



## Wann endet die Expansion?

**AUTOR**

Patrick Franke  
Telefon: 0 69/91 32-47 38  
research@helaba.de

**REDAKTION**

Dr. Stefan Mitropoulos

**HERAUSGEBER**

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Expansionsphasen in den USA sterben nicht an Altersschwäche, sondern werden von der Notenbank „ermordet“.
- In unserem Basis-Szenario gelingt der Fed eine „weiche“ konjunkturelle Landung – obwohl sie sich diesmal mit dem Normalisieren der Geldpolitik viel mehr Zeit gelassen hat als üblich.
- Das Rezessionsrisiko in den kommenden ein bis zwei Jahren liegt nicht bei null. Die Fiskalpolitik scheint als Auslöser aber unwahrscheinlich. Bleibt ein exogener Schock aus, liegt der schwarze Peter für die Beendigung des Aufschwungs bei der Fed.

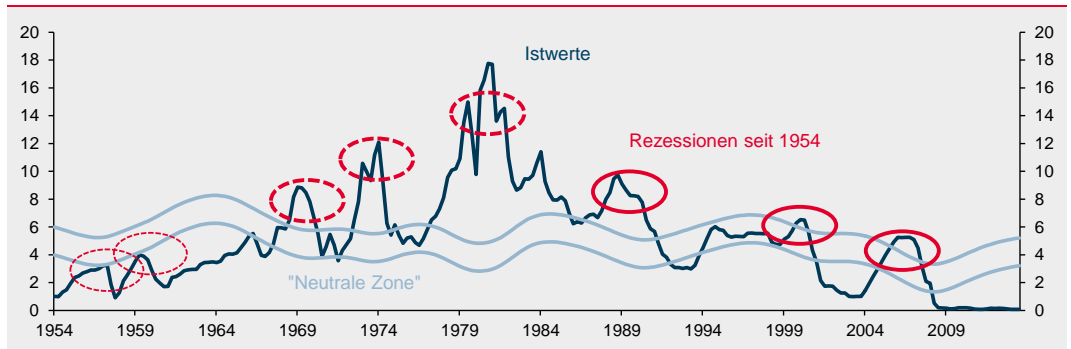
**Kasten: Wie definieren wir eine Rezession? (S. 4)**

Die von der Finanzkrise ausgelöste Rezession in den USA endete Mitte 2009. Wir stehen also am Beginn des siebten Jahres der aktuellen Expansion. Bereits in den vergangenen Jahren wurden von manchen Beobachtern immer wieder ein drohendes Ende des Konjunkturzyklus und eine angeblich bevorstehende neuerliche Rezession ausgerufen. Anfangs war hier immer die Rede vom vermeintlichen „double“ oder „triple dip“. Als dieser ausblieb, wurden kurzfristige Eintrübungen bei den Konjunkturindikatoren gerne als Anzeichen einer kommenden Kontraktion gewertet. Wir haben uns diesen Unkenrufen stets offensiv entgegengestellt und, auch wenn es gerade nicht ins allgemeine Stimmungsbild an den Märkten und in den Medien passte, eine Rezession ausgeschlossen bzw. mit sehr geringen Wahrscheinlichkeiten angesetzt.

Auch 2015 wird wieder über das Ende der Expansion diskutiert. Einerseits führen die Pessimisten (wie schon im Vorjahr) die Kontraktion des realen Bruttoinlandsproduktes im Q1 ins Feld. Andererseits argumentieren viele, die Fed sei schlecht beraten, kurzfristig den Leitzins zu erhöhen, da dies die US-Konjunktur über kurz oder lang abwürgen werde. Schließlich gibt es jene, die einfach Jahre abzählen und auf dieser Basis eine steigende Wahrscheinlichkeit für ein Ende des Zyklus ausrufen. In dieser Publikation werfen wir einen Blick auf die Erfahrungen der Vergangenheit. Was hat in den letzten Jahrzehnten Rezessionen ausgelöst? Was ist eine Rezession überhaupt? Wie stehen die Chancen, dass der Zyklus bald abbricht?

### Restriktive Geldpolitik = Rezession

Leitzins (Federal Funds Rate), %

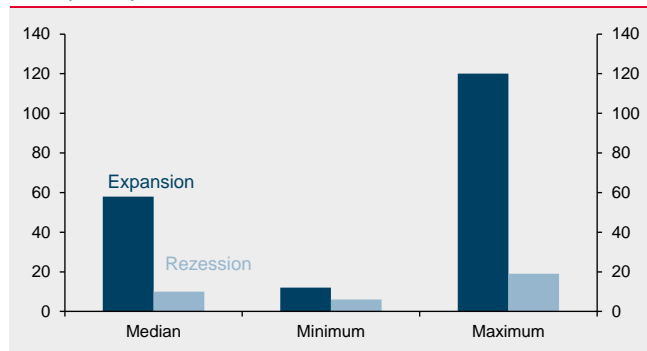


Die unterschiedlichen Markierungen der Rezessionen weisen auf strukturelle Veränderungen im Lauf der Jahrzehnte hin und werden im Text erklärt  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

## Expansionsphasen sind deutlich länger

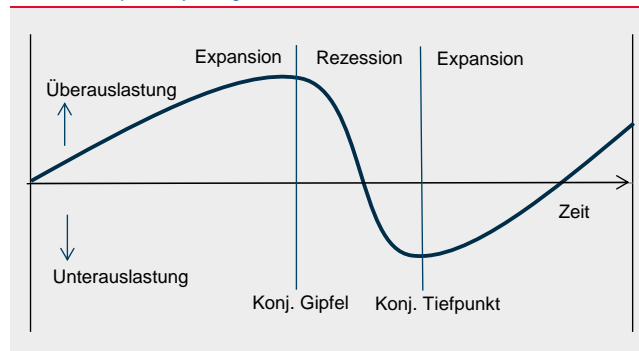
US-Konjunkturzyklen seit 1954, Dauer in Monaten



Quellen: NBER, Helaba Volkswirtschaft/Research

## In der Theorie klarer als in der Praxis

Stilisierte Konjunkturzyklus, gemessen an der Produktionslücke\*



\* Abweichung reales BIP vom potenziellen Output, in % des potenziellen Output  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Grundlagen der Konjunkturanalyse: Worum geht es?

Die Analyse von Konjunkturzyklen ist nicht so einfach, wie sie auf den ersten Blick zu sein scheint. Bereits am Ausgangspunkt ist eine kritische Frage zu beantworten: Welche Phasen sollen in die Betrachtung einbezogen werden? Geht man zu weit in die Vergangenheit, so riskiert man, dass die Strukturen der Wirtschaft sich seitdem zu sehr verändert haben, als dass die damaligen Ereignisse noch für heute relevant sein könnten. Schränkt man den betrachteten Zeitraum zu stark ein, können Einmaleffekte ein zu hohes Gewicht erhalten und die Aussagekraft der Analyse leidet: „Eine der letzten zwei Rezessionen war XY“ ist eben eine deutlich weniger hilfreiche Erkenntnis als wenn es sieben der letzten acht gewesen sind. Wir legen hier die Zyklen seit Mitte der 1950er Jahre zugrunde. Denn die heutige US-Wirtschaft hat mit den Zuständen vor dem Zweiten Weltkrieg recht wenig zu tun. Auch die unmittelbar auf den Krieg folgenden Jahre waren durch die Rückkehr von der Kriegs- zur Friedenswirtschaft, durch spezielle internationale Bedingungen und schließlich durch den Koreakrieg geprägt. Die folgenden Betrachtungen beschränken sich daher auf den Zeitraum seit der Expansion, die im Jahr 1954 begann. Dies bedeutet nicht, dass sich die Rahmenbedingungen seit diesem Zeitpunkt nicht dramatisch geändert hätten. So bestand bis in die 1970er Jahre das Festkurssystem von Bretton Woods und die Globalisierung mit dem Aufstieg der Schwellenländer hat die Rolle der USA in der globalen Wirtschaft merklich verändert. Selbst die Geldpolitik ist nicht mehr die Gleiche wie in den 1950er oder 1960er Jahren – frühere Notenbankchefs sahen ihre Rolle zum Teil explizit als Gehilfen der Wirtschaftspolitik der jeweiligen Regierung. Der Fokus auf eine unabhängige Notenbankpolitik, die klaren, langfristig definierten Zielen folgt, setzte sich erst im Laufe der Zeit durch.

Konzept des Trendwachstums und des neutralen Zinses

Diese Publikation baut auf zwei Ausgaben von „USA Aktuell“ aus dem vergangenen Jahr auf, die sich mit dem Trendwachstum und dem Konzept des neutralen Zinses beschäftigen haben.<sup>1</sup> So ist eine häufig verwendete Definition des Zyklus die Abweichung zwischen dem Istwert des realen BIP und seinem Potenzial- oder Trendwert. Diese Differenz wird auch als Produktionslücke (oder „Output gap“) bezeichnet. Sie gibt den Grad der Unter- oder Überauslastung einer Wirtschaft wieder. In der Rezession fällt diese Größe, in der Expansion steigt sie. Als alternatives Konzept lässt sich auch die so genannte Beschäftigungslücke verwenden – meist als Abweichung der Arbeitslosigkeit von ihrem „gleichgewichtigen“ Niveau definiert. Zum genauen Messen des Konjunkturzyklus gibt es aber unterschiedliche Vorgehensweisen.<sup>2</sup> Wie so oft steht hier die Schnelligkeit im Widerspruch zur Verlässlichkeit einer Methode. Für den in den USA dominierenden Ansatz siehe den Kasten auf S. 4.

<sup>1</sup> „Wo liegt der ‚neutrale‘ Zins?“ und „Trendwachstum – ein Update“, beide Juni 2014.

<sup>2</sup> Als Alternativen kommen z.B. gleichlaufende Sammelindikatoren wie der „Coincident Index“ des Conference Board oder der Aktivitätsindex (CFNAI) der Chicago Fed in Frage. Schwieriger wird es, wenn man versucht, sich rein an den Wachstumsraten des realen BIP zu orientieren, egal ob auf Basis der Vorjahres- oder Vorquartalsraten.

Allen Ansätzen ist gemein, dass die ermittelten Expansionsphasen deutlich länger sind als die Kontraktionen. Letztere fallen dafür abrupter aus. Die wirtschaftliche Aktivität steigt in der Regel über einen längeren Zeitraum graduell an, um dann kurzfristig deutlich zu fallen.

### Expansionen werden von der Fed „ermordet“

Der mit Abstand wichtigste Faktor zur Erklärung der amerikanischen Konjunkturzyklen ist die Geldpolitik. Eine restriktive Politik der Notenbank ist in der Regel eine notwendige und hinreichende Bedingung für eine Rezession gewesen. Um dies zu illustrieren, haben wir als Maß für den monetären Restriktionsgrad die Abweichung des Leitzinses von seinem „neutralen“ Niveau berechnet. Idealerweise wäre hierzu die „reale“ Größe heranzuziehen, also bereinigt um die erwartete Inflation. Da diese Erwartungen aber notorisch schwierig zu bestimmen sind, beschränken wir uns hier auf einen nominalen Ansatz. Eine Bereinigung mit der jeweils aktuellen Kernteuerung (ohne Nahrungsmittel und Energie), die vertretbar wäre, weil der Leitzins ja nur ein Tagessatz ist, und der Istwert der Inflation daher als Näherung der Erwartungen taugt, ergibt allerdings (für den Zeitraum, für den die Kernrate vorliegt) praktisch das gleiche Ergebnis. Das Schaubild auf S. 1 zeigt, dass Rezessionen seit den 1950er Jahren stets mit einem im Vorfeld (zum Teil erheblich) höheren nominalen Leitzins verbunden waren. Dies ist besonders augenfällig für die Periode der Disinflation seit den 1980er Jahren: 1989/2000/2007 war der Leitzins vor oder zu Beginn der folgenden Rezession jeweils deutlich oberhalb seines neutralen Bereichs. Dies bedeutet nicht, dass die Fed unbedingt die originäre Ursache von Konjunkturzyklen sein muss – über deren Ursprung diskutieren die Ökonomen – wie könnte es anders sein – nach wie vor äußerst kontrovers. Aber indem die Fed auf Ungleichgewichte, wie Überauslastung und/oder steigende Teuerungsraten, die in der Expansion durch selbstverstärkende psychologische Effekte entstehen, mit Zinserhöhungen reagiert, wird sie zum unmittelbaren Auslöser der Kontraktionsphasen.

Beginn der Rezession	Abweichung nominaler Leitzins vom "neutralen Niveau" (Basispunkte)*	Quartale zwischen maximaler Abweichung des Leitzinses vom neutralen Wert und dem zyklischen Hochpunkt	Anmerkungen
August 1957	unter dem neutralen Zins	0	Fiskalische Kontraktion 1954, 1955 und 1956
April 1960	unter dem neutralen Zins	2	Massive fiskalische Konsolidierung Q1 1959 bis Q1 1960
Dezember 1969	400	0	
November 1973	600	1	
Januar 1980	1100	0	
Juli 1981	1390	1	
Juli 1990	520	5	Q3 1990: noch immer 420 Basispunkte
März 2001	170	1	
Dezember 2007	240	1	

\* Quartalsdurchschnitt, Neutral: Reales Trendwachstum plus "gleichgewichtige" Inflation (1,75% gemäß GDP-Deflator)

Eingeschränkte Aussagekraft früherer Phasen

Geht man weiter in die Historie zurück, so ändert sich am grundsätzlichen Bild nichts, aber einige zusätzliche Erläuterungen werden erforderlich. Da die Berechnung des „neutralen Zinses“ eine Schätzung der „normalen“ Inflation nötig macht, sind die offenbar extrem restriktiven Werte für die Hochinflationsphase von den späten 1960er bis in die frühen 1980er Jahre mit Vorsicht zu interpretieren.<sup>3</sup> Sie deuten aber zumindest in dieselbe Richtung: Nennenswert restriktives Zinsniveau =

<sup>3</sup> Dem „neutralen Bereich“ liegt die Annahme einer über den gesamten Zeitraum konstanten Zielinflation der Fed von 2 % (1,75 % auf Basis des BIP-Deflators) zu Grunde. Eine längerfristig höhere Inflationstoleranz der Fed in diesen Jahren würde eine Verschiebung der „neutralen Zone“ nach oben mit sich bringen – die Geldpolitik wäre also nicht „ständig restriktiv“ gewesen, wie hier ausgewiesen. Alternativ könnte man hinterfragen, ob die Inflationserwartungen in dieser Phase nicht doch nach oben gegangen sind, so dass auch in realer Betrachtung die Diskrepanz zwischen Istwerten und „neutraler Zone“ schrumpfen würde.

Rezession. Schließlich bleiben die beiden Rezessionen in den 1950er Jahren. Auch hier ist klar erkennbar, dass die Fed die Zinsen auf ein – für damalige Verhältnisse – ungewöhnlich hohes Niveau gehoben hat. Da die Notenbank bis 1951 offiziell im Dienste des Finanzministers stand, um die Kriegsschuldung zu alimentieren, ist denkbar, dass damals bereits diese verhaltenen Strafzyklen überrascht haben. Wichtiger ist aber noch, dass in beiden Phasen die Fiskalpolitik merklich gestrafft wurde (siehe nächster Abschnitt). In diesen Perioden fielen also restriktivere Geld- und Fiskalpolitik zusammen.

### Fiskalpolitik: Nur eingeschränkt aussagekräftige Datenlage

Die Finanzpolitik hat in der Vergangenheit der Geldpolitik als Rezessionsauslöser Hilfestellung geleistet. Neben den bereits angesprochenen Straffungen in den Jahren 1954, 1955 und 1956 sowie 1959/60 fiel auch die Rezession 1969 in ein Jahr, in der der Staat merklich „auf die Bremse trat“. Konsistente Schätzungen zum strukturellen Defizit, dem optimalen Maß für den fiskalischen Impuls, gehen leider nicht weit genug zurück und liegen teilweise auch nur für die Bundesebene vor. Die hilfsweise Verwendung von Gesamtdefiziten bzw. Studien zur Ausrichtung der Fiskalpolitik in diesen Jahren legen aber nahe, dass Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen ein weiterer Hebel sind, mit dem der Staat in der Vergangenheit die Expansion der wirtschaftlichen Aktivität (ungewollt) unterbrochen hat.

### Exogene Schocks?

Theoretisch kommen als potenzielle Auslöser einer Rezession auch exogene Schocks in Frage. Hierbei ist nicht an Tsunamis, Erdbeben oder ähnliche Naturkatastrophen zu denken, die sich ganz anders als eine zyklische (nachfragegetriebene) Kontraktion auswirken. Sie sind in erster Linie als (angebotsseitige) temporäre Verschiebung des Wachstumstrends zu interpretieren. Exogene Faktoren, die eine Rezession auslösen können, wären z.B. eine plötzliche und kräftige Veränderung der Terms of Trade (steigender Ölpreis im Importland, einbrechender Weltmarktpreis für ein dominierendes Exportgut), Handelssanktionen/Wegfall von Märkten, asymmetrische Produktivitätsschocks oder plötzliche Verschiebungen in den Präferenzen der Wirtschaftssubjekte. Hier wäre vor allem der „sudden stop“ zu erwähnen, der letztlich in vielen Schwellenländern (und in der Schuldenkrise der Eurozone) eine zentrale Rolle gespielt hat: das abrupte Austrocknen internationaler Kapitalzuflüsse. Keine dieser Faktoren scheint uns im Fall der USA derzeit relevant zu sein.

### Wie definieren wir eine Rezession?

Aus unserer Sicht macht das in den USA verwendete **Konzept des Business Cycle Dating Committee** des National Bureau of Economic Research (NBER) viel Sinn. Es beruht auf dem Ansatz, dass eine Rezession durch die „drei D“s definiert wird: „depth“ (Tiefe), „duration“ (Dauer) und „dispersion“ (Breite). Nur wenn eine Phase konjunktureller Schwäche eine gewissen Mindestdauer, eine gewisse Schwere und eine gewisse Breite (d.h. sie ist nicht auf eine kleine Zahl von Sektoren oder Nachfragekomponenten beschränkt) aufweist, ist sie als Rezession anzusehen. Dass das NBER Anfang und Ende dieser Phasen oft mit großer Verzögerung ausruft, ist sicher ein Nachteil. Allerdings vermeidet man dadurch Schnellschüsse, die durch kurzfristige Bewegungen in volatilen und revisionsanfälligen Monatsindikatoren ausgelöst werden könnten. Das NBER verwendet die vierteljährlichen BIP-Daten nur als Hilfsgröße. Im Mittelpunkt der Analyse stehen Monatsschätzungen des gesamtwirtschaftlichen Output, die persönlichen Einkommen ohne Transfers, die Beschäftigung und die Summe der geleisteten Arbeitsstunden, die Industrieproduktion sowie die realen Umsätze von Handel und Gewerbe. Diese Indikatoren überprüft das Komitee im Hinblick auf die drei „D“s. Dies ist die Basis für die „offiziellen“ Konjunkturzyklen in den USA.

Studien haben gezeigt, dass ökonomische Zusammenhänge häufig davon abhängen, ob sich die Wirtschaft in den zyklischen Zuständen „Expansion“ oder „Rezession“ befindet. In einer Rezession agieren Haushalte, Unternehmen und Finanzmärkte spürbar anders als sie es in den (zeitlich längeren) Expansionsphasen tun. Die Behauptung, die Festlegung einer Rezessionsphase sei reine wirtschaftswissenschaftliche Semantik, ist daher falsch.

Aus unserer Sicht ist die Definition einer so genannten „**technischen Rezession**“ (zwei aufeinanderfolgende Quartale mit schrumpfendem realen BIP) wenig zielführend und oft mehr verwirrend als hilfreich. Sie leidet unter anderem daran, dass sie nicht der Höhe des Trendwachstums Rechnung trägt und daher einer Verwechslung von konjunkturellen und strukturellen Entwicklungen Vorschub leistet. So ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein Land wie China Minusquartale verzeichnet aufgrund des noch immer hohen Potenzialwachstums äußerst gering. Deshalb kann die chinesische Wirtschaft durchaus auch bei deutlich positiven Werten „in einer Rezession“ sein. Gleichzeitig hat sich in vielen Industrieländern der Wachstumstrend nach unten verschoben. Demografische Effekte drücken das Potenzialwachstum in Japan wie in Deutschland. Je näher das „normale“ Wachstum aber bei null liegt, umso höher ist die Wahrscheinlichkeit zweier Quartale mit Minusraten. Länder mit niedrigem Wachstumstrend wären demnach anfälliger für das konjunkturelle Phänomen „Rezession“ – eine unsinnige Konsequenz.

Schließlich sollte man sich vorsehen, die Begriffe „Zyklus“, „Aufschwung“ und „Abschwung“ durch inflationären Gebrauch zu entwerten. Nicht jede kurzfristige Bewegung eines volatilen Stimmungsindikators verdient diese Bezeichnung.

Fazit: Eine Rezession ist eine Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität relativ zu ihrem Trend, die nicht nur sehr kurzfristig oder vorübergehend ist, vom Umfang her ausreichend tief ausfällt und sich nicht auf einen kleinen Teil der Wirtschaft beschränkt. Eine solche Entwicklung war in den USA seit 2007-2009 bisher nicht im Ansatz zu erkennen.

### Ausblick: Rezession 2016 oder 2017?

Im Juni 2004 begann die Fed mit dem bislang letzten Zinserhöhungszyklus. Obwohl der Leitzins in den ersten zwölf Monaten um 200 Basispunkte stieg, hinterließ dies keine spürbaren Bremsspuren in den Wachstumszahlen. Die US-Wirtschaft expandierte in den vier Quartalen ab Mitte 2004 im Schnitt um 3,4 % und in den nächsten zwölf Monaten um 3 %, jeweils deutlich oberhalb des Trends. Ins Straucheln kam die Konjunktur erst, als die Immobilienblase platzte und dies über die einsetzende Finanzkrise zur Rezession führte, die Ende 2007 begann. Inzwischen war der Leitzins aber auf 6,5 % gestiegen und lag damit klar im restriktiven Bereich.

Diese jüngste Erfahrung mit einer geldpolitischen Straffung scheint in der aktuellen Lage die aussagekräftigste zu sein. Wir gehen daher davon aus, dass es auch diesmal wieder eine ganze Weile dauern wird, bevor die Bremswirkung der Geldpolitik zum Tragen kommt. Legt man die aktuellen FOMC-Projektionen zu Grunde, wäre der reale Leitzins (Nominalzins minus Kernteuerung) Ende 2016 noch negativ. Von einem neutralen, geschweige denn restriktiven Zinsniveau kann also selbst dann keine Rede sein.

Obwohl neben dem Niveau auch die Veränderung des Leitzinses eine konjunkturelle Wirkung haben sollte, zeigt die Erfahrung der Vergangenheit, dass ersteres dominiert. Der dämpfende Effekt von steigenden Leitzinsen hängt dabei in erster Linie von der Reaktion der Finanzmärkte ab. Auf Basis unserer aktuellen Prognosen für Dollar, Aktienmarkt und Anleiherenditen dürften sich die monetären Bedingungen in den kommenden zwölf Monaten verschärfen. Dieser Prozess fällt aber voraussichtlich nur etwa so kräftig aus wie nach der Zinswende im Jahr 2004.

Diesmal ist zudem noch unklar, ob Leitzinserhöhungen genauso wirken wie in der Vergangenheit. Da die Fed auf absehbare Zeit eine sehr viel höhere Bilanzsumme haben wird als in früheren Zyklen und sie deren Höhe als ein Maß für den Expansionsgrad ihrer Politik interpretiert, wäre denkbar, dass ein gegebener Leitzins weniger restriktiv wirkt als früher.<sup>4</sup>

Eine merkliche Straffung der Finanzpolitik, sei es durch höhere Steuern oder durch Ausgabenkürzungen, zeichnet sich im Prognosehorizont nicht ab. Zwar ergeben sich aus den Präsidenten- und Kongresswahlen im November 2016 gewisse politische Risiken. Der wahrscheinlichste Ausgang dieser Wahlen wird aber weder eine plötzliche Konsolidierung noch umfangreiche öffentliche Investitionsprogramme mit sich bringen. Stattdessen dürfte die Fiskalpolitik zunächst konjunkturell weitgehend neutral wirken.

### MCI: Wiederholung von 2004?

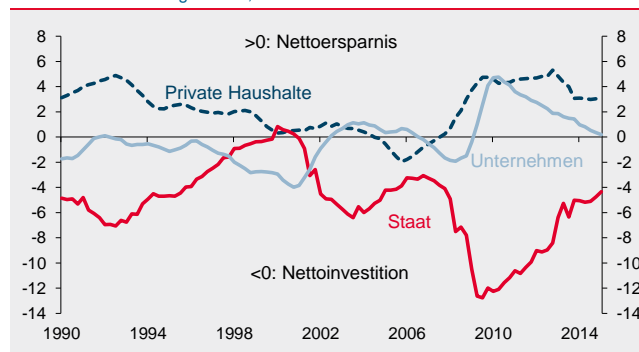
Nominaler Monetary Conditions Index (MCI), Dezember 1995 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Ungleichgewichte? Welche Ungleichgewichte?

Sektorale Finanzierungssalden, % am BIP\*



\* sektorale Ersparnis minus Investition

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ungleichgewichte  
(bisher) überschaubar

Für alle möglichen Auslöser, ob Geldpolitik oder nicht, ist eine Rezession zudem umso wahrscheinlicher, je größer die Ungleichgewichte (Aufbau von Verschuldung, Erwartungsblasen am Aktien- oder Immobilienmarkt, niedrige Sparquote, Überinvestitionen usw.) sind, die sich in der Wirtschaft während der Expansionsphase aufgebaut haben. Im Vorfeld der Rezession trüben sich die rosigen Aussichten aus der Expansion ein, vorherige Annahmen stellen sich als zu optimistisch heraus und die Wirtschaftssubjekte passen ihr Verhalten abrupt an. Dies löst dann die typische Abwärtsspirale zwischen Nachfrage und Einkommen aus. Derartige Ungleichgewichte sind aber in den USA derzeit wohl überschaubar. Die Haushalte sparen mehr als in der Vergangenheit und haben ihre Schulden seit 2007 deutlich reduziert. Von eklatanten Fehl- oder Überinvestitionen der Unternehmen kann keine Rede sein. Interessanterweise sind diejenigen, die die Fed heute wegen angeblicher Rezessionsgefahren vor Zinserhöhungen warnen, oft dieselben Beobachter, die derzeit keinerlei Fehlbewertungen (Blasen) an den Finanzmärkten, z.B. bei Aktien, Staatsanleihen oder Junkbonds, erkennen können.

Paradoxerweise könnten adaptive Erwartungen an den Finanzmärkten dazu führen, dass bereits ein vergleichsweise niedriger Leitzins die US-Konjunktur doch spürbar bremsen könnte. Je mehr Marktteilnehmer davon überzeugt sind, dass die Fed die Zinsen vielleicht „nie wieder“ auf ein neutrales Zinsniveau anheben wird (oder die dieses Niveau viel zu niedrig ansetzen), umso höher ist das Risiko, dass bereits eine relativ verhaltene Rücknahme des geldpolitischen Expansionsgrades zu Verwerfungen an den Finanzmärkten und zu einer steigenden Rezessionswahrscheinlichkeit führt. Wir sehen in dieser Hinsicht ein nicht zu vernachlässigendes Rezessionsrisiko für 2017: Im Gegensatz zu den Pessimisten aber eher in einem Szenario, in dem die Fed zu wenig zu spät macht – und dann umso kräftiger auf die Bremse treten muss, als in einem Szenario, in dem die Fed die Zinswende bald und beherzt einleitet. ■

<sup>4</sup> Dies gilt ungeachtet der technischen Möglichkeiten der Fed, die Überschussliquidität zu absorbieren. Siehe unser USA Aktuell „Zinswende bei Überschussliquidität: Wie geht das?“ vom Juli 2014.