

Geldpolitik der Fed - Belastung oder Stütze für die Märkte?

29. November 2022

- Für die Finanzmärkte ist die Frage entscheidend, in welche Richtung sich Inflation, Wachstum und Geldpolitik in den USA im nächsten Jahr entwickeln.
- Die US-Notenbank Fed hat bereits einen Grossteil der geldpolitischen Stimuli der letzten Jahre durch eine geldpolitische Vollbremsung neutralisiert. Der bereits eingeleitete Rückgang der US-Inflation dürfte sich fortsetzen.
- Die Chancen stehen gut, dass der geldpolitische Gegenwind im nächsten Jahr nachlässt. Da die Gewinnerwartungen jedoch noch zu optimistisch erscheinen, raten wir zu einem Untergewicht bei Aktien.

Thomas Härter, Investment-Strategie

Für die weitere Entwicklung der Finanzmärkte ist entscheidend, ob die bisher getroffenen geldpolitischen Massnahmen der Fed bereits ausreichen, um die hohen Inflationsraten in Griff zu bekommen. Es gibt aus unserer Sicht drei Szenarien für die Märkte:

Szenario 1: Restriktivere Politik als die Märkte erwarten

Die Fed muss eine noch restriktivere Geldpolitik implementieren, d.h. die Zinsen stärker als erwartet erhöhen und/oder ihre Bilanz noch aggressiver schrumpfen, weil sich die hohe Inflation als hartnäckiger erweist als erwartet. Dies wäre negativ für Aktien, Anleihen und Immobilien.

Szenario 2: Früher als erwarteter Schwenk Richtung Beendigung der restriktiven Geldpolitik

Die Fed hat bereits jetzt zu stark gestrafft, die Inflationsraten kommen aufgrund einer Konjunkturverlangsamung zügig zurück, weshalb sie früher als der Markt dies derzeit erwartet Zinserhöhungen und die Bilanzschrumpfung stoppen oder gar umkehren wird. Dieses Szenario könnte sehr positiv für Aktien, Anleihen und Immobilien sein. Der Ausblick für die Finanzmärkte hängt in diesem Fall jedoch stark davon ab, wie sehr die Konjunktur einbremst und/oder ob es zu einer Gefährdung der Finanzstabilität kommt. In diesem Fall könnte die Fed selbst dann, wenn die Inflationsraten immer noch zu hoch sein könnten, eine geldpolitische Wende einleiten. Diese Problematik wird im Folgenden nicht weiter vertieft.

Szenario 3: Fed verhält sich so, wie Märkte dies erwarten

Die Fed hat im Wesentlichen das Notwendige getan und verhält sich so, wie der Konsensus dies erwartet, da sich auch Wachstum und Inflation wie erwartet entwickeln. Das

dritte Szenario wäre weitgehend «neutral» für Aktien, Anleihen und Immobilien, da die zukünftige Geldpolitik bereits adäquat eingepreist wäre.

Um abschätzen zu können, ob der Kampf gegen die Inflation mit den bisher getroffenen geldpolitischen Massnahmen gelingen wird und welches der 3 Szenarien das realistischste ist, hilft ein Blick in die Vergangenheit.

Zuerst reisen wir jedoch in das Weltall

Stellen wir uns 2 Planeten vor: den Planeten «Vielgeld» und den Planeten «Weniggeld». Diese beiden Planeten sind völlig identisch, nur auf dem Planeten «Vielgeld» gibt's doppelt so viel Geld wie auf «Weniggeld». Da alles Sonstige identisch ist, ist es logisch, dass die Preise auf «Vielgeld» genau doppelt so hoch sind, wie auf dem Nachbargestirn. Das heisst, ein Bewohner auf «Vielgeld» verdient doppelt so viel und bezahlt doppelt so viel für Alles, so dass er sich am Ende genau gleich viel leisten kann wie ein Einwohner auf «Weniggeld». Auf beiden Planeten wird das Geld gleich oft umgeschlagen, die Geldumlaufgeschwindigkeit ist gleich. Es gibt keinen Grund für eine unterschiedliche Geldumlaufgeschwindigkeit.

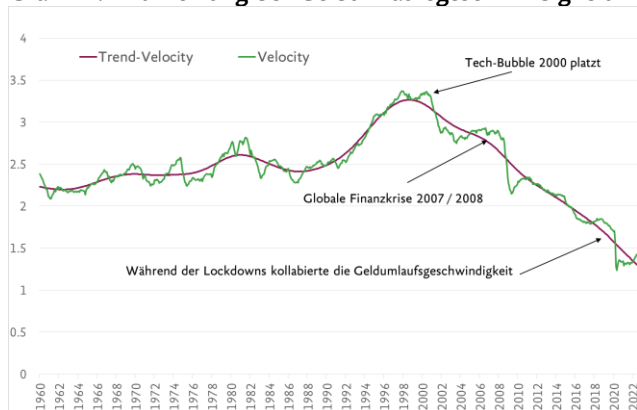
Auf dem dritten Planeten «Inflation» wächst die Geldmenge seit Jahrhunderten jedes Jahr um 20 %, während sie auf den anderen Planeten konstant bleibt. Logischerweise müssen Bewohner dieses Planeten mit einer 20 % höheren Inflation leben, was jedoch nicht schlimm ist, da diese korrekt von allen Bewohnern antizipiert wird, mit anderen Worten: es gibt keine negativen Inflationsüberraschungen. Auf allen drei Planeten wird das Geld gleich oft umgeschlagen, die Geldumlaufgeschwindigkeit ist, wie alles andere genau gleich.

Diese «Planetenparabel» soll zeigen, dass das Preisniveau in einem langfristigen Gleichgewicht mit perfekter Information aller Teilnehmer der Wirtschaft allein von der Geldmenge und die Inflationsrate allein von der Wachstumsrate der Geldmenge abhängen. Eine doppelt so hohe Geldmenge führt langfristig zu doppelt so hohen Preisen. Ein Anstieg der Geldmengenwachstumsrate von 0 % auf 20 % führt langfristig zu einem Inflationsanstieg von 0 % auf 20 %.

Inflation, Geldmenge und Geldumlaufgeschwindigkeit

Zurück zur Erde. Grafik 1 zeigt, die Entwicklung der sogenannten Geldumlaufgeschwindigkeit (Velocity) seit 1960. Diese gibt an, wie oft Geld verwendet wird, um etwas zu kaufen. Seit 2000 wird Geld tendenziell weniger oft umgeschlagen. Während Krisenzeiten kollabiert die Geldumlaufgeschwindigkeit in der Regel, so während der grossen Finanzkrise 2007 - 2009, während des Platzens der Tech-Bubble 2000 und während der Covid-Pandemie. Interessanterweise ist die Geldumlaufgeschwindigkeit immer noch weit von den Niveaus aus der Vor-Pandemiezeit entfernt.

Grafik 1: Entwicklung der Geldumlaufgeschwindigkeit



Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

Grundsätzlich wirkt eine Erhöhung der Geldumlaufgeschwindigkeit genau gleich wie eine Erhöhung der Geldmenge. Steigt die Umlaufgeschwindigkeit beispielsweise um 20 % an, ist der Inflationsimpuls genau gleich hoch als wenn die Geldmenge um 20 % ansteigt. Ob 20 % mehr Geld zum Kauf von Gütern und Dienstleistungen zur Verfügung steht oder ob das zur Verfügung stehende Geld 20 % öfter zum Kauf verwendet wird - der Effekt ist derselbe.

Das Problem besteht nun allerdings darin, dass sich die Geldumlaufgeschwindigkeit kurzfristig kaum prognostizieren lässt, da sie von einer Vielzahl unterschiedlicher Faktoren bestimmt wird. Um eine ungefähre Vorstellung davon zu bekommen, wie stark der monetäre Impuls wirkt und wie sich dieser auf die künftige Inflation auswirkt, gibt es allerdings eine Reihe von Hilfsmitteln, darunter die sogenannte McCallum-Regel, auf die wir in Kürze näher eingehen werden. Diese verwendet die Geldumlaufgeschwindigkeit, trifft jedoch die vereinfachende Annahme, dass deren Trend der vergangenen Jahre auch in der näheren Zukunft anhalten wird.

Pandemiebekämpfung und Inflationsanstieg

Der starke Anstieg der Inflation seit 2020 hat viele Ursachen, zu den wichtigsten davon zählen jedoch:

- eine starke (und im Nachhinein zu grosse und zu lange) Expansion von Geld- und Fiskalpolitik zu gleicher Zeit auf globaler Ebene (z.B. in den USA Wertpapierkäufe der Fed und Stimulus-Schecks unter Trump und Biden). Die US-Fed sah sich dadurch einer «Ketchup»-Inflation gegenüber: Ist es Ihnen auch schon passiert, dass man ein bisschen Ketchup geniessen möchte und verzweifelt versucht was aus der Flasche rauszubekommen, aber es kommt nichts? Plötzlich macht es Platsch und der ganze Teller ist voller Ketchup, das Essen ungeniessbar.
- die Verwerfungen aufgrund der Lockdowns: zunächst gab es einen starken Sprung der Güternachfrage, was die Lieferkettenprobleme mit auslöste und zu steigenden Güterpreisen führte). Bei den Dienstleistungen erfolgte genau das Gegenteil. Mit dem Ende der Lockdowns 2022 sprang hingegen die Dienstleistungsnachfrage wieder stark an aufgrund von Nachholeffekten, was hier ebenfalls die Preise stark befeuerte.
- schliesslich führte der Ukraine-Krieg zu einem starken Anstieg der Rohstoffpreise und erneuten Lieferkettenproblemen.

Ein Blick in die Kristallkugel

Wie weiter? Der Zusammenbruch der Wertschöpfungsketten, Lieferengpässe, der heiss laufende Arbeitsmarkt sind tendenziell konjunkturelle Phänomene, welche die Inflationsraten mittelfristig beeinflussen.

Viele Lieferprobleme, beispielsweise bei Microchips, welche für die Autoproduktion benötigt werden, konnten weitgehend behoben werden, so dass beispielsweise die Gebrauchtwagenpreise mittlerweile wieder eher sinken und nicht, wie noch vor einigen Monaten, weiter in die Höhe schiessen. Generell scheint diese sogenannte Bottleneck (Engpass)-Inflation unter Kontrolle zu stehen.

Der Rohstoffschock, insbesondere bei Energie infolge des Ukraine-Krieges hat zu einem gewaltigen Anstieg der Preise von Öl und Erdgas geführt. Damit die Inflation jedoch gleich hoch bleibt und nicht sinkt, ist ein weiterer Anstieg dieser Preise, z.B. über eine weitere Verknappung notwendig. Aufgrund der sich abkühlenden Konjunktur erscheint dies aus heutiger Sicht eher unwahrscheinlich. Hinzu kommt, dass russische Produktion über andere Kanäle ihren Weg auf den Weltmarkt findet, was die globale Versorgungslage entlastet trotz der westlichen Sanktionen.

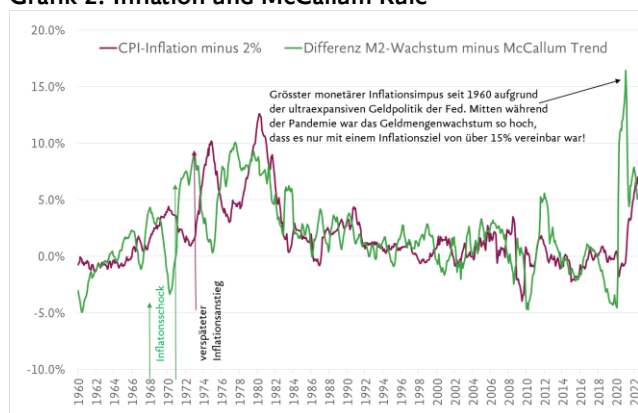
Somit bleiben zwei Ursachen, welche bekämpft werden müssen, damit das Inflationsmonster besiegt werden kann:

1. Eine Lohn-Preisspirale muss verhindert werden. Es besteht die Gefahr, dass die Arbeitnehmer ihre Lohnforderungen erhöhen, weil sie mit höherer Inflation rechnen und die Arbeitgeber höhere Preise verlangen, weil ihre Lohnkosten gestiegen sind. Diese Gefahr versucht die Fed u.a. durch eine Abschwächung des Arbeitsmarktes, die durch eine wirtschaftliche Abkühlung ausgelöst wird, zu bekämpfen.

2. Der monetäre Inflationsimpuls muss durch eine Verlangsamung des Anstiegs der Geldmenge verringert werden. Wir haben sogenannte McCallum-Rules berechnet um abzuschätzen, ob die Bekämpfung des monetären Inflationsimpulses gelingen wird. Hierbei versucht man zu errechnen, wie hoch das Geldmengenwachstum sein darf, um mit einem Inflationsziel von 2 % vereinbar zu sein. Die McCallum-Rule bezieht sich auf die eingangs erwähnten «Planetenparabel» und folgender Binsenweisheit: Je mehr Güter und Dienstleistungen produziert werden, desto höher kann das Geldmengenwachstum sein, ohne dass es zu Inflation kommt (wenn alles andere gleich bleibt). Wird beispielsweise in einem Jahr 3 % mehr produziert, kann auch 3 % mehr Geld geschaffen werden, ohne dass es zu Inflation kommt. (Eine etwas schwerer verdauliche Erklärung finden Sie am Ende des Artikels. Diese können Sie aber getrost ignorieren.)

Grafik 2 zeigt in schwarz die Konsumentenpreis-inflation in den USA abzüglich des Inflationsziels von 2 % seit 1960. Die grüne Linie zeigt das tatsächliche Geldmengenwachstum von M2 minus des mit einem Inflationsziel von 2 % vereinbaren Geldmengenwachstums. Schön wäre, wenn beide Linien mit der Null-Linie (Y-Achse) zusammen fallen würden. Dies würde bedeuten, dass die Inflation immer genau 2 % gewesen wäre, weil das tatsächliche Geldmengenwachstum immer dem mit einem Inflationsziel von 2 % kompatiblen Geldmengenwachstum entsprochen hätte.

Grafik 2: Inflation und McCallum Rule



Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

Leider war dies in der Regel nicht der Fall. Die ultraexpansive Geldpolitik als Reaktion der Fed auf die Pandemie stellt den mit Abstand grössten monetären Inflationsimpuls seit 1960 dar. Mitten in der Pandemie war das Geldmengen-

wachstum so hoch, dass es gemäss dieser Regel nur mit einem Inflationsziel von über 15 % vereinbar war! Meistens dauert es eine Weile, bis zu lockere Geldpolitik tatsächlich zu Inflation führen. Diese Wirkungsverzögerungen können manchmal recht lange sein und sind nicht immer gleich. Sie können ökonomisch nicht zuverlässig abgeschätzt werden.

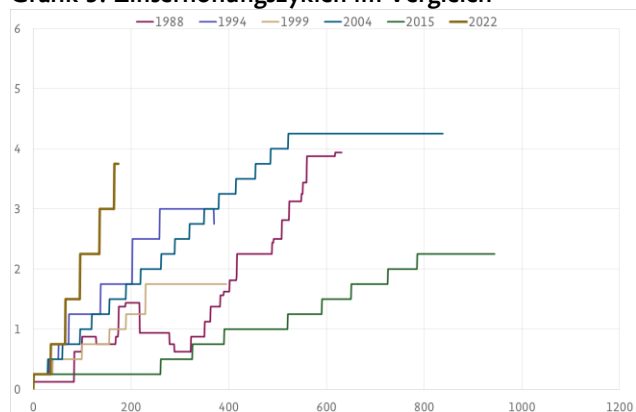
Der Inflationsimpuls Anfang der 1970er Jahre beispielsweise erreichte mit einem rund 8.6 % zu schnellem Geldmengenwachstum im Januar 1973 das Maximum. Die Inflationsspitze wurde erst rund 2 Jahre später mit einer, gemessen an einem Inflationsziel von 2 %, um 10.1 % zu hohen Inflation. Damals betrug der Wirkungslag rund 2 Jahre.

Betrachtet man die jüngere Geschichte in der Grafik, drängt sich der Eindruck auf, dass die Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik auf die Inflationsrate generell kürzer geworden sind, auch am aktuellen Rand, das heisst in den letzten Monaten. Der explosionsartige Anstieg der Inflation ohne grosse Verzögerung ist durch das Beenden der Lockdowns erklärbar und deshalb nicht überraschend. Es gibt einen klaren Grund für den unmittelbaren hohen Anstieg der Inflationsraten.

Geldpolitik in den USA wird äusserst schnell gestrafft

Als Reaktion auf den dramatischsten Inflationsanstieg seit den 70er Jahren erhöhte die Fed aggressiv ihre Zinsen und begann ihre Bilanz zu schrumpfen. Grafik 3 zeigt den aktuellen Zinserhöhungszyklus im historischen Kontext vergangener Zinserhöhungen seit 1988. Auf der X-Achse sieht man die Tage seit der ersten Zinserhöhung, auf der Y-Achse den Leitzins.

Grafik 3: Zinserhöhungszyklen im Vergleich



Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

Es wird klar, dass der derzeitige Zinserhöhungszyklus der schnellste seit 1988 ist. Die Fed wurde bei der Inflationsskontrolle mehrfach bei erheblicher Inflationsüberschreitung geblitzt, es drohte ein Führerscheinentzug (durch die US-Politiker). Deshalb führt sie derzeit eine Vollbremsung durch, die nicht ohne Risiken ist. In der Vergangenheit waren Zinserhöhungen von 75 Basispunkten - derer wir nun vier in Folge sahen - extrem selten. Stattdessen gab es eher

Trippelschritte, die sich über lange Zeiträume hinstreckten. Im Rahmen des Bremsmanövers verlangsamte sich das Wachstum der Geldmenge M2 bereits deutlich. Erstens, weil die Fed auch begann ihre Bilanz zu schrumpfen. Zweitens, weil die Geldschöpfung des Bankensystems aufgrund einer zurückhaltenderen Kreditvergabe in Folge der Wirtschaftsabschwächung (gestiegene Kreditrisiken) und die Nachfrage nach Krediten aufgrund der gestiegenen Zinsen gezähmt werden konnte. Die McCallum-Rule in Grafik 2 legt nahe, dass die Inflationspitze bereits hinter uns liegt, die Inflationsraten weiter sinken dürften. Sie stützt damit unsere Inflationsprognosen. Das aktuelle Geldmengenwachstum ist gemäss dem oben skizzierten Modell mit einem Inflationsziel von rund 4.6 % vereinbar.

Szenario 3 erscheint derzeit am plausibelsten

Aus heutiger Sicht spricht auch auf Basis der McCallum-Rule viel dafür, dass das Geldmengenwachstum spätestens gegen Ende des nächsten Jahres wieder mit einem Inflationsziel von 2 % vereinbar sein wird und sich die Inflationsrate mit einer Verzögerung von einigen Quartalen dann der Zielinflation annähern wird. Wir erachten es daher für wahrscheinlich, dass die US-Inflation in den nächsten Quartalen auf unter 5 % sinken, das Inflationsziel von 2 % aber 2023 noch deutlich verfehlen wird (wie erwarten derzeit einen Jahresdurchschnitt von 4.3 %). Deshalb dürfte die Bilanzverkürzung bis auf weiteres fortgesetzt werden. Auf der Zinsseite halten wir weitere Erhöhungen für wahrscheinlich und erwarten, dass das Zyklus-Hoch von 5 % im 1. Quartal 2023 erreicht wird. Die Fed dürfte also im Wesentlichen das machen, was die Märkte bereits erwarten: Sie behält in den nächsten Monaten ihre restriktive Politik bei, setzt diese jedoch in einem gemächlicheren Tempo um. Dies deckt sich weitgehend mit den aktuellen Markterwartungen, was kurzfristig für das Dritte unserer eingangs skizzierten Szenarien spricht.

Abwärtsrisiken könnten im Verlauf von 2023 steigen

Neben der Inflationsproblematik ist für die Finanzmärkte der Konjunkturausblick entscheidend. Sollte es zu einer grösseren Abschwächung kommen, wie wir derzeit erwarten, würde sich das negativ auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen auswirken. Sorgen vor deutlichen Gewinnrückgängen und den gestiegenen Finanzierungskosten der Unternehmen könnten zu Belastungsfaktoren für die Aktienmärkte werden. Die Konsensgewinnprognosen reflektieren diese Faktoren aus unserer Sicht nicht adäquat und erscheinen uns vor diesem Hintergrund als zu positiv. Ob und in welchem Ausmass die Entwicklung der Inflation in einem solchen Szenario der Fed eine Lockerung der Geldpolitik erlauben dürfte, ist einer der grössten Unsicherheitsfaktoren.

Aktienuntergewicht beibehalten

Wir raten deshalb trotz der zu erwartenden Verbesserung der Inflations- und geldpolitischen Aussichten zu einem Aktienuntergewicht. Erst wenn die Gewinnerwartungen realistisch oder gar zu pessimistisch sind und die Geldpolitik zum Rückenwind wird, dürfte der Zeitpunkt für ein Aktienübergewicht gekommen sein.

Anhang, wirklich nur für technisch interessierte Leser: die McCallum-Rule

Die McCallum Rule basiert auf der Quantitätsgleichung. Deren Grundüberlegung ist, dass bei allen Käufen von Gütern oder Dienstleistungen gegen Geld der gezahlte Geldbetrag in einer Volkswirtschaft genau den Gütermengen multipliziert mit den Einzelpreisen entsprechen muss.

In einer Gleichung ausgedrückt gilt: $M \times V = H \times P$

M=Geldmenge, V=Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, P=Preisniveau, H=Handelsvolumen

Da das Handelsvolumen nicht beobachtet werden kann, verwendet man in der Praxis stattdessen oftmals das Bruttoinlandsprodukt oder ähnliche Grössen.

Wird die obige Gleichung in Wachstumsraten ausgedrückt, dann gilt:

$$Mg + Vg = BIPg + \text{Inflation}$$

Mg=Wachstum der Geldmenge, Vg=prozentuale Änderung der Umlaufgeschwindigkeit, BIPg=Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsproduktes

Eine Erhöhung der Geldmengenwachstumsrate oder eine Erhöhung der Geldumlaufgeschwindigkeit auf der einen Seite wird immer dann zu einem Anstieg der Inflationsrate führen, es sei denn die Gütermenge, das Bruttoinlandsprodukt kann in gleichem Ausmass gleichzeitig erhöht werden.

Löst man nach dem Geldmengenwachstum auf und setzt das Inflationsziel ein, erhält man das bei gegebener Änderung der Umlaufgeschwindigkeit mit dem vorgegebenen Inflationsziel vereinbare Wachstum der Geldmenge Mg_{McCallum} :

$$Mg_{\text{McCallum}} = BIPg + \text{Inflationsziel} - Vg$$

Um die McCallum-Rule für Inflationsprognosen verwenden zu können, haben wir das Trendwachstum der Güter und die Trendänderung der Umlaufgeschwindigkeit berechnet.

Die Umlaufgeschwindigkeit sinkt, wenn Deflation herrscht («Warum heute kaufen, wenn man's morgen billiger bekommt»). Sie steigt, wenn die Inflation ansteigt («Lieber heute billiger als morgen teurer kaufen»). Deshalb musste die Fed eine geldpolitische Vollbremsung durchführen. Hätte Sie dies nicht getan, hätte die Gefahr eines weiteren deutlichen Anstieges der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bestanden.

Was im Extremfall passieren kann, zeigt das Beispiel von Ländern, die mit Hyperinflation zu kämpfen haben: hier explodiert die Geldumlaufgeschwindigkeit. Denn ist Geld am Abend weniger wert als am Morgen, kauft man lieber schnell «irgendetwas», um den Wert zu sichern. Der Druck, schnell «egal was» zu kaufen, erhöht die Inflation, was wiederum die Notwendigkeit erhöht, schnell «irgendetwas» zu kaufen, was halbwegs wertstabil erscheint. In der Sekunde, in der der Lohn ausgezahlt wird, arbeitet niemand mehr und alle kaufen «irgendetwas», egal ob Sie dies brauchen oder nicht. Hauptsache kein Geld, das stündlich weniger wert wird. Diese Situation kann sogar dann eintreten, wenn die Geldmenge nicht mehr wächst oder sogar schrumpft, falls die Inflationserwartungen aufgrund eines völligen Vertrauensverlustes in die Währungshüter ständig ansteigen und die Umlaufgeschwindigkeit somit ebenfalls ständig ansteigt. Wird die Zentralbank erst einmal als «Währungsverhuner» wahrgenommen, ist das verlorene Vertrauen nur sehr schwierig zurückzugewinnen.