

# US-Notenbank bürdet US-Wirtschaft und anderen Ländern hohe Anpassungskosten auf

04. November 2022

- **Sehr gute Lage am Arbeitsmarkt zwingt Fed zu weiterhin restriktiver Geldpolitik um Inflation zu bekämpfen. Dabei nimmt die Fed eine markante Wachstumsabschwächung in Kauf.**
- **Restriktive US-Geldpolitik erschwert Inflationsbekämpfung der EZB wegen schwachem Euro.**
- **Aktien dürften unter Druck bleiben und der US-Dollar weiterhin zur Stärke tendieren.**

Thomas Härter, Investment-Strategie

## Fed auf risikoreichem Weg der rasanten Straffung...

Um gegen die stark gestiegenen Inflationsraten zu kämpfen, hat die Fed im Frühjahr dieses Jahres begonnen, ihre Leitzinsen zu erhöhen und schrumpft zudem seit dem Sommer ihre Bilanz. Im Vergleich zu allen anderen grossen Zentralbanken ist die Geldpolitik der US-Notenbank mit grossem Abstand am restriktivsten. Das Risiko steht damit klar im Raum, dass die Fed-Politik eine Rezession in den USA auslöst, damit auch andere Länder belastet und den globalen Finanzsektor stark unter Druck setzt. Dieses Risiko sollte nicht dramatisiert werden, vernachlässigen sollte man es jedoch ebenso wenig.

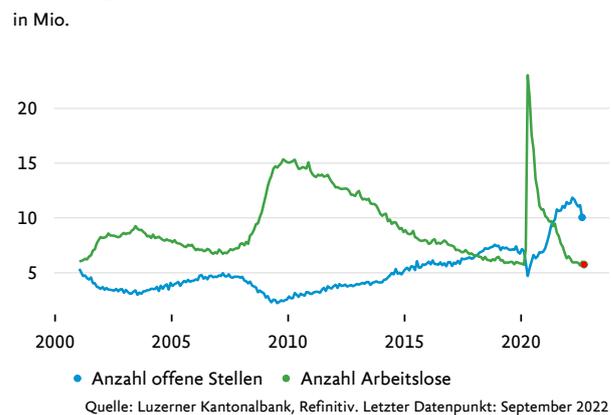
## ...und strebt indirekt eine höhere Arbeitslosenquote an

Mit ihrer geldpolitischen Straffung zielt die Fed bewusst auf eine deutliche konjunkturelle Verlangsamung und damit indirekt eine höhere Arbeitslosenquote ab, um die Lohninflation zu bekämpfen. Das Lohnwachstum ist derzeit aufgrund einer starken Nachfrage nach Arbeitskräften sehr hoch, was sich u.a. daran zeigt, dass es mehr offene Stellen als Arbeitslose gibt (Abbildung 1). Auch sank die Arbeitslosenquote im September von 3.7% auf 3.5%, den tiefsten Wert seit 50 Jahren. Es besteht somit das Risiko, dass die Unternehmungen die gestiegenen Lohnkosten auf die Konsumenten durch Preiserhöhungen abwälzen. Die Arbeitnehmer wiederum dürften versuchen, durch gestiegene Löhne einen Inflationsausgleich zu erhalten. Um diese drohende Lohn-Preispirale zu verhindern, sind eine Konjunkturverschlechterung und ein Anstieg des Risikos, den Job zu verlieren verbunden mit einer tieferen Einstellungswahrscheinlichkeit leider notwendig. Die Inflationsbekämpfung dürfte somit eine Fortsetzung der restriktiven Geldpolitik und eine Verschlechterung des Arbeitsmarktes erfordern.

Deshalb lohnt sich ein genauerer Blick auf den US-Arbeitsmarkt. Woraus resultiert der positive Stellenüberhang, wa-

rum gibt es mehr offene Stellen als Arbeitssuchende? Hierbei muss zwischen Sonderfaktoren, zyklischen und strukturellen Faktoren unterschieden werden.

**Abbildung 1: Arbeitslose und offene Stellen in den USA**



## 1. Covid-Sonderfaktoren

Viele ältere Angestellte gingen während der Pandemie oftmals aus zwei Gründen in die Frührente: Erstens hatten sie Angst vor einer Infektion mit Covid. Zweitens fühlten sie sich aufgrund der in der Krisenzeit relativ grosszügigen Arbeitslosenunterstützung sowie der stark gestiegenen Aktien- und Anleihenmärkte «reich genug», um sich dies auch leisten zu können.

Aufgrund des simultanen Bärenmarktes in Aktien und Anleihen sowie der gestiegenen Lebenshaltungskosten dürften einige dieser Frührentenäre gezwungen sein, sich «auf ihre alten Tage» doch nochmals eine neue Beschäftigung zu suchen. Gleichzeitig setzen die gestiegenen Löhne einen weiteren Anreiz zu Arbeitssuche. Zudem gehen mit dem Abklingen der Pandemie auch die Ängste vor Covid-Ansteckungen zurück. Mit der gestiegenen Akzeptanz von Heimarbeit sinken auch die objektiven Ansteckungsrisiken. Hinsichtlich der Covid-Sonderfaktoren stehen die Chancen gut,

dass diese also auslaufen und somit das Arbeitskräfteangebot steigt und die Inflation gedämpft wird.

## 2. Zyklische Faktoren

Die US-Konjunktur ist immer noch relativ robust, viele Industrien haben hohe Kapazitätsauslastungen, Facharbeitskräftemangel ist in einigen Bereichen nach wie vor ein Problem. Die restriktive Geldpolitik hat bisher noch keine dramatische konjunkturelle Abkühlung bewirkt. Da die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt der konjunkturellen Entwicklung hinterherhinkt, sprechen die zyklischen Faktoren aktuell noch nicht für deutlich tiefere Lohnzuwachsrate. Die laufende Wachstumsverlangsamung dürfte sich jedoch früher oder später in sinkenden Lohnwachstumsraten niederschlagen.

## 3. Strukturelle Faktoren

Für die USA ist ein Altersaufbau typisch, bei dem die «Baby-Boomer»-Generation der zwei Nachkriegsjahrzehnte dominiert. Die Jugendgeneration und jene im Ruhestand, die typischerweise konsumieren, jedoch nicht mehr oder noch nicht arbeiten, wirken noch nicht oder nicht mehr lohninflationdämpfend. Der Rückgang der Grösse der Alterskohorte der 20- bis 67-Jährigen *im Verhältnis* zu denen unter 20 Jahren und den über 67-Jährigen bedeutet somit, dass Angestellte und Arbeiter relativ knapper werden. Anders ausgedrückt: Das Verhältnis derjenigen, die sich im «Arbeitsalter» befinden, zu denjenigen darüber oder darunter steigt jährlich an.

Dieser Anstieg mag nicht dramatisch erscheinen, kumuliert sich jedoch über die Jahre hin auf. Dadurch dürfte ein genereller Lohnanstiegsdruck auf uns zukommen. Die schrumpfende relative Zahl der Arbeitenden muss nicht nur für sich selbst, sondern auch für die immer grössere Zahl der Pensionierten Güter und Dienstleistungen produzieren. Somit dürfte die Überalterung die Inflationsbekämpfung durch die Zentralbanken erschweren, nicht nur in den USA, sondern in allen Ländern mit einer problematischen Bevölkerungspyramide. Es drohen deshalb in Zukunft während des Anpassungsprozesses bei gleich guter Konjunkturlage generell höhere Inflationsraten. Der Teil des Bruttoinlandproduktes, der an die Arbeitnehmer geht dürfte steigen und derjenige, der an die Kapitalgeber geht, sinken.

### Fed dürfte Inflationsbekämpfung fortsetzen

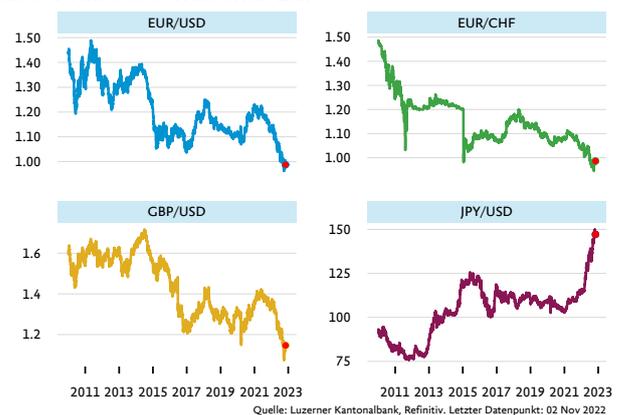
Die Lohninflation in den USA beschleunigt sich bereits nicht mehr, ist aber mit rund 5 % noch zu hoch. Die Konsumentenpreis-inflation betrug im September 8.2 % gegenüber dem Vorjahr (0.4 % gegenüber dem Vormonat). Somit ist es aus heutiger Sicht wahrscheinlich, dass die Fed ihren restriktiven Kurs beibehält und nach der jüngsten Zinserhöhung im November ihre Leitzinsen auch am 14. Dezember nochmals erhöhen wird. Auch die Bilanzschrumpfung dürfte bis auf weiteres mit unverminderter Geschwindigkeit beibehalten werden. Erst tiefere Lohnzuwachsrate,

eine tiefere Inflationsrate oder eine erhebliche Verschlechterung der Konjunktur dürften eine Umkehr der US-Geldpolitik bewirken.

### US-Notenbank bürdet anderen Ländern hohe Kosten auf

Die Wirkungsverzögerungen der Bilanzschrumpfung und Zinserhöhungen können nur schwer abgeschätzt werden. Es besteht das Risiko, dass die bis jetzt vorgenommenen Geldstraffungen bereits mehr als genug sind, aber zu langsam wirken, als dass die Fed dies erkennt. Deshalb ist - wie bereits anfangs erwähnt - das Risiko hoch, dass die restriktive Geldpolitik einen grösseren konjunkturellen Schaden als erwünscht anrichtet und eventuell sogar die Finanzstabilität gefährdet. Bis jetzt kümmert sich die Fed noch wenig darum, wie stark ihre restriktive Geldpolitik die Finanzstabilität im Ausland belastet. Das dürfte ohnehin erst der Fall sein, wenn Gefahren für die Konjunktur, Inflationsentwicklung oder Finanzmarktstabilität in den USA entstünden.

**Abbildung 2: Starke Aufwertung des US-Dollars, schwaches Pfund & schwacher Euro**



### Für Finanzmärkte wird entscheidend sein, warum die US-Notenbank eines Tages den Erhöhungszyklus beendet

Erst wenn die USA selbst negativ betroffen sind oder die Inflation hinreichend gesunken ist, dürfte die Fed ihre restriktivere Geldpolitik beenden. Für die Entwicklung der Finanzmärkte ist also recht entscheidend, warum die Fed «einknickt». Das beste Szenario wäre die «sanfte Landung», bei welcher sich das Wachstum genügend verlangsamt um die Inflation zu drücken ohne dass es aber zu einer Rezession kommt. Sowohl Aktien als auch Bonds würden davon profitieren. Das ungünstigste Szenario wäre die Stagflation - wo die Zinsen zwar hoch steigen und die Wirtschaft in eine Rezession stossen, die Inflation jedoch nicht nennenswert sinkt. Aktien und Bonds kämen beide unter Druck. Dazwischen befindet sich das volle Spektrum alternativer Szenarien, die Aktien und Anleihen unter anderem auch in gegensätzliche Richtungen bewegen können.

Selbst eine lockerere Geldpolitik der anderen Zentralbanken, beispielsweise der Europäischen Zentralbank (EZB) könnte die Aktien- und Anleihenmärkte höchstens vorübergehend stützen, wäre aber nicht ausreichend, eine neue

Hausse an den Aktienmärkten auszulösen, solange die Fed ihre Bilanz weiter schrumpft und die Zinserhöhungen fortsetzt. Dafür sind die US-Wirtschaft und US-Finanzmärkte schlichtweg zu bedeutend.

### Europa wegen Fed-Kurs zusätzlich unter Druck

Ähnlich wie die USA leiden auch viele Länder in Europa derzeit unter zweistelligen Inflationsraten und den Auswirkungen des Ukrainekriegs. Wie in den USA ist eine der Hauptursachen für den Inflationsschock die zu lange zu lockere Geldpolitik. Im Gegensatz zu den USA wird Europa jedoch zusätzlich durch stark verminderte Lieferungen von Rohstoffen und Energie aufgrund von Sanktionen gegen und Lieferstopps durch Russland belastet. Die US-Wirtschaft muss zwar auch die gestiegenen Preise der Rohstoffe und Energieträger verdauen, steht aber im Vergleich zu Europa weniger einer Mangellage gegenüber. Deshalb ist die europäische Konjunktur derzeit von grösseren Wachstumsrisiken bedroht als die der USA - und verkräftet eine restriktive Geldpolitik weniger gut als die USA, obwohl die Inflationsraten höher sind. Diese Verletzlichkeit und die wesentlich restriktivere Geldpolitik der EZB im Vergleich zur Fed gehören zu den Hauptursachen für den aktuell sehr starken Dollar und schwachen Euro.

### EZB steht vor Dilemma

Die EZB hat zwar mittlerweile ihre Leitzinsen seit Juli um 200 Basispunkte erhöht, jedoch im Gegensatz zur Fed noch nicht mit einer Reduktion der Bilanzsumme begonnen. Somit hinkt sie hinsichtlich der geldpolitischen Normalisierung deutlich hinterher. Die Inflationsraten sind höher als in den USA und erfordern eigentlich eine restriktive Geldpolitik. Der Ukrainekrieg, die hohen Rohstoffpreise, die starke Abhängigkeit von russischen Rohstofflieferungen belasten Europa jedoch konjunkturell wesentlich stärker als die USA. Auch die Finanzstabilität ist in Europa stärker gefährdet. Einerseits müsste die EZB dringend mehr gegen die hohen Inflationsraten unternehmen. Andererseits müsste sie vorsichtiger als die Fed agieren aufgrund der prekäreren konjunkturellen Situation und der Gefahr eines erneuten Aufflammens einer Euroland-Kreditkrise, bei der insbesondere stark verschuldete Länder wie Italien, Spanien oder Griechenland betroffen wären.

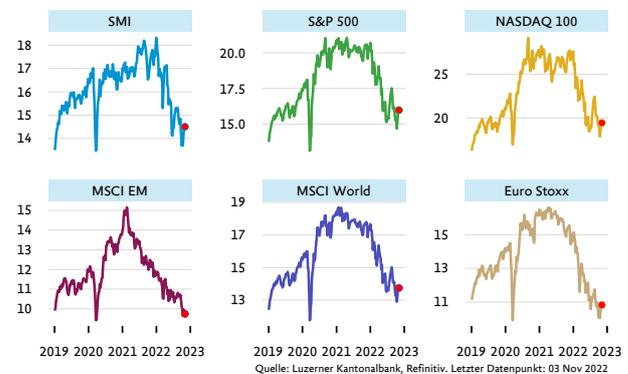
Verschärft wird die Situation durch die geplanten kreditfinanzierten Erhöhungen der Staatsausgaben, mit denen viele Regierungen ihre Konsumenten vor den gestiegenen Preisen schützen wollen. Das verkompliziert die Lage für die EZB: eine Schrumpfung der Bilanz bei gleichzeitig steigender Neuverschuldung könnte schnell für Aufwärtsdruck bei Staatsanleiherenditen und Risikoprämien innerhalb der Eurozone führen?

### EZB kann nicht völlig unabhängig von der Fed agieren

In diesem schwierigen Spannungsfeld der EZB kommt hinzu, dass die EZB zumindest teilweise die restriktive Geldpolitik der Fed (die sich fast nur nach den Erfordernissen der USA wie bspw. die Lohninflation richtet) nachvollziehen muss. Würde sie im Gegensatz zur restriktiven Fed eine zu lockere Geldpolitik machen, drohten weiterer Abwärtsdruck auf den Euro und Kapitalabflüsse aus dem Euroland. Auch deshalb wird die EZB weitere restriktive Schritte der Fed zumindest teilweise nachvollziehen müssen, wenn vielleicht auch weniger aggressiv und zeitlich verzögert. Dies könnte die Aktien-, Anleihe- und Immobilienmärkte zusätzlich belasten.

### Abbildung 3: Aktien-Bewertungen deutlich gesunken

IBES Schätzungen, Gewinne der nächsten 18 Monate



### Fazit: Defensiv positioniert bleiben

Die Fed legt den Schwerpunkt weiterhin auf die Inflationbekämpfung. Sie nimmt dabei eine wirtschaftliche Abkühlung in Kauf. Trotz deutlicher Kursverluste und erheblich besserer Bewertungskennzahlen ist es noch zu früh, um Aktien neutral zu gewichten, weshalb wir weiter ein deutliches Untergewicht in einem gemischten Portfolio empfehlen. Die Unsicherheit dürfte vorerst sehr hoch bleiben. Anleger sollen jedoch nicht in Panik verfallen und ihrer Anlagestrategie treu bleiben. Ein übertrieben hohes Untergewicht ist auch nicht angebracht. Die bereits erheblich besseren Bewertungskennzahlen (Abbildung 3) und die extrem negative Börsenstimmung sprechen dagegen.

Generell sollten Unternehmungen und Länder mit einer hohen Verschuldung gemieden, Länder und Unternehmungen mit tiefer Verschuldung und guter Kreditwürdigkeit bevorzugt werden. Die Bonität von Anleihen sollte «über alle Zweifel» erhaben sein. Der US-Dollar dürfte weiterhin zur Stärke tendieren, der Euro unter Druck bleiben. Anleger sollten Währungen hoch verschuldeter Länder meiden.