



Dr. Ernst Konrad

# 35 | Oktober 2020

## Die Neuausrichtung der FED: Mehr Stagflation als nur Inflation

*Seit der Konferenz in Jackson Hole im August setzt die FED auf eine Adjustierung ihrer bisherigen Strategie, die sich bislang an den beiden Zielen der Vollbeschäftigung und einer Inflationsrate von gut 2% orientiert hat. Hintergrund ist, dass zwar vor der Corona-Krise die Arbeitslosenquote auf ein Rekordtief gefallen ist, das Inflationsziel aber bereits seit Jahren kontinuierlich unterschritten wird und damit immer stärker die Glaubwürdigkeit und Geeignetheit der bisherigen Politikmaßnahmen in Frage stellt.*

Um diesen Mangel zu heilen, will die FED ab sofort die bisherige Zielverfehlung kompensieren, indem sie in Zukunft eine höhere Preissteigerung temporär tolerieren wird, um längerfristig die 2%-Schwelle auch wirklich zu erreichen. Wie lange diese Zeitspanne sein wird und ab welchem Inflationsniveau die FED umschwenken wird, ist aktuell schwer zu beurteilen. Momentan geht der Trend allerdings deutlich in Richtung, eher später als früher zu reagieren.

Prinzipiell ist dieses Ziel entweder mit noch größeren Wertpapierkäufen (evtl. auch erstmalig inkl. Aktien) oder aber mit dem Versprechen, die Zinsen noch länger niedrig zu halten („lower for longer“), erreichbar. Die FED hat sich auf ihrer September-Sitzung für

die zweite, konservativere Option entschieden, aber gleichzeitig die Marktteilnehmer gewarnt, ihre Entschlossenheit nicht zu unterschätzen. Der alte Wahlspruch „Don't fight the FED“ soll wieder uneingeschränkt gelten.

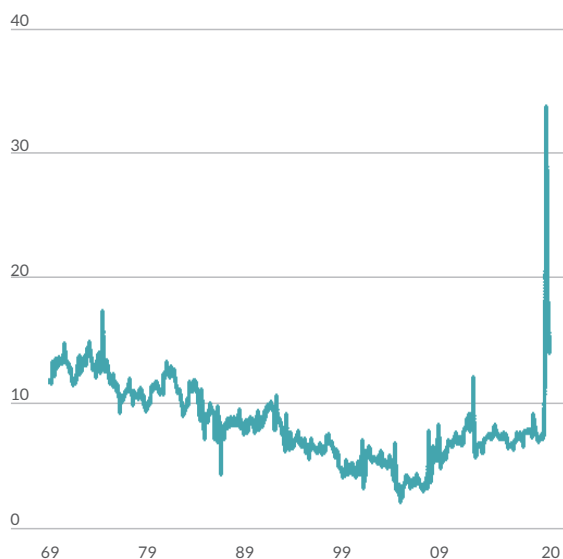
Gemäß dem aktuellen „Dot-Plot“, das die Einschätzung aller stimmberechtigten FED-Mitglieder bezüglich des weiteren Verlaufs der FED-Funds graphisch darstellt, wird die Nullzinsphase mindestens bis 2023 anhalten, weil die Inflationsrate vorher kaum deutlich über 2% ansteigen wird. Wie schnell die FED dann eventuell gegensteuern wird, lässt sie bewusst offen. Die Inflationserwartungen werden sich aber in jedem Fall weiter nach oben bewegen.

## Zielerreichung ungewiss

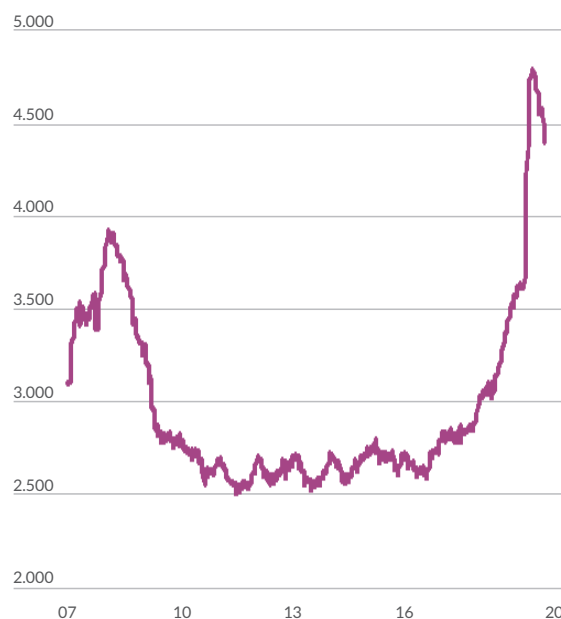
Ob die Preisdynamik wirklich nachhaltig zunimmt, ist aber nicht zuletzt von dem Verhalten des amerikanischen Verbrauchers abhängig, der für fast  $\frac{3}{4}$  der jährlichen Wirtschaftsleistung verantwortlich ist. Im Rahmen der Corona-Pandemie ist die Sparquote der privaten Haushalte sprunghaft angestiegen. Im Zuge der wieder zunehmenden Beschäftigung und der Überbrückungshilfen der US-Regierung (zuletzt 600 US-\$ pro Woche) geht sie aber wieder sukzessive zurück, d.h. der private Verbrauch springt wieder an (vgl. Grafik 1). Allerdings hat die OECD jüngst davor gewarnt, dass die Sparquote zumindest solange auf einem erhöhten Niveau verbleiben wird, bis ein Impfstoff in großem Stil verfügbar ist.

Gleichzeitig ist das Volumen amerikanischer Geldmarktfonds auf über 4.500 Mrd. US-\$ angeschwollen (vgl. Grafik 2). An Liquidität fehlt es also nicht. Allerdings muss diese nicht zwangsläufig in den privaten Verbrauch fließen, sondern wie in den letzten Jahren verstärkt in Aktien und Immobilien. Das freut den Asset-Manager und natürlich auch den Investor. Den Notenbanker aber weniger, weil er seinem Inflationsziel nicht wirklich näherkommen wird.

Grafik 1: Hohe private Sparquote schwächt die Wirkung staatlicher Ausgabenprogramme



Grafik 2: Volumen der Geldmarktfonds auf Rekordhöhe



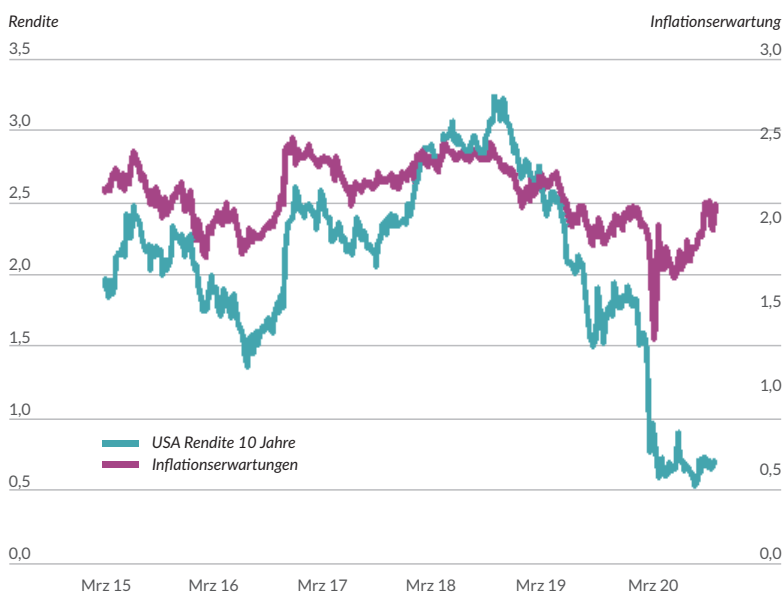
## Aufholprozess nach Corona-Schock, aber kein neuer Wachstumsschub

In der aktuellen Diskussion ist das Thema Wirtschaftswachstum und Beschäftigung etwas in den Hintergrund getreten. Es macht allerdings schon einen Unterschied, ob die nominale Wachstumsrate der Wirtschaftsleistung nur aufgrund der Preiskomponente oder aber auch wegen eines stärkeren Realwachstums ansteigt. Im ersten Fall spricht man gerne von Stagflation, die besonders schwer in den Griff zu bekommen ist, weil die beiden Notenbankziele - Preisstabilität und hohe Beschäftigung - konfliktär sind. Damit bekäme auch die Phillips-Kurve wieder mehr Aussagekraft als im letzten Jahrzehnt.

Wie gehen die Finanzmärkte aktuell mit diesem Thema um? Zwar sind die Inflationserwartungen zuletzt wieder

auf das Vor-Corona-Niveau angestiegen und werden sich voraussichtlich bei etwa 2% erst einmal einpendeln. Auffallend ist jedoch, dass die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen weniger stark zugelegt hat, die Realverzinsung also weiter gesunken ist (vgl. Grafik 3). Gleichzeitig bleibt die Renditestrukturkurve (Renditedifferenz zwischen 10- und 2-jährigen Anleihen) erstaunlich flach. Daraus folgt, dass auch die FED Funds in Zukunft allenfalls moderat steigen werden, was eigentlich nur passieren kann, wenn das reale Wirtschaftswachstum niedrig bleibt und die Preisdynamik verhalten sein wird (vgl. Grafik 4). Die Phase der Secular Stagnation ist also nicht vorbei, sondern wird nur durch mehr Preisdynamik ergänzt.

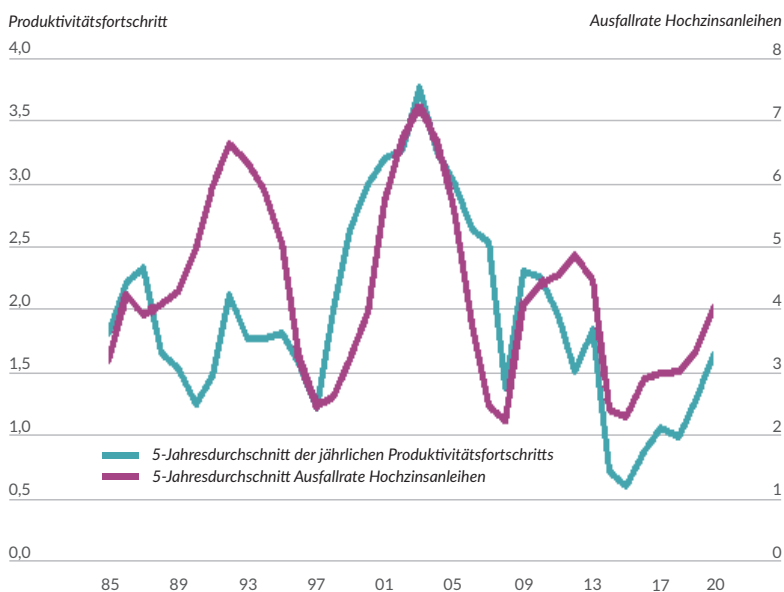
Grafik 3: Inflationserwartungen steigen stärker als Nominalrendite



Grafik 4: Flache Zinsstruktur spricht für Fortsetzung der Secular Stagnation



Grafik 5: Weniger „schöpferische Zerstörung“ geht zu Lasten des Produktivitätsfortschritts



## Auswirkungen auf die Finanzmärkte: „More of the Same“

Der beschleunigte Preisauftrieb kommt prinzipiell allen „realen Asset-Klassen“, also Aktien, Gold und Immobilien zugute. Anleihen werden es hingegen schwerer haben, auch wenn der Renditeanstieg aufgrund des Kaufprogramms der FED allenfalls moderat ausfallen wird. Dadurch bleibt die Realverzinsung weiter deutlich im negativen Bereich bzw. wird eher noch weiter zurückgehen. Davon profitieren wieder im besonderen Maße Wachstumsaktien, selbst wenn wir im Secular-Stagnation-Modus verharren werden.

Ein neuer Wachstumsschub ist eigentlich nur über deutliche Produktivitätsgewinne denkbar. Eine Nebenwirkung der jahrelangen Niedrigzinspolitik ist aber die Entstehung einer Vielzahl von „Zombie-Unternehmen“ nach japanischem Vorbild, die nur angesichts der niedrigen Zinskosten überleben konnten. Dadurch werden zwar kurzfristig Output und Beschäftigung hochgehalten, allerdings auf Kosten des mittelfristigen Trendwachstums, da diese Unternehmen weniger investieren (sie benötigen einfach mehr Liquidität zur Aufrechterhaltung ihres gewöhnlichen Geschäftsbetriebs) und somit auch weniger zum technischen Fortschritt beitragen. Der Prozess der „kreativen Zerstörung“ wird also gebremst (vgl. Grafik 5). Wachstum bleibt also ein knappes und hochpreisiges Gut.

Zwar haben Zweifel an der erhofften Dynamik der Unternehmensgewinne und der damit immer schwieriger zu rechtfertigenden hohen Bewertung für teils spektakuläre Kursverluste, insbesondere bei Technologieaktien, gesorgt. Normalerweise bewegen sich Kurse und Unternehmensgewinne auch parallel. Jedoch gab es in den letzten Jahrzehnten immer wieder Phasen, in denen trotz rückläufiger Unternehmensgewinne die Aktienkurse weiter zulegen konnten, wenn auch mit verminderter Dynamik. Dies passierte immer dann, wenn wie derzeit die Renditen außergewöhnlich niedrig waren. Vor diesem Hintergrund fühlen wir uns in den Schumpeter-Aktien in der Kombination von Markt- bzw. Preissetzungsmacht und Wachstum weiterhin aufgehoben

#### DISCLAIMER:

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.