

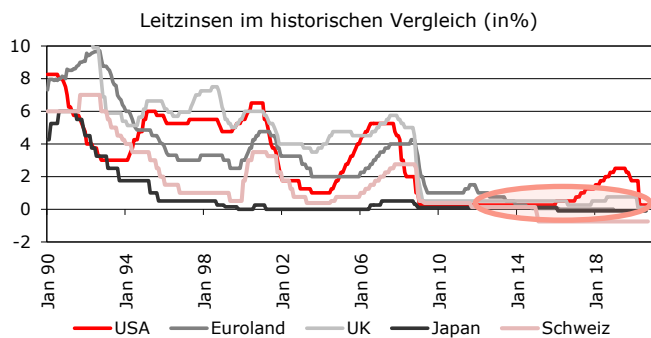


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

10. September 2020

US-Geldpolitik: Die offizielle Abschaffung der Zinsen

Bye, bye Zinsen, hello FAIT (Flexible Average Inflation Target). Mit der jüngst von der Fed beschlossenen Strategieanpassung schwenkt die US-amerikanische Notenbank auf eine Geldpolitik um, wie sie die Bank of Japan im Jahr 1999 und die Europäische Zentralbank 2016 eingeführt haben und die das Niedrigzinsumfeld auch für die USA wohl endgültig zementiert.



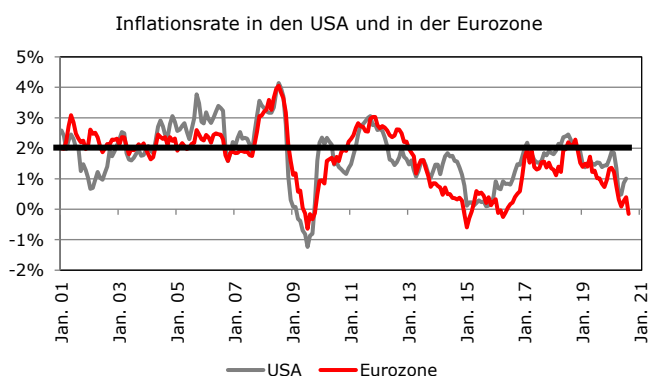
Ursache hierfür sind die neuen Rahmenbedingungen, die die Federal Reserve ihren zukünftigen geldpolitischen Entscheidungen zugrunde legt. Dabei haben sich die Prioritäten für die Notenbank deutlich verschoben. Oberstes Ziel ist von nun an eine hohe Beschäftigung (Vollbeschäftigung), während das Ziel der Preisniveaustabilität an zweite Stelle rückt. Beide Zielgrößen wurden zudem modifiziert. Für das Inflationsziel gilt zwar wie in der Vergangenheit auch, dass eine Preissteigerungsrate von zwei Prozent als konsistent mit der Zielerreichung angesehen wird. Im Unterschied zur bisherigen Strategie wird aber ein Überschreiten der Zwei-Prozent-Marke nicht mehr automatisch als Zielverfehlung interpretiert, auf die die Geldpolitik reagie-

ren muss. Stattdessen hat die Federal Reserve das neue Postulat einer Inflationsrate, die im Durchschnitt eine Rate von zwei Prozent erreichen soll. Ein genau definiertes Punktziel wird also durch ein nicht genau spezifiziertes Durchschnittsziel ersetzt, das die US-Notenbank selbst als flexibles Durchschnittsinflationsziel bezeichnet.

Konkret bedeutet dies, dass die Fed zukünftig ein Überschreiten der Inflationsrate über die Marke von zwei Prozent tolerieren wird, wenn zuvor eine Zielverfehlung nach unten stattgefunden hat (so wie es seit dem Jahr 2012 in fast 80 Prozent aller Monate zu beobachten war). „Flexibel“ bedeutet aus Sicht der Notenbank, dass es keine strikte mechanische Regel gibt, die eindeutig festlegt, was genau unter der Erreichung des Durchschnittsziels zu verstehen ist, d.h. weder die Dauer, noch die Höhe („moderat“) der zukünftig akzeptierten Abweichung von der bisherigen Zwei-Prozent-Obergrenze sind klar definiert. Eine einjährige Abweichung der Inflationsrate um einen Prozentpunkt nach unten wird die Fed also nicht notwendigerweise nach einer einjährigen Abweichung um einen Prozentpunkt nach oben (oder einer halbjährlichen Abweichung um zwei Prozentpunkte) dazu bewegen, über eine restriktivere Geldpolitik nachzudenken.

Häufig wird die Frage gestellt, warum Notenbanken das Ziel der Preisniveaustabilität mit einer Inflationsrate von zwei Prozent verbinden. Bedeuten stabile Preise denn nicht im eigentlichen Sinne, dass eine Inflationsrate von null Prozent das Ziel sein sollte? Der Charme der Zwei-

Prozent-Marke wird von den Zentralbanken in ihrer Auswirkung auf das Wirtschaftswachstum gesehen. Eine moderate Inflation, so die Annahme, führt dazu, dass Haushalte und Unternehmen einen Anreiz haben, ihr Geld auszugeben, um den erwarteten Kaufkraftverlust zu vermeiden. Insofern führt eine Inflationsrate von zwei Prozent in der Theorie zu einem höheren Wirtschaftswachstum als eine von null. Allerdings zeigen neuere wissenschaftliche Studien, dass diese Annahme mit einem Fragezeichen versehen werden muss. So würden viele Wirtschaftssubjekte eine Inflationsrate von zwei Prozent mittlerweile eher als Vorbote eines wirtschaftlichen Abschwungs interpretieren und ihr Geld deswegen sparen anstatt es auszugeben. In diesem Fall käme es nicht zu mehr, sondern zu weniger wirtschaftlichem Wachstum. Notenbanker sollten von daher, so der Rat der Wissenschaft, offen und einfach kommunizieren, welche Ziele sie mit ihrer Geldpolitik wirklich verfolgen.



Ebenso deutliche Anpassungen hat die Federal Reserve bei der Definition ihres neuen Hauptziels, der Vollbeschäftigung, vorgenommen. In der Vergangenheit hatte die Notenbank das theoretische Konzept der Phillips-Kurve in ihr geldpolitisches Rahmenwerk eingebettet. Bei der Phillips-Kurve geht es darum, dass von einem engen Zusammenhang zwischen dem Arbeitsmarkt und der Inflationsentwicklung ausgegangen wird. Unterschreitet die Arbeitslosenquote einen bestimmten Wert, die sogenannten „NAIRU“ (non accelerating inflation rate of unemployment; die inflationsstabile Arbeitslosenquote), kommt es aufgrund der hohen Nachfrage nach Arbeitskräften zu Lohnsteigerungen, die von den Unternehmen auf die Preise überwältigt werden und damit zu Inflation führen. Eine zu niedrige Arbeitslosenquote hätte von daher zu vorsorglichen Zinserhöhungen führen können, selbst wenn die Inflationsrate noch unter der Marke von zwei Prozent liegt. Für die neue geldpo-

litische Strategie hat das Konzept der Phillips-Kurve dagegen keine Bedeutung mehr. Aus Sicht der Fed hat die Arbeitslosenquote zukünftig nur noch dann Einfluss auf die Geldpolitik, wenn sie zu hoch ist; zu niedrig kann sie dagegen gar nicht mehr sein. Der „ausgewogene Ansatz“, also das Abwägen zwischen dem Inflations- und dem Arbeitsmarktziel, den die US-Notenbank bisher verfolgt hat, wird damit ad acta gelegt.

Welche Auswirkungen sind von der neuen geldpolitischen Strategie der Federal Reserve zu erwarten? Im Vergleich zur gelebten geldpolitischen Praxis der vergangenen Jahre wird es zunächst keine gravierenden Veränderungen geben, denn der nun formal vollzogene Shift ist primär institutioneller und philosophischer Natur und auch schon in die letzten geldpolitischen Entscheidungen eingeflossen. Etwas flapsig formuliert könnte man auch sagen, bei der neuen Strategie handelt es sich um alten Wein in neuen Schläuchen. Schließlich gab es bei der Fed auch in den letzten Jahren keine geldpolitischen Automatismen. Hätte das neue Rahmenwerk jedoch schon 2015 gegolten, wären die zwischen Dezember 2015 und Dezember 2018 beschlossenen neun Zinserhöhungen vermutlich unterblieben. Genau dies ist das wesentlichste Ergebnis der neuen Geldpolitik: Im Vergleich zur bisherigen Vorgehensweise werden die Zinsen zukünftig noch länger niedrig bleiben; die Geldpolitik wird expansiver sein als in der Vergangenheit. Die erste Zinserhöhung nach Corona wird demnach wohl noch viele Jahre auf sich warten lassen.

Die potenziellen Gewinner dieser veränderten Geldpolitik sind vor allem die zinssensitiven Branchen der Volkswirtschaft. Der Immobilienmarkt und die Bauwirtschaft profitieren beispielsweise von den anhaltend niedrigen Hypothekenzinsen. Generell gilt, dass das Schulden machen und bedienen einfacher werden. Auch die Aktienmärkte gehören zu den Gewinnern der neuen US-Zinspolitik. Wie schon letzte Woche erörtert sind Growth-Aktien aus dem Technologie- und dem Gesundheitssektor die Hauptprofiteure niedriger Zinsen. Aber auch generell dürfte der Anreiz für börsennotierte Unternehmen zunehmen, niedrig verzinste Anleihen zu begeben, um damit eigene Aktien (mit höherer Dividendenrendite) zurückzukaufen. Sparer und Anleger, die auf Zinserträge angewiesen sind, müssen sich dagegen unverändert auf harte Zeiten einstellen, ebenso der Finanzsektor.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	10.09.2020 17:48	03.09.2020 -1 Woche	07.08.2020 -1 Monat	09.06.2020 -3 Monate	09.09.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	27927	-1,3%	1,8%	2,4%	4,1%	-2,1%
S&P 500	3406	-1,4%	1,6%	6,2%	14,4%	5,4%
Nasdaq	11205	-2,2%	1,8%	12,6%	38,5%	24,9%
Value Line Arithmetic	6356	-1,4%	-1,0%	-0,6%	3,2%	-4,5%
DAX	13209	1,2%	4,2%	4,7%	8,0%	-0,3%
MDAX	27482	1,0%	1,3%	3,6%	5,7%	-2,9%
TecDAX	3074	1,0%	0,5%	-2,8%	7,3%	1,9%
EuroStoxx 50	3316	0,3%	1,9%	-0,1%	-5,1%	-11,5%
Stoxx 50	2978	0,4%	1,1%	-2,4%	-6,3%	-12,5%
SMI (Swiss Market Index)	10387	1,6%	3,2%	2,0%	3,3%	-2,2%
FTSE 100	6014	2,8%	-0,3%	-5,1%	-16,9%	-20,3%
Nikkei 225	23235	-1,0%	4,1%	0,6%	9,0%	-1,8%
Brasilien BOVESPA	100753	0,0%	-2,0%	4,1%	-2,4%	-12,9%
Russland RTS	1214	-0,7%	-4,5%	-5,4%	-9,4%	-21,6%
Indien BSE 30	38840	-0,4%	2,1%	14,4%	4,6%	-5,9%
China Shanghai Composite	3235	-4,4%	-3,6%	9,4%	6,9%	6,1%
MSCI Welt (in €)	2394	-1,9%	1,1%	0,0%	2,0%	-4,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1086	-2,6%	-0,9%	2,2%	-0,2%	-7,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	173,68	-339	-349	22	-56	319
Bobl-Future	134,80	-32	-21	74	-128	117
Schatz-Future	112,22	9	12	25	-28	31
3 Monats Euribor	-0,49	-1	-2	-13	-6	-11
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,48	0	-2	-8	15	0
3 Monats \$ Libor	0,25	0	0	-6	-189	-166
Fed Funds Future, Dez 2020	0,08	2	2	2	-99	-1
10-jährige US Treasuries	0,72	10	16	-11	-90	-120
10-jährige Bunds	-0,43	6	11	-12	15	-24
10-jährige Staatsanl. Japan	0,03	0	2	2	29	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,42	7	9	-12	44	5
US Treas 10Y Performance	727,87	-0,8%	-1,2%	1,7%	12,0%	14,5%
Bund 10Y Performance	678,26	-0,3%	-0,4%	1,7%	-1,0%	3,0%
REX Performance Index	499,76	0,2%	0,1%	1,2%	-0,8%	1,3%
IBOXX AA, €	0,18	4	0	-14	12	-12
IBOXX BBB, €	0,95	4	-7	-34	21	4
ML US High Yield	5,92	12	0	-61	-39	-12
Wandelanleihen Exane 25	7825	0,0%	1,7%	3,4%	3,2%	2,2%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	399,02	1,0%	5,4%	8,2%	3,9%	-0,6%
MG Base Metal Index	312,62	-0,3%	2,0%	15,2%	4,8%	4,2%
Rohöl Brent	40,59	-8,0%	-8,6%	-1,6%	-35,4%	-38,8%
Gold	1960,23	1,3%	-3,9%	14,1%	30,5%	28,9%
Silber	26,79	0,1%	-3,8%	51,4%	48,7%	49,5%
Aluminium	1745,50	0,0%	4,9%	10,5%	-1,6%	-2,0%
Kupfer	6758,50	2,8%	2,9%	17,5%	16,7%	9,9%
Eisenerz	126,78	-1,2%	7,4%	23,1%	39,0%	38,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1296	-7,1%	-13,7%	81,5%	-46,5%	18,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1881	0,6%	0,5%	5,2%	7,7%	5,8%
EUR/ GBP	0,9239	3,6%	2,3%	3,5%	3,1%	9,0%
EUR/ JPY	126,15	0,2%	1,0%	3,3%	6,9%	3,5%
EUR/ CHF	1,0781	0,0%	-0,2%	0,1%	-1,3%	-0,7%
USD/ CNY	6,8335	-0,2%	-1,9%	-3,5%	-4,1%	-1,9%
USD/ JPY	106,19	0,0%	0,2%	-1,4%	-1,0%	-2,2%
USD/ GBP	0,7778	3,2%	1,5%	-1,0%	-4,0%	3,0%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.