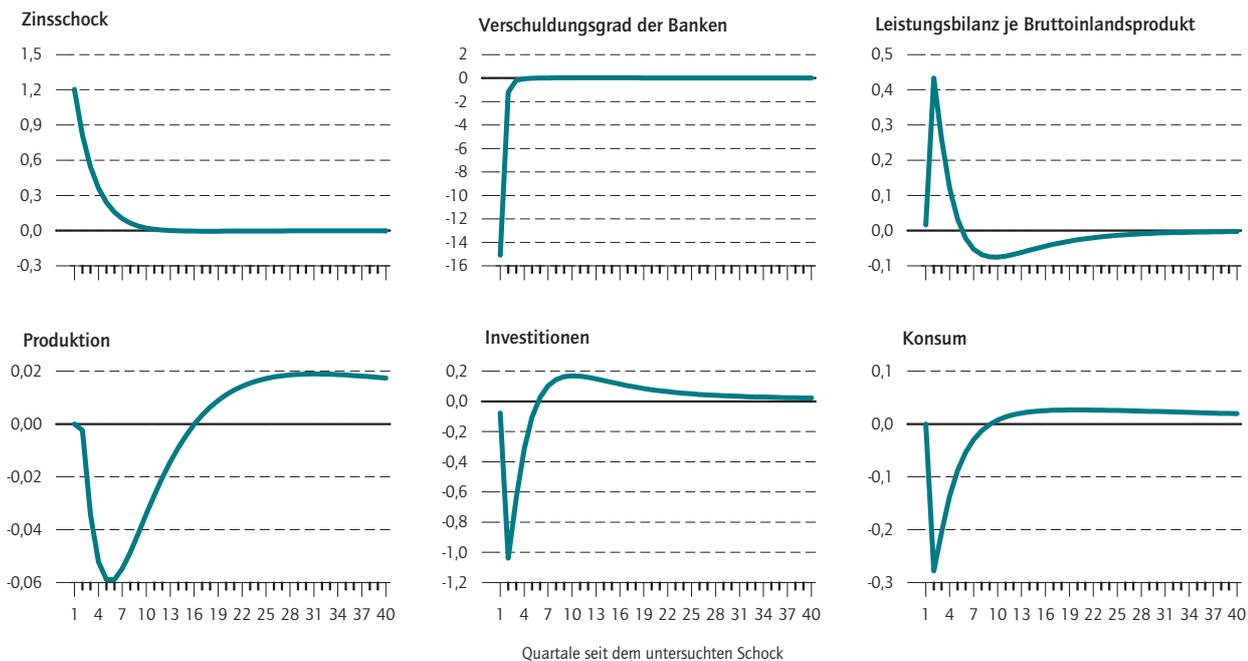
1 Ausgangspunkt der Untersuchung ist ein Modell von Große Steffen, C. (2015): Business Cycles with Financial Intermediation in Emerging Economies. SSRN eLibrary No. 2640121, ssrn.com/abstract=2640121.
2 Garcia-Cicco, J., Pancrazi, R., Uribe, M. (2010): Real Business Cycles in Emerging Countries? American Economic Review 100(5), 2510-2531.

3 In Anlehnung an Gertler, M., Kiyotaki, N., Queralto, A. (2012): Financial Crises, Bank Risk Exposure and Government Financial Policy. Journal of Monetary Economics 59, 17-34.
4 Gemäß der Annahme einer kleinen offenen Volkswirtschaft ist der ausländische Zins exogen bestimmt. Die inländischen Depositenzinsen sind hingegen im Modell erklärt und gemäß mexikanischer Daten durch Kalibrierung höher als die ausländischen Zinsen.

Abbildung 1

Auswirkungen der Zinswende durch höhere Finanzierungskosten (Zinsschock)

Abweichungen vom langfristigen Gleichgewicht in Prozent



Die Impulsantworten beruhen auf einem mit mexikanischen Daten geschätzten Modell. Für andere Länder können sich andere Ergebnisse ergeben.

Quelle: Berechnungen des DIW Berlin.

Die Parameter des Modells werden anhand mexikanischer Daten für den Zeitraum von 1994 bis 2014 geschätzt.

Zinswende im Modell

Das Modell erlaubt die Analyse einer US-Zinswende durch eine einmalige Erhöhung der Zinsen, die Banken in Schwellenländern zahlen müssen, um sich zu finanzieren (*Zinsschock*) (Abbildung 1). Diese werden den Begleiterscheinungen einer Zinswende gegenüber gestellt, die mit einem veränderten Risikoverhalten internationaler Investoren einhergehen. Im Modell wird dies dadurch simuliert, dass sich die Banken in Schwellenländern insgesamt weniger stark verschulden können, da Investoren nun weniger bereit sind, das mit einem hohen Schuldenstand verbundene Risiko zu tragen (*Finanzschock*) (Abbildung 2).

Effekte

Es zeigt sich, dass der reine Zinsschock, der mit der US-Zinswende einhergeht, keine nennenswerten quantitativen Effekte mit sich

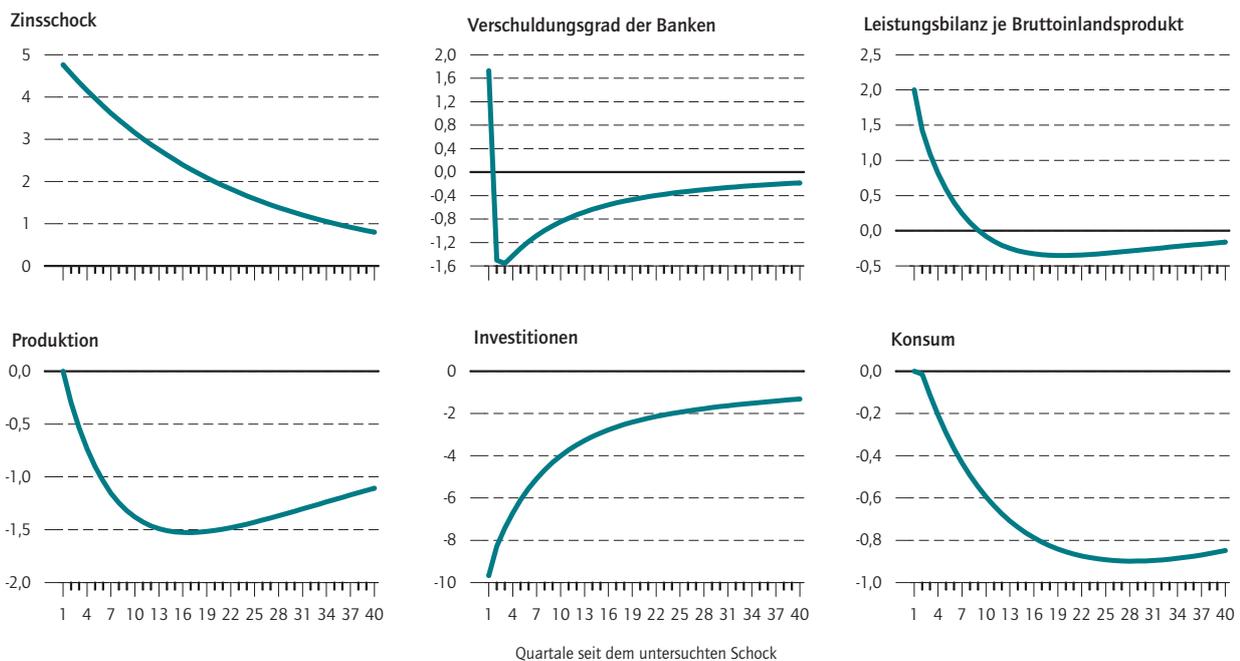
bringen dürfte. Zwar reduzieren die Banken ihren Verschuldungsgrad und vergeben weniger Kredite, wodurch die Investitionen und der private Konsum gesenkt werden; ebenfalls verringert sich das Leistungsbilanzdefizit. Der Gesamteffekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktion bleibt jedoch äußerst moderat.

Vielmehr stellt sich die Frage, ob mit der Zinswende zeitgleich ein Finanzschock ausgelöst wird – etwa weil die Banken nun weniger risikofreudig sind. Dieser hätte laut der Modellanalyse weitaus kräftigere quantitative Effekte zur Folge: In sehr viel größerem Umfang würde ausländisches Kapital abgezogen, sodass die Investitionen und der Konsum stärker einbrächen. Außerdem klänge der Schock langsamer ab, sodass auch die Folgewirkungen länger anhielten. Der Gesamteffekt auf die Produktion wäre damit durch die veränderte Risikoneigung der Investoren erheblich größer als die Auswirkungen der Zinsanhebung selbst.

Abbildung 2

Auswirkungen der Zinswende durch restriktiveres Risikoverhalten (Finanzschock)

Abweichungen vom langfristigen Gleichgewicht in Prozent

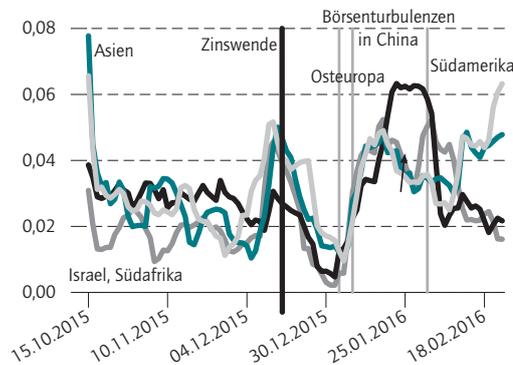


Die Impulsantworten beruhen auf einem mit mexikanischen Daten geschätzten Modell. Für andere Länder können sich andere Ergebnisse ergeben.

Quelle: Berechnungen des DIW Berlin.

Abbildung 5

Volatilität bei staatlichen Kreditausfallversicherungen¹
Standardabweichung, 10-Tages-Durchschnitt



¹ Als Maß für die Finanzierungskosten der Staaten. Standardabweichung in rollenden Zehn-Tages-Fenstern.

Quellen: Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

Die Marktvolatilität hat unmittelbar nach der Zinswende stark abgenommen.

den Finanzmärkten zu vermeiden oder zumindest zu reduzieren. Als die US-Notenbank im Frühjahr 2013 den vorzeitigen Ausstieg aus den Anleihekäufen ankündigte, ohne die Märkte darauf vorzubereiten, nahm die Volatilität auch bei den Kursen staatlicher Kreditausfallversicherungen rasant zu.

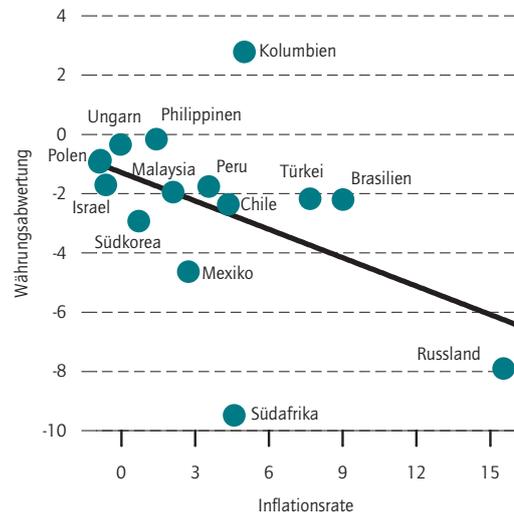
Die moderate Entwicklung der Finanzierungsbedingungen für Schwellenländer unmittelbar nach der Zinswende kann auch darauf zurückgeführt werden, dass die Fed die Zinsen vor allem aufgrund einer robusten wirtschaftlichen Entwicklung in den USA angehoben hat. Eine starke US-Wirtschaft wirkt in den Schwellenländern über gesteigerte Exporte in der Regel stimulierend. Eine Zinswende vorwiegend aufgrund einer hohen Inflationsrate hätte die Finanzierungsbedingungen der Schwellenländer stärker belastet.

Fundamentalwerte spielen eine wesentliche Rolle

Neben der Kommunikation der US-Notenbank haben vor allem ökonomische Fundamentalwerte in den Schwellenländern einen Einfluss darauf, wie sich die Zinswende auswirkt. So besteht ein Zusammenhang zwischen der Inflationsrate und der Wechselkursabwertung in Folge der Zinsanhebung der Fed (Abbildung 6). Insbesondere haben die Währungen solcher Länder abgewertet, in denen die Teuerungsrate hoch ist. Dies ist durch

Abbildung 6

Wechselwirkung der Geldpolitik¹
In Prozent



¹ Abwertung lokaler Währungen einen Monat nach Anhebung des US-Leitzinses und durchschnittliche Inflationsraten 2015

Quellen: Datastream; IWF; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

In Folge der US-Zinswende haben vor allem die Währungen in Ländern mit hohen Inflationsraten an Wert verloren.

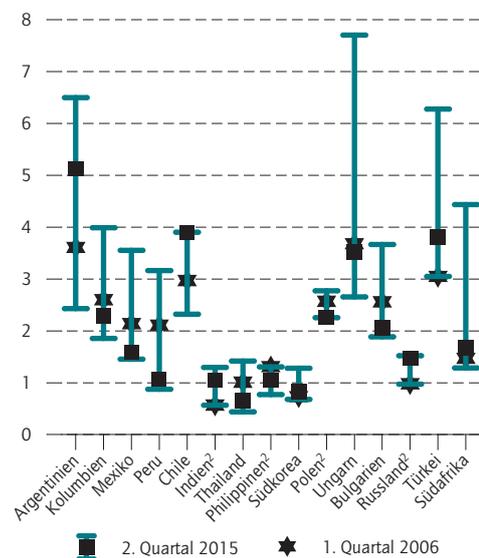
die Erwartung eines sich selbst verstärkenden Effekts zu begründen: Sinkt der Wechselkurs, steigen die Preise von Importgütern, was die Inflation weiter anheizt. Dies würde eigentlich eine restriktivere Geldpolitik erfordern – was insbesondere dann ein Problem ist, wenn die regionale Konjunktur eigentlich eine expansivere Ausrichtung der Geldpolitik erfordern würde. Das gilt derzeit vor allem für die Länder Südamerikas, insbesondere Mexiko, Brasilien, Peru und Chile.

Die Abwertung lokaler Währungen spielt darüber hinaus auch für die Stabilität der heimischen Finanzmärkte eine zentrale Rolle: Viele private und öffentliche Schuldner haben zur Zeit der ultra-lockeren Geldpolitik der Fed Kredite in US-Dollar, also in einer Fremdwährung, aufgenommen. So verstärkte sich das Problem der Währungsinkongruenz in zahlreichen Schwellenländern im Zeitraum von 2006 bis 2015, zum Beispiel in Argentinien, Chile, Russland und der Türkei (Abbildung 7). Bei einer Abwertung der lokalen Währung kann dies zu einer Überschuldungssituation führen – insbesondere dann, wenn die Einnahmen aus Projekten nicht ebenfalls in der Fremdwährung, sondern in der schwächeren lokalen Währung generiert werden und nicht ausreichend Währungsreserven der Zentralbank zur Verfügung stehen. Infolgedessen könnte in Ländern mit einem anfälli-

Abbildung 7

Currency Mismatch

Vielfaches an Fremdwährungsverbindlichkeiten der offiziellen Währungsreserven¹



¹ Der Balken gibt die Spreizung im Gesamtzeitraum wieder.
² Späteres Vergleichsdatum als 1. Quartal 2006.

Quellen: Weltbank; IWF; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

Währunginkongruenzen haben seit 2006 wieder zugenommen, wenngleich das Bild recht heterogen bleibt.

gen Finanzsektor die Anzahl der abzuschreibenden und notleidenden Kredite soweit ansteigen, dass die Stabilität des Finanzsystems gefährdet ist.

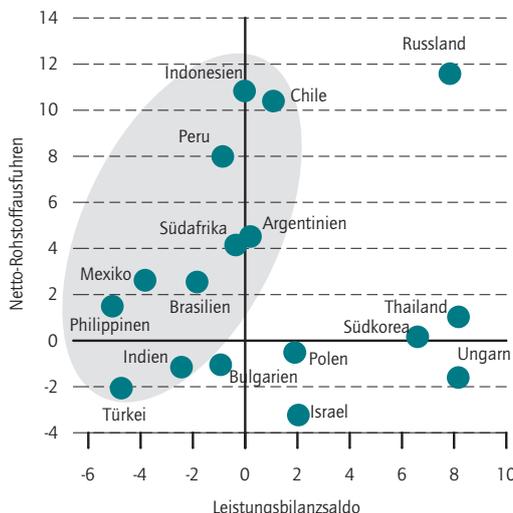
Die ultra-lockere Geldpolitik der US-Notenbank hat dafür gesorgt, dass viele Investoren ihr Kapital aufgrund des höheren Zinsniveaus in die Schwellenländer umlenkten, wodurch diese ihre gegebenenfalls bestehenden Leistungsbilanzdefizite leichter finanzieren konnten. Durch die weiteren Zinsanhebungen im Zuge der US-Zinswende dürften sich die Kapitalzuflüsse reduzieren oder sogar umkehren. Dies könnte für jene Länder problematisch werden, die hohe Leistungsbilanzdefizite aufweisen (Abbildung 8).

Schließlich wirken sich die derzeit stark sinkenden Rohstoffpreise zusätzlich destabilisierend auf die makroökonomischen Verhältnisse in jenen Schwellenländern aus, die stark vom Export dieser Rohstoffe – vor allem Erdöl – abhängig sind. Hier zeigt sich ein Unterschied zwischen den asiatischen Schwellenländern und Südamerika. Während die asiatischen Länder als überwiegend Rohstoff-importierende Nationen von den fallen-

Abbildung 8

Rohstoffabhängigkeit und Leistungsbilanz

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quellen: IWF; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

In zahlreichen Ländern (graue Fläche) gehen hohe Rohstoffausfuhr mit Leistungsbilanzdefiziten einher.

den Rohstoffpreisen profitieren, haben die südamerikanischen Länder als Rohstoffexporteure zusätzlich zur US-Zinswende eine weitere belastende Herausforderung zu bewältigen.

US-Geldpolitik: Wie geht es weiter?

Die US-Notenbank hat bei der Verkündung der Zinswende die Notwendigkeit unterstrichen, deren Auswirkungen auf die US-Wirtschaft genau zu beobachten.⁸ Fed-Präsidentin Janet Yellen präzisierte in einer Pressekonferenz, es dürfe nicht davon ausgegangen werden, dass die Fed die Zinsen fortan in regelmäßigen Abständen und gleich großen Schritten mechanisch anhebt.⁹

Allerdings zeigen sich einige Schwachpunkte dieser Kommunikationsstrategie: Die Entwicklung an den Finanz-

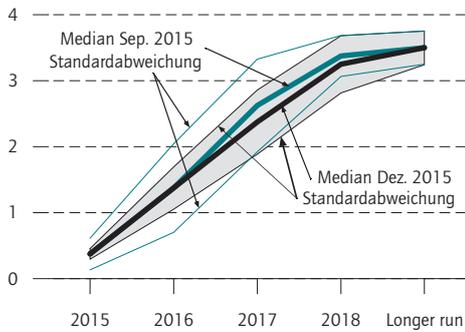
⁸ So heißt es in einer Pressemitteilung der US-Notenbank: "The actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data."

⁹ Janet Yellen: "I do want to emphasize that while we have said 'gradual', gradual does not mean mechanical, evenly timed, equally sized interest rate changes. So that is not what the Committee means by it. My guess is that the economy will progress in a manner that is not sufficiently even that we will decide to make evenly spaced hikes." Siehe Federal Reserve (2015): Transcript of Chair Yellen's Press Conference, 16. Dezember 2015, 23.

Abbildung 9

Leitzins-Prognosen der US-Notenbank

In Prozent



Quellen: Federal Reserve SEP; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

Mitglieder des Offenmarktausschusses erwarten einen starken Anstieg der Leitzinsen in den USA.

märkten wird derzeit von den vermehrten Anzeichen einer sich eintrübenden Konjunktur in China dominiert. Dies hat drastische Folgen für die Zinserwartungen in den USA: Eine weitere Anhebung des Zinsniveaus gilt als zunehmend unwahrscheinlich. Auch die Finanzmärkte in den Schwellenländern zeigen sich wieder in hohem Maße volatil, seit es zu Beginn dieses Jahres in China wiederholt zu Turbulenzen an den Börsen gekommen ist.

Daher ist mehr als ungewiss, wie eine weitere Normalisierung des Zinsniveaus aussehen könnte. Zwar hat sich die Einschätzung eines robusten Arbeitsmarktes als richtig erwiesen; im Januar und Februar wurden in den USA jeweils etwa 200 000 neue Arbeitsplätze geschaffen und die Arbeitslosenquote sank auf 4,9 Prozent. Allerdings scheint die von der Fed veröffentlichte Zinsprognose, derzufolge die Ausschussmitglieder mehrheitlich davon ausgehen, dass die US-Zinsen im Jahresverlauf 2016 bis auf zwei Prozent steigen werden, hinfällig (Abbildung 9). Darauf deutet nicht zuletzt der rasante Rückgang der marktbasiereten Zinserwartungen in den *Federal Funds Futures*-Daten hin. Die Diskrepanz zwischen dem kommunizierten Pfad der Geldpolitik und den davon abweichenden Markterwartungen birgt das Potenzial einer nicht unerheblichen geldpolitischen Unsicherheit, die – ähnlich wie beim *Taper Tantrum* im Mai 2013 – starke Reaktionen in den Schwellenländern hervorrufen könnte.

Der von der Fed eingeschlagene Weg einer graduellen Zinsanpassung, welcher sich stark auf neu eintreffende Informationen stützt, ist für die Marktteilnehmer wenig vorhersehbar. Dadurch könnten auch vergleichswei-

se kleine Schritte auf dem Weg zur Normalisierung der US-Geldpolitik mitunter große Reaktionen hervorrufen.¹⁰ Gerade in einem Umfeld zunehmender Volatilität an den Finanzmärkten wäre es daher wünschenswert, wenn das Handeln der US-Notenbank vorhersehbarer würde und so zur Beruhigung der Märkte beitrüge. Vorschläge dazu bestehen bereits seit längerem und fokussieren sich auf die Bereitstellung ergänzender Informationen, zum Beispiel in Form eines geldpolitischen Berichts¹¹ – der Zeitpunkt, sie umzusetzen, wäre derzeit günstig.

Fazit

Die US-Notenbank Fed hat mit ihrer im vergangenen Dezember verkündeten Anhebung der Leitzinsen den Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik eingeleitet. Eine Befürchtung im Vorfeld dieser Entscheidung war, dass darunter insbesondere die Schwellenländer leiden könnten. Das Szenario einer plötzlichen Umkehr von Kapitalflüssen und eines Ausverkaufs von Vermögenswerten in den Schwellenländern ist bisher aber nicht eingetreten. Ein wesentlicher Grund dafür war, dass die Fed ihren Schritt mit langem Vorlauf angekündigt hatte und die Finanzmärkte somit ausreichend auf die Zinswende vorbereitet waren.

Gleichwohl handelte es sich bei der Entscheidung der Fed nur um einen *ersten* Schritt auf dem Weg zu einer Normalisierung der Geldpolitik – weitere werden folgen, auch wenn sie derzeit wohl aufgeschoben sind. Um die Gefahr negativer Folgen für Schwellenländer durch Verwerfungen an den Finanzmärkten zu reduzieren, wäre eine Ergänzung der Kommunikationsstrategie der US-Notenbank wünschenswert. Mancherorts ist bereits eine fortschreitende Anpassung an die geänderten monetären Rahmenbedingungen in den USA zu erkennen, die regional mit Nettokapitalabflüssen einhergeht. Die Schwellenländer sollten sich also auf eine Wende an den Kapitalmärkten einstellen, deren Folge volatilere Finanzmärkte und sich verschlechternde Finanzierungsbedingungen sein dürften. Dazu gehört unter anderem, private und öffentliche Bilanzen zu stärken, indem Eigenkapitalpuffer aufgebaut werden. Mikro- und makroprudenzielle Regulierungsmaßnahmen, die geeignet sind, das Kreditwachstum dort moderat zu drosseln, wo Ungleichgewichte und Schwachstellen bestehen, sollten in Anspruch genommen werden. Darüber hinaus sind ein flexibler Wechselkurs und stabile Teuerungsraten hilfreich, um makroökonomische Schocks abzufedern.

¹⁰ Alich, A. et al. (2015): *Avoiding Dark Corners: A Robust Monetary Policy Framework for the United States*. IMF Working Paper WP/15/134.

¹¹ Plosser, C. (2014): *Systematic Monetary Policy and Communication*. Presented by Charles I. Plosser, President and CEO Federal Reserve Bank of Philadelphia, at The Economic Club of New York, 24. Juni 2014.

Christoph Große Steffen ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | cgrossesteffen@diw.de

INTEREST RATE LIFT-OFF IN THE US: MODERATE IMPACT TO DATE BUT EMERGING MARKETS SHOULD BRACE THEMSELVES

Abstract: For the first time in almost a decade, the US Federal Reserve raised interest rates at the end of 2015—an initial step toward normalizing monetary policy which has been very expansive since the onset of the financial crisis. Ahead of the move, it was feared that the interest rate reversal might have a considerable impact on emerging markets because the hike would lead to more capital flows being diverted to the US. The present study concludes that this was not in fact the case:

greater turbulence on the financial markets failed to materialize immediately after the first rate hike and the financing conditions for emerging markets did not initially deteriorate significantly. The interest rate will be raised further. In order to come through the contractionary cycle of US monetary policy unscathed, emerging economies with large current account deficits or those dependent on commodity exports in particular should brace themselves for possible fallout.

JEL: E5, F3, F4

Keywords: US monetary policy; Emerging markets



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
83. Jahrgang

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Dr. Kati Krähnert
Prof. Dr. Lukas Menkhoff
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Gritje Hartmann
Dr. Wolf-Peter Schill

Redaktion

Renate Bogdanovic
Dr. Franziska Bremus
Sebastian Kollmann
Dr. Peter Krause
Marie Kristin Marten
Ilka Müller

Lektorat

Dr. Malte Rieth

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74
77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. (01806) 14 00 50 25
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.