

Konjunkturschlaglicht: Neutrales US-Zinsniveau

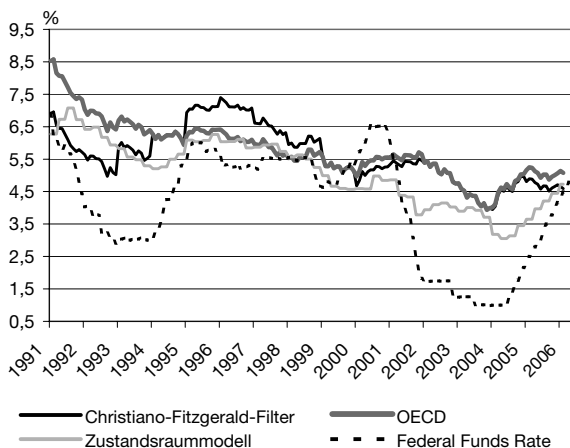
Der neutrale Zinssatz ist definiert als jener Geldmarktzins, der mit einem voll ausgelasteten Produktionspotenzial und einer konstanten Inflationsrate vereinbar ist. Vereinfacht gesprochen stellt der neutrale Zins jenen Zentralbankzins dar, bei welchem von der Geldpolitik weder stimulierende noch bremsende Wirkungen auf den Konjunkturverlauf ausgehen. Für eine Notenbank spielt der neutrale Zins daher die Rolle einer Referenzgröße, mit der sich der Grad an Expansivität oder Restriktivität des geldpolitischen Kurses beurteilen lässt. Im Falle von konjunkturellen Überhitzungstendenzen sollte der Zentralbankzins über dem neutralen Zinsniveau liegen. In Rezessionszeiten ist ein Unterschreiten des neutralen Zinsniveaus anzuraten, um die wirtschaftliche Aktivität wieder in Richtung des Potenzialniveaus zu heben.

Der neutrale Zins ist in seiner Höhe nicht konstant, sondern ändert sich in Abhängigkeit von strukturellen Faktoren. Hierbei spielt der durch die Globalisierung verschärfte internationale Wettbewerb, der den Spielraum für Preiserhöhungen begrenzt, eine Rolle. Ein zunehmender Preiswettbewerb schlägt sich in einer Absenkung des Zinsniveaus nieder, das mit Preisniveaustabilität vereinbar ist. Ein weiterer Einflussfaktor ist das Potenzialwachstum. Die Notenbank sollte bei einem Anstieg des Potenzialwachstums einen höheren neutralen Zins ansetzen, um die Kosten der Liquiditätsversorgung an die erhöhten Renditen und somit die monetären Rahmenbedingungen stärker an die realökonomischen Gegenbenheiten anzupassen. Dadurch sollen inflationäre Tendenzen eingedämmt

werden. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Geldmarktzinsen und die für Investitionen relevanten längerfristigen Zinsen vom grundlegenden Verlauf her gleichgerichtet sind, da sich aufgrund von Arbitrageprozessen Änderungen des kurzfristigen Zinsniveaus früher oder später auf das langfristige Zinsniveau auswirken.¹ Eine höhere Wachstumsrate des Produktionspotenzials impliziert somit einen höheren neutralen Zins. Weitere Determinanten des neutralen Zins sind Risikoprämien. Vor allem Inflationsrisikoprämien scheinen in den 1980er Jahren eine gewisse Rolle für das damals recht hohe Zinsniveau gespielt zu haben. Sie können als eine Reaktion auf die volatilen Inflationsraten in dieser Zeit angesehen werden. Die wirtschaftlichen Akteure mussten für diese Unsicherheit in Form einer Risikoprämie kompensiert werden, welche den neutralen Zins erhöhte.

Der neutrale Zins ist nicht direkt beobachtbar und muss daher geschätzt werden. Ein mögliches Verfahren besteht darin, sein Niveau auf der Grundlage des Produktionspotenzialwachstums zu ermitteln. Der nominal gemessene neutrale Zins entspricht dann der jährlichen Wachstumsrate des Produktionspotenzials zuzüglich der (Kern-) Inflationsrate, sowie gegebenenfalls einer Inflationsprämie. Dieses Verfahren wurde im vorliegenden Fall auf die USA angewandt. Dabei erfolgte die Schätzung des Potenzialwachstums mit Hilfe eines Zeitreihenfilters des Typs Christiano-Fitzgerald, der eine Aufspaltung des Bruttoinlandsprodukts in eine Potenzialkomponente und eine zyklische Komponente ermöglicht. Eine weitere Methode, das Potenzialwachstum zu ermitteln, basiert auf der empirischen Schätzung einer Produktionsfunktion gemäß der OECD. Als Kerninflationsrate fand der Konsumentenpreisindex, bereinigt um Güter des Bereichs Energie und Nahrungsmittel, Verwendung. Als dritte Schätzmethode wurde ein Zustandsraummodell entworfen, in dem der empirisch gemessene US-Notenbankzins in die beiden unbeobachtbaren Größen neutraler Zins und Zinslücke (Differenz aus Notenbankzins und neutralem Zins) aufgespalten wurde. Neben dem US-Notenbankzins gingen die folgenden weiteren empirischen Größen in das Modell ein: ein Maß für die erwartete Inflationsrate sowie für deren Volatilität in den jeweils vorausgegangenen zwei Jahren, ferner das geschätzte Potenzialwachstum. Die Volatilität der Inflation wurde als Determinante einer Inflationsrisikoprämie verwendet. Die Schätzung der unbeobachtbaren

Geschätztes neutrales Zinsniveau (nominal) und Notenbankzins (federal funds rate) für die USA



Quelle: Financial Thomson Datastream; OECD: Economic Outlook; eigene Berechnungen.

¹ E. Görgens, K. Ruckriegel, F. Seitz: Europäische Geldpolitik: Theorie, Empirie, Praxis, Stuttgart 2003, S. 237.

Größen neutraler Zins und Zinslücke erfolgte mit dem Kalman-Filter. In der Abbildung sind die Ergebnisse der eigenen Schätzungen sowie die auf dem OECD-Konzept basierenden Resultate dargestellt.

Wie die Abbildung zeigt, ist es Anfang der 1990er Jahre sowie zu Anfang dieses Jahrzehnts zu einer deutlichen Unterschreitung des neutralen Zinsniveaus durch den Notenbankzins gekommen. Dies ist mit der festzustellenden Unterauslastung des Produktionspotenzials in diesen Zeiträumen zu erklären. Die Notenbank sah sich veranlasst, durch relativ niedrige Zinsen die Produktion zu stimulieren. In der Boomphase um das Jahr 2000 lag der Notenbankzins über dem neutralen Zins. Um eine Überhitzung zu verhindern, wurden die Leitzinsen über das neutrale Zinsniveau hinaus angehoben. Zur Mitte der 1990er Jahre wurde

der neutrale Zins durch das in dieser Phase kräftige Potenzialwachstum erhöht; es war die Zeit, als die rasante Ausbreitung der New Economy die Produktivität und damit das Potenzialwachstum der US-Wirtschaft besonders stark stimulierte. In jüngster Zeit, etwa ab dem Jahr 2003 ist der neutrale Zins wieder angestiegen und bewegt sich derzeit etwa auf einem Niveau von rund 5%. Er liegt damit in etwa beim tatsächlichen Zentralbankzins, der in den USA derzeit 5,25% beträgt. Die US-Geldpolitik kann daher momentan als neutral bezeichnet werden. In der ersten Hälfte des Jahres 2004 lag die Federal Funds Rate hingegen – je nach Schätzmethode für den neutralen Zins – um rund 3 bis 4½% unter diesem Zins.

*Norbert Kriedel, Tel. 040/34057635
kriedel@hwwi.org*