



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

DR. MICHAEL HASENSTAB: AKTUELLE ANALYSE

Global Macro Shifts

Ausgabe 8 | Oktober 2017

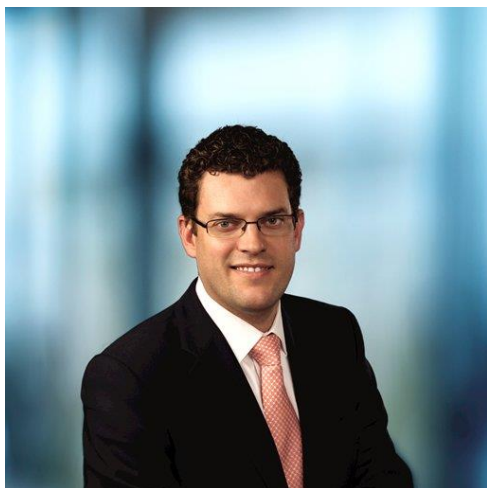
**DER LANGE WEG DER FED
ZUR BILANZVERKÜRZUNG**

Inhalt

Überblick	2
<hr/>	
Gesamtwirtschaftlicher Hintergrund: die Verfassung der Weltwirtschaft	3
<hr/>	
Normalisierung der Geldpolitik: Herausforderungen und Risiken	4
<hr/>	
Der große Abbau: die Kürzung der Fed-Bilanz	6
<hr/>	
Die Passivseite: die Rückkehr des Geldmengenmultiplikators?	15
<hr/>	
Makroökonomische Faktoren: das Puzzle aus Lohnwachstum und Inflation	18
<hr/>	
Fazit	21
<hr/>	

Global Macro Shifts

Der lange Weg der Fed zur Bilanzverkürzung



Dr. Michael Hasenstab

Executive Vice President, Portfolio Manager, Chief Investment Officer
Templeton Global Macro

Global Macro Shifts ist eine researchbasierte Veröffentlichung über die globalen Volkswirtschaften mit Analysen und Einschätzungen von Dr. Michael Hasenstab und leitenden Mitgliedern von Templeton Global Macro. Dr. Hasenstab verwaltet mit seinem Team die globalen Anleihestrategien von Templeton (z. B. uneingeschränkte festverzinsliche Anlagen, Währungen und Global Macro). Das an führenden Universitäten weltweit ausgebildete Team von Wirtschaftsexperten integriert globale makroökonomische Analysen in eingehendes Länderresearch, um langfristige Ungleichgewichte zu identifizieren, die Anlagechancen eröffnen.



Dr. Sonal Desai

Senior Vice President,
Portfolio Manager,
Director of Research
Templeton Global Macro



Dr. Calvin Ho

Vice President, Deputy
Director of Research
Templeton Global Macro



Dr. Hyung C. Shin

Vice President, Senior Global
Macro & Research Analyst
Templeton Global Macro



Dr. Diego Valderrama

Senior Global Macro &
Research Analyst
Templeton Global Macro



Dr. Attila Korpos

Research Analyst
Templeton Global Macro



Dr. Shlomi Kramer

Research Analyst
Templeton Global Macro

WICHTIGE INFORMATIONEN

Dieses Dokument beruht auf den Analysen und Einschätzungen der Autoren zum 20. Oktober 2017 und weicht möglicherweise von den Einschätzungen anderer Portfoliomanager, Investmentteams oder Anlageplattformen bei Franklin Templeton Investments ab. Es wurde zur allgemeinen Information erstellt und ist nicht als Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung bzw. -empfehlung anzusehen; es handelt sich hierbei auch um kein Angebot von Anteilen, keine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen oder zur Anwendung einer Anlagestrategie. Sie stellen keine juristische oder steuerrechtliche Beratung dar.

Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen sowie die Kommentare, Ansichten und Analysen entsprechen dem Datum der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Die hierin aufgeführten Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Branche oder eine Strategie dar.

Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, einschließlich des möglichen Verlusts der Kapitalsumme. Anleihenkurse entwickeln sich im Allgemeinen entgegen der Richtung der Zinsen. Wenn sich also die Anleihenkurse in einem Investmentportfolio an steigende Zinsen anpassen, kann der Wert des Portfolios sinken.

Die US-Notenbank (Fed) gab Pläne zur allmählichen Kürzung ihrer Bilanz bekannt, die mehr als vier Mal so groß ist wie vor der weltweiten Finanzkrise. Die mehrjährige, massive Verlängerung der Fed-Bilanz hat sich bekanntermaßen stark auf die Anlagemärkte ausgewirkt und für sinkende Renditen und eine Abflachung der Renditekurve gesorgt. Doch die Anleger erwarten nun scheinbar, dass der Umkehrprozess – wenn überhaupt – nur geringe Auswirkungen haben wird.

Wir teilen diese Meinung nicht. Nach unserer Einschätzung haben drei Faktoren das Potenzial, die Anleiherenditen nach oben zu treiben; jeder davon könnte an sich ausreichen, die Renditen deutlich über die aktuellen Markterwartungen hinaus zu steigern, und wenigstens einer dieser Faktoren dürfte zum Tragen kommen.

Da erstens die Fed ihre Käufe reduziert und das US-Finanzministerium das Angebot zur Finanzierung des anhaltenden Haushaltsdefizits vergrößert, müssen neue Käufer einspringen, um den Markt für US-Schatzanleihen im Gleichgewicht zu halten. Unserer Analyse zufolge werden diese Last in unverhältnismäßiger Weise inländische, preismempfindliche Käufer wie Banken, Investmentfonds, Pensionsfonds und Unternehmen schultern. Für die Steigerung der Nachfrage dieser Käufer müssen die Preise für US-Schatzanleihen fallen und die Renditen steigen.

Da zweitens die Fed ihre Bilanz allmählich abbaut, werden die Überschussreserven der Banken in den kommenden Jahren äußerst hoch bleiben. Eine gefestigte und anziehende Konjunkturerholung wird den Banken vermehrt Anreize für eine Erhöhung der Kreditversorgung geben, und dies umso mehr, als die Finanzregulierung im kommenden Jahr gelockert werden dürfte. Bei dem stärkeren weltweiten Wachstum und der größeren Zuversicht dürfte die Kreditnachfrage ebenfalls zulegen. Dies unterstreicht das Risiko einer unerwartet hohen Beschleunigung der Kreditvergabe, die das Wachstum weiter anfachen und die Inflation steigern könnte.

Drittens dürften Lohn- und Preisdruck nicht noch länger gedämpft bleiben, da die US-Wirtschaft, die jeglichen Überhang in der Wirtschaft wieder absorbiert hat, weiterhin über ihrem Potenzial wächst und die Weltwirtschaft mitzieht. Wir sind von den Argumenten, die Phillips-Kurven¹ für Löhne und Preise hätten sich *dauerhaft* abgeflacht, nicht überzeugt. Zudem haben sowohl der Lohn- als auch der Preistrend eine starke globale Komponente, und die Inflationstrends in der Weltwirtschaft dürften nun stärker werden.

Anzunehmen, dass keiner dieser drei Faktoren zum Tragen käme, hielten wir für töricht. Da die Fed ihre Bilanz abbaut, sollten wir uns nicht fragen, ob die Renditen steigen werden, sondern um wie viel schneller und höher, als der Markt es erwartet.

Folgende Themen werden in diesem Artikel behandelt: Kapitel 1 fasst das weltweite wirtschaftliche Umfeld zusammen; Kapitel 2 beschreibt die Herausforderungen bei der Normalisierung der Geldpolitik und stellt die Erwartungen des Marktes den drei Faktoren gegenüber, deren Einfluss wir sehen; Kapitel 3 legt den voraussichtlichen Pfad des Fed-Bilanzabbaus dar und beurteilt die möglichen Auswirkungen auf die Anlagemärkte und insbesondere auf die Nettonachfrage nach US-Schatzanleihen und auf die Anleiherenditen; Kapitel 4 erörtert das Risiko, dass enorme Überschussreserven die Beschleunigung der Kreditvergabe bei noch andauerndem Bilanzabbau anfachen werden, und Kapitel 5 behandelt den potenziellen makroökonomischen Druck für eine höhere Inflation. Abschließend fassen wir unsere Ansichten am Ende des Artikels zusammen.

1. Die Lohn-Phillips-Kurve misst den Zusammenhang zwischen Lohnwachstum und Überhang am Arbeitsmarkt, und die Preis-Phillips-Kurve misst den Zusammenhang zwischen Preisen und Konjunkturschwäche.

1. Gesamtwirtschaftlicher Hintergrund: der Zustand der Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft weist in diesem Jahr ein stärkeres Momentum auf, wobei das Wachstum des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) laut Prognosen auf 3,6 % gegenüber 3,2 % im Jahr 2016 steigen und sich in den kommenden Jahren leicht beschleunigen dürfte.² Die rohstofffördernden Länder profitieren von einer Stabilisierung der Rohstoffpreise, die Brasilien und Russland aus der Rezession verhalf, die Eurozone durchläuft einen robusten zyklischen Aufschwung, Indien behält sein robustes Tempo bei, China dürfte seinen Zielwert von 6,5 % bis 7 % erreichen und die Erholung in den USA erweist sich als kräftig.

Der Welthandel hat gegenüber gerade einmal 1 % im zweiten Halbjahr 2016 auf eine annualisierte Wachstumsrate von 4 % bis 5 % zugelegt, und die Unternehmensgewinne sind weltweit gestiegen und haben für eine Erholung der Investitionsausgaben gesorgt. Die Deflationsängste wurden zerstreut.

Nach einer mäßigen, aber nachhaltigen achtjährigen Erholung hat die Weltwirtschaft die Schäden der weltweiten Finanzkrise und der anschließenden „Großen Rezession“ weitgehend behoben. Der US-Arbeitsmarkt hat wieder Vollbeschäftigung erreicht – tatsächlich ist die Arbeitslosenquote vermutlich unter die inflationsstabile Arbeitslosenquote gefallen: Unsere Analyse zeigt, dass die Produktionslücke geschlossen wurde. Dies bedeutet, dass die US-Wirtschaft keinen Überhang bei der Ressourcenauslastung mehr hat.

Die Erholung in der Eurozone bleibt zurück, da die Währungsunion 2012 und 2013 eine Doppelrezession durchmachte. Doch beim aktuellen Tempo dürften sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Kapazitätsauslastung irgendwann im nächsten Jahr wieder im Gleichgewicht sein.

Auch wenn diese weltweite Erholung im historischen Vergleich bereits ziemlich lange anhält, hat sie das Potenzial, noch weitere Jahre anzudauern: Die Margen der Unternehmen steigen nach wie vor, und die damit einhergehende Beschleunigung der Unternehmensinvestitionen kann dem Wachstum, einschließlich eines wieder auflebenden Produktivitätswachstums, neuen Schub verleihen. Die vorsichtige Haltung der Fed und anderer wichtiger Zentralbanken begrenzt das Risiko, dass die Erholung durch eine übermäßig aggressive geldpolitische Straffung abgewürgt wird. Und die Verschuldung der Unternehmen und der privaten Haushalte ist auch dank der strengeren makroprudenziellen Regulierung niedriger als vor der weltweiten Finanzkrise.

Unser Basisausblick prognostiziert daher für die kommenden Jahre ein weltweites Wachstum mit dem aktuellen Tempo, das den verbleibenden Überhang weiter abträgt.

2. Quelle: Internationaler Währungsfonds, *World Economic Outlook*, Oktober 2017.

2. Normalisierung der Geldpolitik: Herausforderungen und Risiken

Die weltweite Erholung wurde durch massive und nachhaltige geldpolitische Unterstützung in den wichtigsten Industrieländern ermöglicht. In den letzten acht Jahren hat die Fed ein beispielloses Experiment in geldpolitischer Lockerung durchgeführt und eine Nullzinspolitik mit mehreren Runden quantitativer Lockerung (QE) kombiniert, die für eine massive Verlängerung ihrer Bilanz sorgte, so dass diese sich zwischen 2008 und 2014 mehr als vervierfachte.

Die Fed stoppte ihr QE im Oktober 2014. Mehr als ein Jahr später, im Dezember 2015, begann sie, mit einer Anhebung der Federal Funds Rate um 25 Basispunkte (bp) ihre geldpolitische Wende. Bis zu der Einsicht, dass eine zweite Zinsanhebung angemessen sei, benötigte sie weitere 12 Monate, und zwei weitere Anhebungen seit Jahresbeginn 2017 hievt den Leitzins auf 1 %.

Selbst mit diesen Anhebungen ist der reale – inflationsbereinigte – Leitzinssatz nun seit acht Jahren negativ. Die Fed deutete an, weiterhin vorsichtig agieren zu wollen. Sie vertritt die Auffassung, dass der reale Gleichgewichtszinssatz deutlich niedriger als vor der Krise sein dürfte, so dass auf mittlere Sicht eine begrenzte Anzahl zusätzlicher Zinsanhebungen ausreichen werde, um den Leitzins wieder ins Gleichgewicht zu bringen, obwohl der Gleichgewichtszinssatz selbst auf längere Sicht wieder steigen könnte.

Im September eröffnete die Fed eine heiklere Phase ihrer Zinsanpassung und kündigte an, das Volumen ihrer Bilanz allmählich reduzieren zu wollen. Die Entscheidung, mit der Kürzung der Bilanz zu beginnen, während der Leitzins nach wie vor unter seinem Gleichgewichtsniveau liegt, bringt zwei Erwägungen zum Ausdruck:

- Erstens den Wunsch, die negativen Folgen für Wachstum und Inflation zu begrenzen: empirische Studien zeigen, dass Zinsanhebungen im Vergleich zu quantitativer Straffung einen stärkeren Effekt auf den Wechselkurs haben und Exportnachfrage, BIP-Wachstum und Inflation verringern.
- Zweitens die Erkenntnis, dass eine übergroße Bilanz die finanzielle Stabilität gefährden kann.

Die Reduzierung des Bilanzvolumens kann die Fed daher in die Lage versetzen, die Folgen der geldpolitischen Straffung für das Wachstum zu lindern und zugleich die Risiken für die finanzielle Stabilität zu verringern.

Bisher hat sich der Wechsel in der Fed-Politik nur wenig auf die Finanzmärkte ausgewirkt: die Anleiherenditen sind weiter auf sehr niedrigem Niveau, und die Aktienmärkte streben weiter neuen Bestmarken entgegen. Scheinbar rechnen die Anleger damit, dass sich die Normalisierung der Fed-Politik nur sehr begrenzt auf die Asset-Preise auswirken wird. Diese Erwartung scheint auf folgenden Annahmen zu gründen:

- Das US- und das weltweite Wachstum liegen in einem sehr guten Bereich, sie sind weder unterkühlt noch überhitzt und haben ein robustes Tempo, durch das die restlichen Überkapazitäten langsam abgebaut werden, ohne übermäßigen Druck auf Ressourcen und insbesondere die Arbeitnehmer auszuüben;
- Lohnwachstum und Inflation haben sich aufgrund struktureller Kräfte, darunter technologische Innovation und Globalisierung, auf dauerhaft niedrigeren Niveaus angesiedelt;
- Die realen Gleichgewichtszinssätze werden ebenfalls von strukturellen Kräften, darunter ein langsames weltweites Wachstum, eine schwächere demografische Entwicklung und eine weltweite Sparwut, nach unten gezogen;
- Die Geldmengenmultiplikatoren werden sich nicht erholen und das Kreditwachstum wird sich nicht stark beschleunigen, bevor die Fed bei der Kürzung ihrer Bilanz ausreichende Fortschritte erzielt hat; und
- Die Anlagemärkte können sich sanft an die Verringerung der Fed-Nachfrage nach US-Schatzanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBS) anpassen.

Die Finanzmärkte gehen davon aus, dass die Fed daher in der Lage sein wird, die Geldpolitik schrittweise und kontrolliert zu normalisieren: lediglich einige weitere Zinsanhebungen werden erforderlich sein, und eine langsame quantitative Straffung wird nur begrenzte Auswirkungen auf die Asset-Preise haben.

Wir halten es für sehr unwahrscheinlich, dass sich alle diese Annahmen bewahrheiten. Nach unserer Einschätzung haben drei Faktoren das Potenzial, die Anleiherenditen nach oben zu treiben – und jeder davon könnte an sich ausreichen, die Renditen deutlich über die aktuellen Markterwartungen hinaus zu steigern:

- 1. Die Verkleinerung der Aktivseite der Fed-Bilanz:** Da die Fed ihre Bilanz kürzt, wird sie ihre Nachfrage nach US-Schatzanleihen deutlich verringern. Da der Markt für US-Schatzanleihen gegenwärtig im Gleichgewicht sein muss, wird dies die Renditen steigern (die Alternative wäre eine aufgestaute Nachfrage, wodurch es jedoch einen Abwärtsdruck auf die Renditen geben dürfte).
- 2. Eine Beschleunigung des Kreditwachstums basierend auf der Passivseite der Fed-Bilanz:** Angesichts eines stärkeren Wachstums und einer vermutlichen Lockerung der Finanzmarktregulierung sehen wir eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Banken mit der Verleihung ihrer erheblichen Überschussreserven beginnen und so den gesamtwirtschaftlichen Druck auf die Inflation anfachen könnten.
- 3. Ein stärkerer Lohn- und Preisdruck, der durch eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung angefacht wird:** Das immer weiter zulegende US- und weltweite Wachstum dürfte für stärkeres Lohnwachstum sorgen und die Verbraucherpreisinflation anfachen. Dies würde entweder die Fed dazu bringen, das Tempo der Zinsanhebungen zu beschleunigen, oder zu einem steigenden Laufzeitaufschlag führen, da die Märkte die Inflation vor den Schritten der Fed vorwegnehmen.

Im Weiteren analysieren wir die verschiedenen Teile des Puzzles und erörtern eingehend die Dynamik bei der schwierigen Aufgabe, die Fed-Bilanz abzubauen.

3. Der große Abbau: die Kürzung der Fed-Bilanz

Die Umkehr des QE markiert ein wichtiges wirtschaftspolitisches Kapitel der Zeit nach der Finanzkrise. Seit 2008 ist die Verlängerung der Fed-Bilanz – deren Spiegelbild das QE in der Eurozone, in Japan und in Großbritannien ist – wohl die dominierende Gestaltungskraft der Weltwirtschaft.

Die Fed verlängerte ihre Bilanz von rund 900 Mrd. US-Dollar im September 2008 auf knapp unter 4.500 Mrd. US-Dollar im Oktober 2014, als das QE3-Programm endete. Sie wurde seitdem stabil gehalten, indem die Kapitalzahlungen aus fälligen Wertpapieren wiederangelegt wurden. Nach der Anhebung der Fed Funds Rate um 100 bp seit Dezember 2015 bestätigte der Offenmarktausschuss auf seiner Sitzung im September 2017, dass er mit der Kürzung der Bilanz im Oktober 2017 durch die Beendigung der Wiederanlage-Politik beginnen wolle.

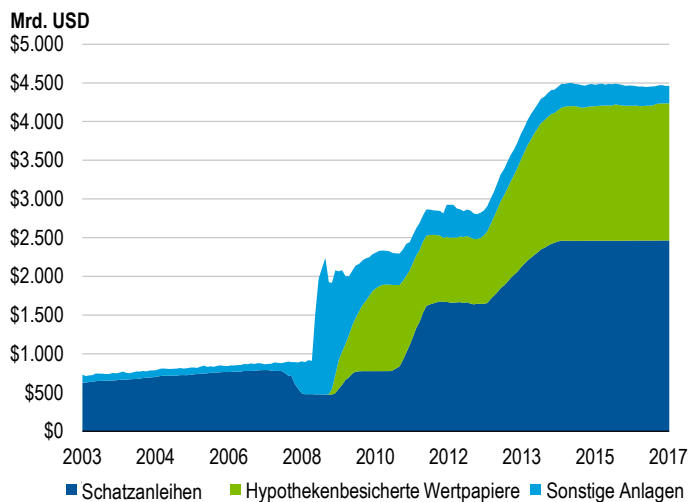
Das QE hatte große Auswirkungen auf die Anlagemärkte und die makroökonomischen Bedingungen; seine Umkehr, die „quantitative Straffung“ (QT), wird gleichermaßen stark wirken. In diesem Kapitel wird zuerst beschrieben, wie das QE auf Finanzmärkte und Wirtschaft wirkte und wie der voraussichtliche Pfad des QT sein wird, und es erfolgt eine Bewertung der möglichen Folgen für die Anlagemärkte, insbesondere für die Nettonachfrage nach US-Schatzanleihen und die Anleiherenditen.

Bekannte Vorteile und unbekannte Kosten des QE

In der Frühphase der Krise senkte die Fed aggressiv den Basiszinssatz und begann bei gleichzeitigem Verkauf von Schatzanleihen mit dem Kauf toxischer Wertpapiere, wodurch die Größe ihrer Bilanz stabil gehalten wurde.³

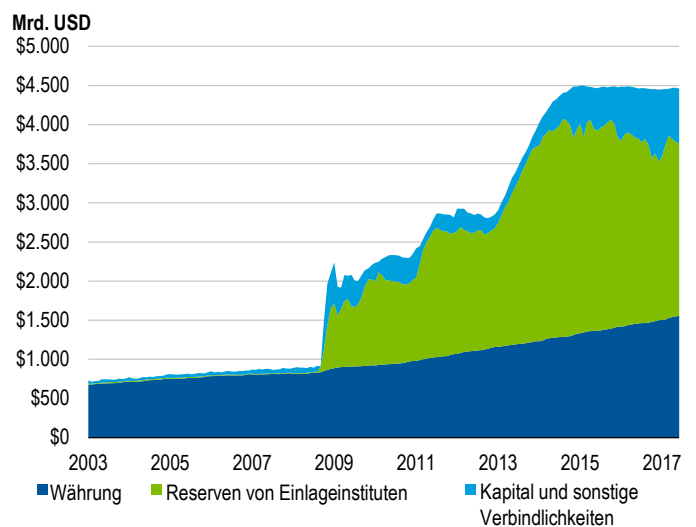
Verlängerung der Bilanz: die umfangreichen Wertpapierkäufe der Fed

Abbildung 1: Fed-Aktiva
Januar 2003 bis Juli 2017



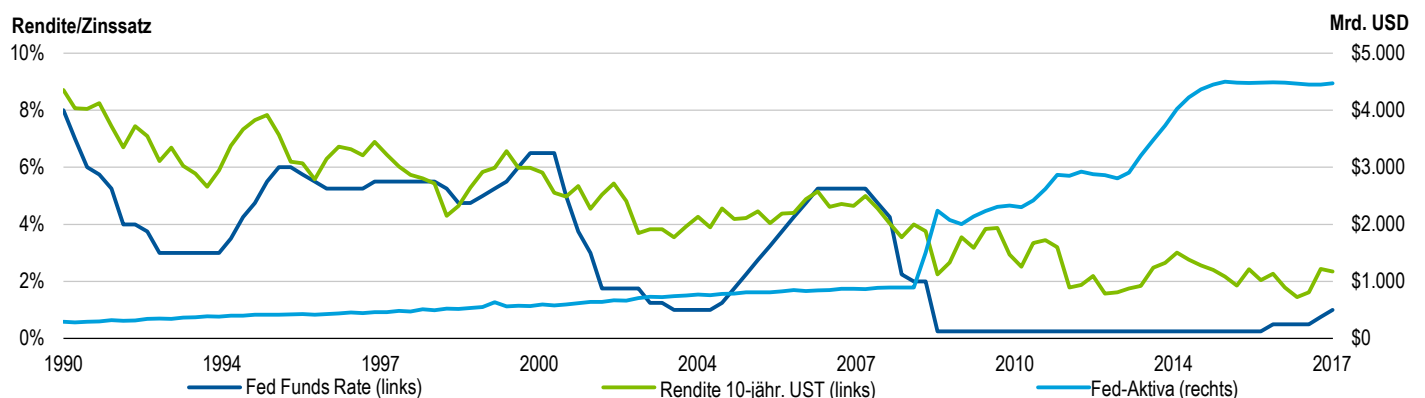
Quelle: US-Notenbank (Federal Reserve).

Abbildung 2: Fed-Passiva
Januar 2003 bis Juni 2017



Quelle: US-Notenbank (Federal Reserve).

Abbildung 3: Beginn des QE, als Leitzinsen auf 0,0 % sanken.
Dezember 1990 bis Juni 2017



Quelle: US Federal Reserve, Bloomberg.

3. Sie erhielt auch einen Kredit vom Finanzministerium.

Ab Oktober 2008 reichte dieses Vorgehen nicht mehr aus und es folgten massive Liquiditätsspritzen (während die Fed Funds Rate im Dezember auf Null gesenkt wurde). Die Fed kaufte in großen Mengen Wertpapiere und schrieb den Geschäftsbanken diese Beträge gut, wodurch ihre Reserven erhöht wurden. Diese erste Phase, das sog. QE1, endete im März 2010. Die weiteren Runden (QE2, Operation Twist und QE3) waren Ausdruck der sich ändernden Fed-Zielsetzung von einer Krisenreaktion hin zur Ankurbelung des Wachstums. In dem Prozess wurde die Aktivseite der Fed-Bilanz mit länger laufenden US-Schatzanleihen und MBS aufgebläht.

Die Wertpapierkäufe waren für die Stabilisierung des Finanzsystems auf dem Höhepunkt der Krise sehr wichtig. Auch wenn die Unternehmensinvestitionen auf die niedrigeren Finanzierungskosten nicht so stark reagierten, wie ursprünglich erhofft, half die Intervention der Fed der Wirtschaft in zweierlei Hinsicht sehr:

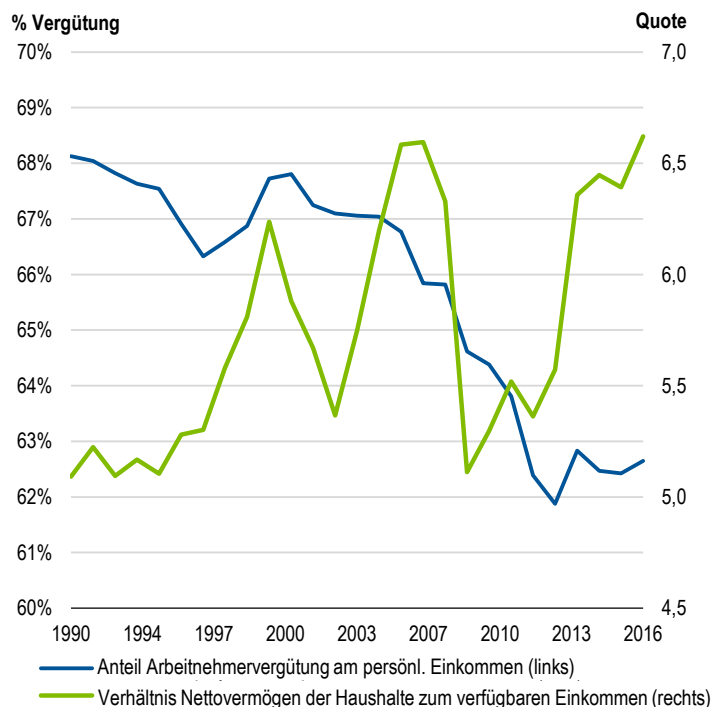
- **Erreichung eines Vermögenseffekts:** Die umfangreichen Käufe langfristiger Vermögenswerte steigerten die Asset-Preise und verhalfen den Privatvermögen nach 2012 zu einer starken Erholung, selbst als der relative Rückgang der Arbeitnehmerentgelte zum persönlichen Einkommen sich beschleunigte (siehe Abbildung 4). Dies löste überdies einen Effekt der Portfolioumschichtung aus. Der Laufzeitaufschlag schrumpfte und das Kapital des Privatsektors wanderte in Risikoanlagen.

- **Finanzierung von Staatsausgaben:** Die niedrigeren Finanzierungskosten linderten die Folgen der hohen Haushaltsdefizite für den Schuldendienst. Obwohl die Staatsverschuldung sich von 2007 bis 2012 mehr als verdoppelte, blieben die Nettozinszahlungen nominal stabil und fielen auf unter 1,5 % des BIP, was deutlich weniger ist als in vorherigen Jahrzehnten (siehe Grafik unten).

Wichtig ist, dass die durch das QE erzeugte Liquidität innerhalb des Finanzsystems blieb. Das Wachstum der Kreditvergabe an den Privatsektor blieb aufgrund zweier Faktoren gedämpft: der schwachen Kreditnachfrage, da die Haushalte und Unternehmen ihre Bilanzen in Ordnung brachten, und des Erfordernisses für die Banken, das Risiko zu reduzieren und strengerer regulatorischen Anforderungen zu genügen.⁴ Daher löste sich der traditionelle Zusammenhang zwischen Geldbasis (Liquidität) und Geldmenge und Kredit nach 2007 auf (siehe Abbildungen 6 und 7). Dieses Umfeld aus geringem Kreditwachstum und schwachem Inflationsdruck erleichterte der Fed die Ankündigung, dass ihre außerordentliche Politik für einen längeren Zeitraum Bestand haben würde, um der Erholung die Zeit zu gewähren, sich durchzusetzen.

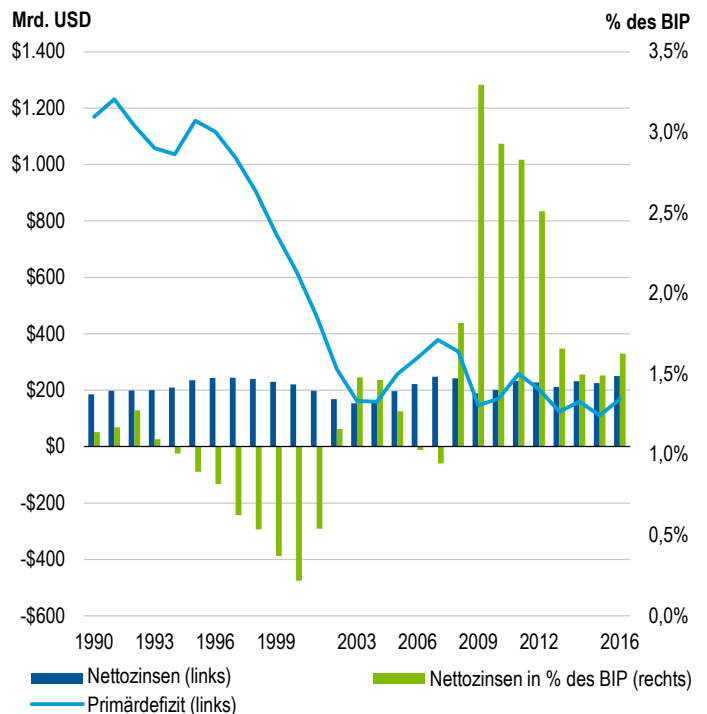
Ankurbelung des Privatsektors durch den Vermögenseffekt und günstige fiskalische Anreize

Abbildung 4: Vermögen, Einkommen und Arbeitsentgelt 1990–2016



Quelle: US Bureau of Economic Analysis, US Federal Reserve.

Abbildung 5: Haushaltsdefizit und Zinszahlungen 1990–2016

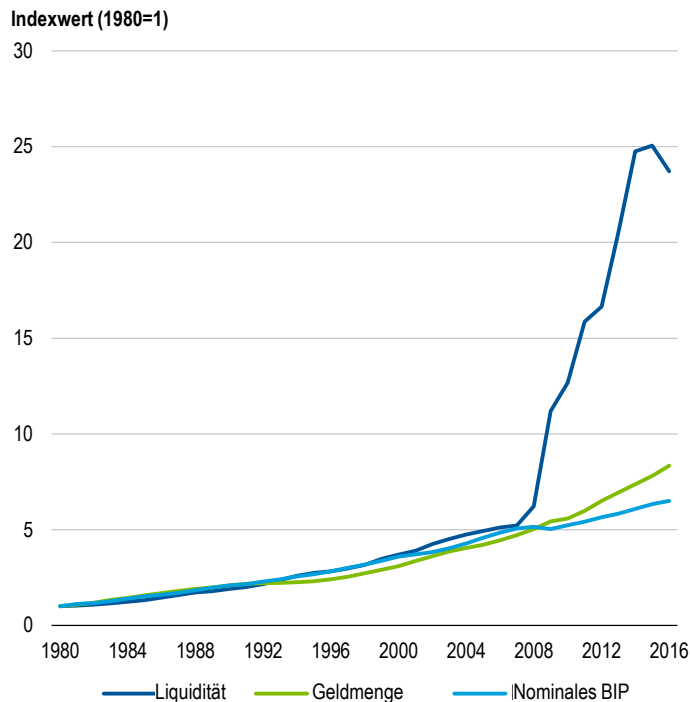


Quelle: US Treasury.

4. Natürlich explodierte die Staatsverschuldung und glich die schwache private Nachfrage aus.

Die Liquidität blieb nach 2007 innerhalb des Finanzsystems

Abbildung 6: Geldmengenaggregate und BIP (1980 = 1)
1980–2016

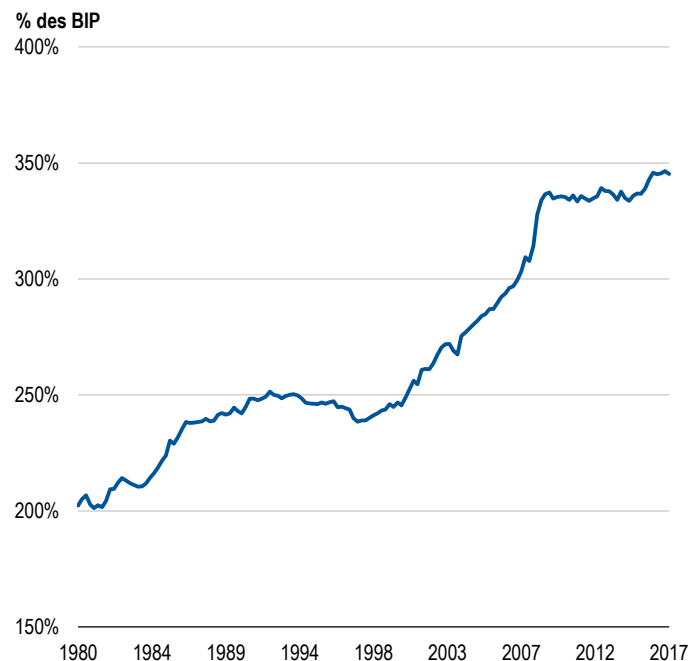


Quelle: US Federal Reserve, US Bureau of Economic Analysis.

Die Fed-Politik wirkte auf die Realwirtschaft vor allem durch die Herbeiführung eines starken Anstiegs der Asset-Preise und die Abstützung der hohen Haushaltsdefizite in einer Zeit mit schwacher privater Nachfrage im Inland. Auch wenn diese Kanäle sehr geringen Einfluss auf das potenzielle Wachstum hatten – denn die Unternehmensinvestitionen zogen nicht nach – ermöglichten sie eine beeindruckende Erholung beim privaten Konsum und am Arbeitsmarkt, die 2014 auf breiter Basis zum Tragen kam.

Gleichzeitig führte die massive Intervention der Fed an den Finanzmärkten jedoch zu erheblichen Verwerfungen. Die Fed spielte die vorhandenen Risiken für die finanzielle Stabilität lange Zeit herunter. Sie vertraute auf eine stärkere makroprudenzielle Regulierung und betonte die positiven Effekte für das Wachstum. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) warnte dagegen lange vor den Risiken für die finanzielle Stabilität durch diese beispiellose quantitative Lockerung, die nicht nur durch die Fed erfolgte, sondern auch durch die Bank of Japan (BOJ), die Bank of England (BOE) und die Europäische Zentralbank (EZB). Vor kurzem begann die Fed überdies, diese Risiken offen anzuerkennen.

Abbildung 7: Kredite – ausstehende Schulden außerhalb des Finanzsektors
Januar 1980 bis März 2017



Quelle: US Federal Reserve, US Bureau of Economic Analysis.

Kann die Fed die Liquidität ohne beträchtliche Belastungen für Asset-Preise, Staatsfinanzen und Wirtschaftswachstum abbauen? Es gibt zwei entgegengesetzte Risiken bei der Ausstiegsstrategie der Fed.

- Erstens könnte der Prozess des Bilanzabbaus eine unregelmäßige Anpassung der Preise von Finanzanlagen verursachen.
- Zweitens könnte sich das Kreditwachstum weiter beschleunigen, selbst während der Bilanzabbau stattfindet, und so den Preisdruck neu anfachen und die Fed zwingen, entweder das Tempo der Zinsanhebungen zu beschleunigen und möglicherweise eine Rezession auszulösen, oder zu riskieren, dass die Inflation sich deutlich über den Zielwert hinaus beschleunigt.

Im Weiteren beleuchten wir in diesem Kapitel das Risiko für die Preise von Finanzanlagen, während Kapitel 4 die potenzielle Beschleunigung des Kreditwachstums behandelt.

Quantitative Straffung I: Vorbestimmter Pfad, ungewisser Umfang

Die Fed beabsichtigt, den Bilanzabbau auf einen vorbestimmten Kurs zu setzen, solange die Wirtschaftslage stabil bleibt, während sie bei den Zinsanhebungen mehr Ermessensspielraum nutzt, um ihrem doppelten Mandat zu genügen.⁵ Um einen vorbestimmten Kurs für den Abbau zu setzen, wird die Fed von direkten Verkäufen von Aktiva absehen und lediglich die Wiederanlage der Erlöse bei Fälligkeit der Wertpapiere beenden. Dies würde an sich für einen vorbestimmten Pfad beim Abbau sorgen, könnte diesen jedoch auch uneben und schneller machen, als die Fed dies für zweckmäßig erachtet:

- Da die Emission von Schatzanleihen einen deutlichen Höchststand im mittleren Monat jedes Quartals aufweist, wäre der natürliche Rückzahlungsplan sehr ungleichmäßig und könnte möglicherweise Belastungen auslösen.
- Würde die Fed im vierten Quartal die Wiederanlage vollständig beenden, würde ihre Bilanz bis Ende 2020 um nahezu 2 Billionen US-Dollar gekürzt.

Das Deinvestitionsprogramm der Fed führt daher Obergrenzen für fällig werdende US-Schatzanleihen und MBS ein, um das Volumen der Rückzahlungen pro Monat zu begrenzen (der Betrag oberhalb dieser Grenze wird wiederangelegt). Laut Deinvestitionsplan liegen die Obergrenzen anfangs bei 6 Mrd. US-Dollar für US-Schatzanleihen und 4 Mrd. US-Dollar für MBS und steigen dann gleichmäßig alle drei Monate, bis sie 30 Mrd. US-Dollar für US-Schatzanleihen und 20 Mrd. US-Dollar für MBS erreichen (bis Oktober 2018).

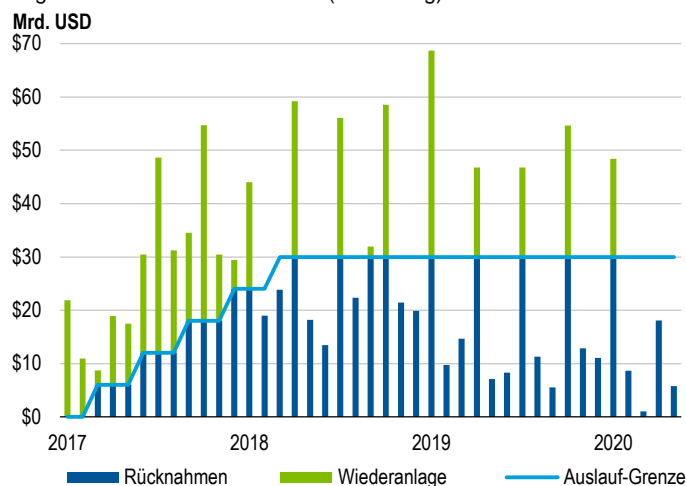
Dies sorgt für einen sanfteren Prozess. Überdies wird die stetig ansteigende Obergrenze zu einer allmählichen Steigerung des Tempos der Rückzahlungen führen und so den Märkten die Zeit geben, die neue Politik zu verdauen, und der Fed gegebenenfalls Anpassungen ermöglichen.

Die Abbildungen 8 und 9 zeigen ein statisches Profil für US-Schatzanleihen und MBS ohne Berücksichtigung von Wiederanlagen. Um „Auslauf“-Prognosen zu erstellen, müssen wir zusätzliche Annahmen treffen, wie die Fed fällig werdende US-Schatzanleihen und MBS wiederanlegt und wie sonstige Komponenten der Passivseite der Bilanz sich entwickeln.⁶

Das Deinvestitionsprogramm der Fed – statische Darstellung

Abbildung 8: Auslaufen der US-Schatzanleihen der Fed

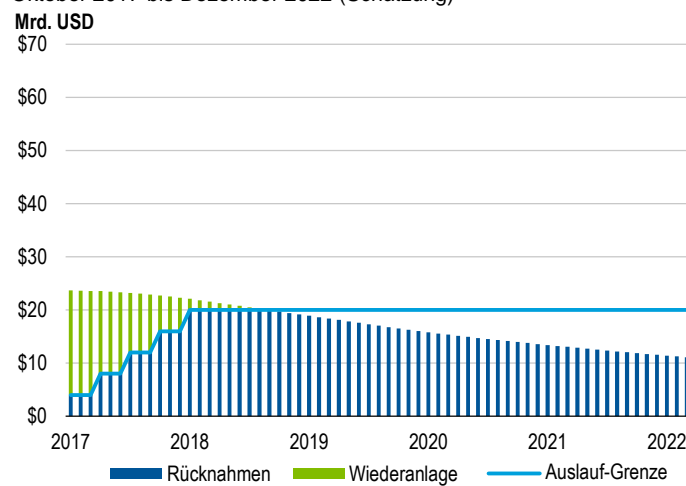
August 2017 bis Dezember 2020 (Schätzung)⁷



Quelle: US-Notenbank (Federal Reserve).

Abbildung 9: Geplante Zahlungen Fed-MBS

Oktober 2017 bis Dezember 2022 (Schätzung)⁷



Quelle: US-Notenbank (Federal Reserve).

Tabelle 1: Das Deinvestitionsprogramm der Fed – dynamische Darstellung (Mrd. USD)

Q4 2017–2020 (Schätzung)⁷

	Q4 2017	2018	2019	2020
Schatzanleihen				
Eigentliches Auslaufen	45	426	400	334
Prognostiziertes Auslaufen	18	229	280	242
Hypothekenbesicherte Wertpapiere				
Eigentliches Auslaufen	71	272	238	200
Prognostiziertes Auslaufen	12	168	238	200
Gesamt				
Eigentliches Auslaufen	116	698	638	535
Prognostiziertes Auslaufen	30	397	518	442
Fed-Aktiva	4486	4193	3679	3214
Überschussreserven	2229	1859	1264	713

Quelle: Berechnungen von Templeton Global Macro basierend auf Daten der US-Notenbank und des US-Finanzministeriums.

5. Das duale Mandat der Fed besteht in der Steigerung der Beschäftigung und im Erhalt der Preisstabilität.

6. Wir gehen davon aus, dass die Fed-Bestände an US-Schatzanleihen und MBS proportional in Schatzanweisungen wiederangelegt werden. Für US-Schatzanleihen verwendeten wir angesichts des unterschiedlichen Emissionsplans bei diesen Auktionen disaggregierte Daten, um die Fälligkeiten zur Mitte und zum Ende des Monats zu trennen. Bei den Auktionen zur Monatsmitte wurden 38,6 % der wiederangelegten US-Schatzanleihen in dreijährige Wertpapiere gelenkt, und bei den Auktionen zum Monatsende 29,5 % in zweijährige Wertpapiere (gemäß dem Plan für Schatzanleihen-Auktionen im vergangenen Jahr). Da die übrigen bei den Auktionen zur Monatsmitte und zum Monatsende ausgegebenen Wertpapiere Laufzeiten von mehr als drei Jahren haben, beeinflussen sie die Analyse (im relevanten Zeitraum) nicht. Auf der Passivseite der Bilanz wurden weitere Annahmen hinsichtlich des Wachstumswachstums, der vorgeschriebenen Reserven und der Kategorie „Kapital/sonstige Verbindlichkeiten“ getroffen, um die Überschussreserven herauszubringen.

7. Es kann generell nicht zugesichert werden, dass sich Schätzungen als richtig erweisen.

Das prognostizierte Auslaufen ist in Tabelle 1 zusammengefasst. Sofern alles nach Plan verläuft, wird die Straffung bis 2020 zum Großteil erfolgt sein. Auch wenn der tatsächliche Kurs ungewiss bleibt, würde die Bilanz der Fed in den nächsten drei Jahren um 1,3 Billionen US-Dollar schrumpfen, wobei sich die Rückzahlungen von Schatzanleihen und MBS von 2018 bis 2020 auf 700 Milliarden US-Dollar bzw. 630 Milliarden US-Dollar belaufen.

Die tatsächliche abschließende Größe der Bilanz ist weiterhin unbekannt.⁸ Der Offenmarktausschuss teilte mit, dass die letzte Bilanz „deutlich unter der Größe der letzten Jahre, jedoch über der Größe der Vorkrisenzeit“ liegen wird, teilweise, weil er mit einem weiterhin höheren Bedarf der Banken an Überschussreserven rechnet. Dies bedeutet eine sehr große potenzielle Spanne. Dokumente der New Yorker Fed deuten scheinbar auf ein Endniveau näher am Vorkrisen-Niveau hin, was mit dem Abbau-Programm bis 2020 im Einklang steht.⁹

Andere, darunter der ehemalige Fed-Vorsitzende Ben Bernanke, äußern sich zugunsten einer größeren Bilanz und eines geringeren Abbaus.¹⁰ Bernanke sagte, dass „es vernünftige Argumente gebe, die Bilanz der Fed auf unbestimmte Zeit groß zu belassen, einschließlich der besseren Übertragung der Geldpolitik auf die Geldmärkte, des höheren Angebots an sicheren kurzfristigen Wertpapieren für die Marktteilnehmer und der besseren Fähigkeit der Zentralbank zur Bereitstellung von Liquidität in Krisenzeiten.“¹¹

Ungeachtet des Endpunktes hofft die Fed, dass dieser Bilanzabbau sich wenn überhaupt nur wenig auf den Markt auswirkt.¹² Die meisten Analysten der Investmentbanken sind auch dieser Ansicht und sagen lediglich einen moderaten Anstieg der Renditen voraus, d. h. um rund 50 bp bei 10-jährigen US-Schatzanleihen. Diese Prognosen beruhen auf drei Faktoren: 1) dem Umfang des Bilanzabbaus, den die Märkte wesentlich kleiner erwarten als die Bilanzverlängerung der Jahre 2008 bis 2014; 2) der transparenten Kommunikation der Fed über den Prozess; und 3) den strukturellen Faktoren, die für einen niedrigeren realen Gleichgewichtszinssatz sorgen dürften als in der Vergangenheit, einschließlich der demografischen Entwicklung, eines niedrigeren Trendwachstums, schwächerer Investitionen und eines Schuldenüberhangs.

Damit diese Erwartungen eintreffen, müssen jedoch neue Käufer an die Stelle der Fed treten.

Quantitative Straffung II: Wer kauft, was die Fed nicht kauft?

Was geschieht, wenn von der Fed gehaltene Wertpapiere fällig werden und die Fed die Erlöse nicht wiederanlegt?

Das einfachste (und sicherste) Szenario für das Finanzministerium wäre es, das ausstehende Volumen öffentlicher Schulden entsprechend zu verringern: Das Finanzministerium würde Geld von seinem Barmittel-Konto an die Fed überweisen, um die fällig werdenden Schuldtitel abzudecken. Der gleiche Betrag würde auf beiden Seiten der Fed-Bilanz entfernt, was den Betrag der fällig werdenden Schulden verringern würde.¹³ In diesem Szenario ginge sowohl die Nachfrage nach US-Schatzanleihen (durch die Fed) als auch das Angebot (durch den Staat) um denselben Betrag zurück, so dass unter sonst gleichen Bedingungen die Kürzung der Fed-Bilanz keine Auswirkungen auf die Anleihekurse hätte.

Dies kann jedoch nur geschehen, wenn der Kurs der Fiskalpolitik in einem Haushaltsplus resultiert, das eine Reduzierung des Schuldenniveaus erlaubt. In der Praxis jedoch **dürfte die Emissionen durch das Finanzministerium in den nächsten Jahren erheblich steigen.** Der jüngste Bericht (2.8.17) des Beratungsgremiums „Treasury Borrowing Advisory Committee“ stellt fest:

- „Der Finanzierungsbedarf des Finanzministeriums wird in den kommenden Jahren vermutlich wesentlich höher sein. In den Basisschätzungen wird sich der Finanzierungsbedarf von 525 Mrd. US-Dollar im Kalenderjahr 2017 auf 1.010 Mrd. US-Dollar im Kalenderjahr 2020 erhöhen und somit in etwa verdoppeln.“
- „Die wichtigste Erkenntnis ist, dass das **Finanzministerium eine Erhöhung der Auktionsvolumen über alle Laufzeiten hinweg bei gleichzeitiger allmählicher Steigerung des Anteils von T-Bills an den Gesamtschulden erwägen sollte.** Bei diesem Vorschlag würde die gewichtete durchschnittliche Laufzeit der Schulden allmählich steigen.“¹⁴
- „Es wurden mehrere andere Szenarien vorgestellt. Würde das Finanzministerium bspw. die Erhöhungen auf das vordere Ende der Treasury-Kurve mit einem großen Sprung beim Anteil der T-Bills auf 22 % des ausstehenden Kapitals konzentrieren, würden die Kupons nur moderat steigen.“

8. Selbst nachdem sich die Fed-Bilanz stabilisiert hat und allmählich wieder größer wird, um das natürliche Wachstum der Währungsnachfrage zu berücksichtigen, kann die Fed weiterhin den Kauf kurzfristiger Wertpapiere bevorzugen, um näher an die Zusammensetzung der Vorkrisenzeit heranzukommen, bei der rund 35 % auf T-Bills und weniger als 10 % auf Schatzpapiere mit mehr als fünf Jahren Laufzeit entfielen.

9. Federal Reserve Bank of New York, Liberty Street Economics, „How the Fed Changes the Size of Its Balance Sheet“, 10.7.17.

10. Bernanke, Ben, „Shrinking the Fed's Balance Sheet“, Brookings Institution Blog, 26.1.17. In dem Blog schreibt Bernanke, dass 1) der Bilanzabbau sehr vorhersehbar und, sobald in Gang gesetzt, nicht gestoppt werden sollte; 2) die Fed daher mit dem Bilanzabbau erst beginnen sollte, wenn die kurzfristigen Zinssätze „deutlich von ihrer tatsächlichen unteren Grenze entfernt“ sind; und 3) lediglich eine moderate Verringerung der Bilanz vonnöten sei.

11. Bernanke schrieb auch, dass eine dauerhaft größere Bilanz erforderlich sei, um der höheren Nachfrage nach der Währung durch das Publikum nachzukommen: Er wies darauf hin, dass der Währungsbestand sich bis zum Zeitpunkt seines Beitrags auf 1,5 Billionen US-Dollar nahezu verdoppelt habe und die Fed aufgrund niedriger Zinssätze und internationaler Nachfrage nach Dollar mit einem weiteren Anstieg rechne. Er schloss, dass „das kritische Niveau an Bankreserven, das erforderlich ist, um Geldpolitik über ein Floor-System umzusetzen, heute bei deutlich über 1 Billion US-Dollar liegt und weiter ansteigt. Berücksichtigt man auch die Währungsnachfrage, lässt sich durchaus behaupten, dass die optimale Größe der Fed-Bilanz derzeit bei mehr als 2,5 Billionen US-Dollar liegt und im kommenden Jahrzehnt 4 Billionen US-Dollar oder mehr erreichen könnte. In gewisser Weise wächst die US-Wirtschaft in die Fed-Bilanz mit ihren 4,5 Billionen US-Dollar hinein und verringert so das Erfordernis einer raschen Kürzung in den nächsten Jahren.“

12. Aus Yellens Pressekonferenz im Juni: „Ich hoffe und erwarte, dass ... dies etwas ist, das ruhig über mehrere Jahre im Hintergrund ablaufen wird ... so spannend, wie Farbe beim Trocknen zuzusehen.“

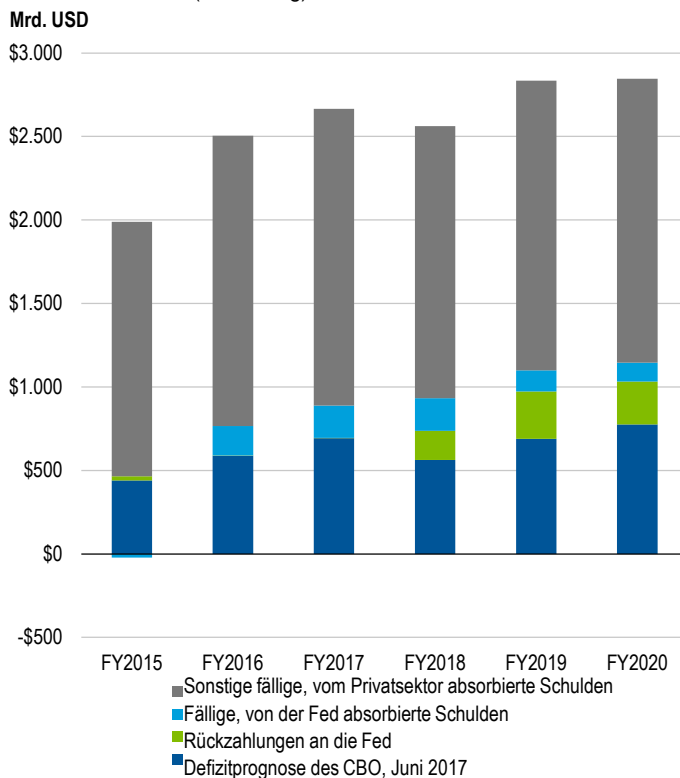
13. Die gleiche Logik gilt auch für die Emittenten von MBS.

14. Die gewichtete durchschnittliche Laufzeit verzinslicher öffentlicher Schuldtitel lag im Juni 2017 bei 66 Monaten – fünf Monate mehr als der historische Durchschnitt seit Anfang der 1990er Jahre.

Ausblick auf die Rückzahlungen der Fed

Abbildung 10: Rückzahlungen an die Fed und vom Privatsektor absorbierte Schulden

FJ 2015 – FJ 2020 (Schätzung)¹⁵



Quelle: Berechnungen von Templeton Global Macro basierend auf Daten des Haushaltsamtes des US-Kongresses, der US-Notenbank und des US-Finanzministeriums.

Die Abbildungen 10 und 11 zeigen einen Ausblick auf die Rückzahlungen des Finanzministeriums an die Fed anhand der Defizitprognosen des Haushaltsamtes des US-Kongresses (CBO).¹⁶

In der Praxis wird das **Finanzministerium** daher **neue Wertpapiere begeben müssen, um die fällig werdenden zu decken (und weitere zur Defizitfinanzierung)**. Die neuen Wertpapiere könnten vom inländischen Publikum oder inländischen Finanzinstituten oder ausländischen Käufern gekauft werden.

Betrachten wir zuerst die inländischen Käufer: Zur Steigerung ihrer Nachfrage nach US-Schatzanleihen müssen sowohl Finanzinstitute als auch Einzelpersonen durch einen niedrigeren Preis, d. h. eine höhere Rendite, angelockt werden. Falls sie bereit wären, mehr US-Schatzanleihen zum aktuellen Preis zu kaufen, würden sie dies bereits versuchen: Wir hätten nun einen Nachfrageüberhang, der die Preise nach oben und die Renditen nach unten triebe. In anderen Worten: Da Angebot und Nachfrage nach Schatzanleihen beim aktuellen Preis im Gleichgewicht sind, brauchen wir zur Erzeugung zusätzlicher Nachfrage einen niedrigeren Preis.

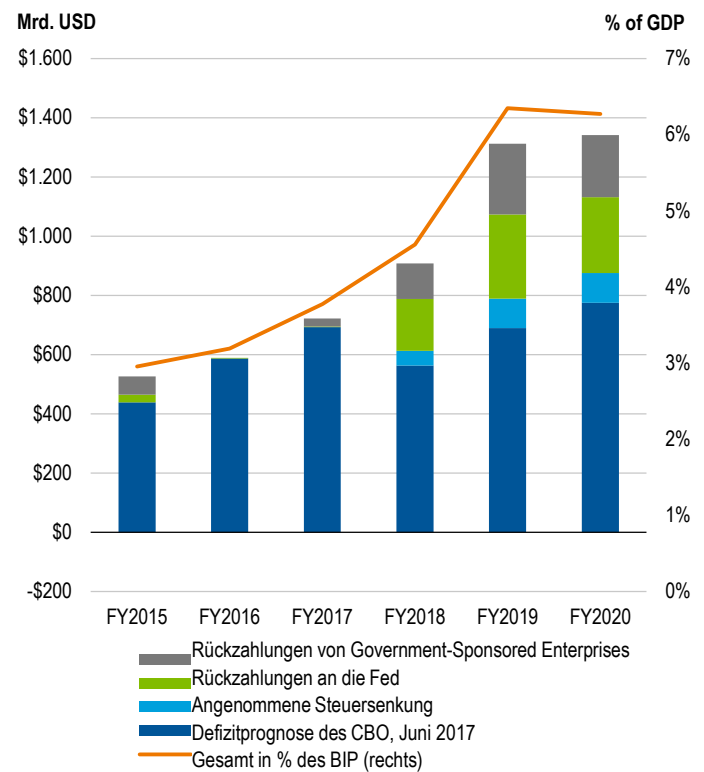
15. Es kann generell nicht zugesichert werden, dass sich Schätzungen als richtig erweisen.

16. Zu Veranschaulichungszwecken nehmen wir auch eine Steuerreform mit Steuersenkungen von 1 Billion US-Dollar über 10 Jahre an. Natürlich sind die Aussichten und Einzelheiten des Steuergesetzes der Republikaner zu diesem Zeitpunkt sehr ungewiss.

17. Level-2A-Aktiva bedingen einen 15%igen Abschlag (Haircut) bei der Berechnung der LCR.

Abbildung 11: Zusätzliche private Ersparnisse erforderlich

FJ 2015 – FJ 2020 (Schätzung)¹⁵



Quelle: Berechnungen von Templeton Global Macro basierend auf Daten des Haushaltsamtes des US-Kongresses, der US-Notenbank und des US-Finanzministeriums.

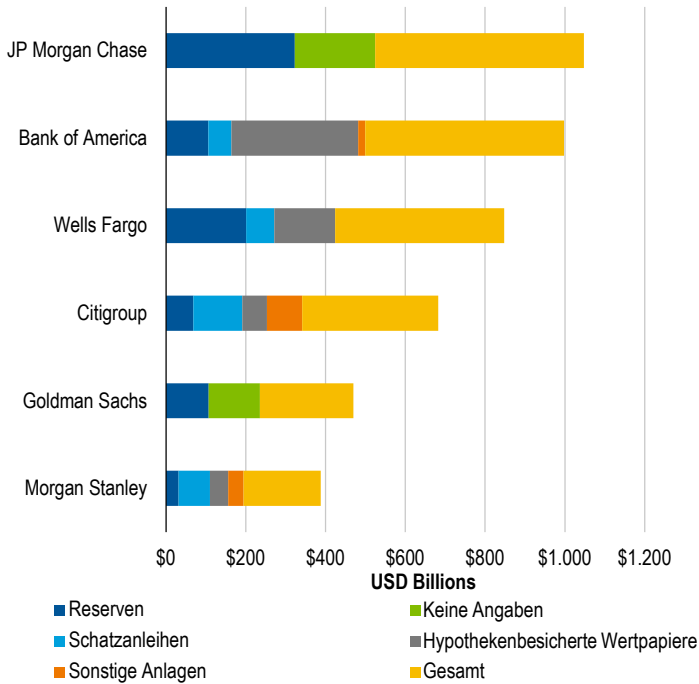
Könnten Vorschriften die Banken „zwingen“, mehr US-Schatzanleihen (und MBS) zu den aktuellen Preisen zu kaufen? Bei den bestehenden Vorschriften erscheint dies unwahrscheinlich. Die Banken müssten durch eine Erhöhung ihrer Verbindlichkeiten gezwungen werden, die liquiden Aktiva zu erhöhen, um die Liquiditätsdeckungsquoten (LCR) einzuhalten. Eine Erhöhung der Bankeinlagen hätte diesen Effekt (und würde auch bedeuten, dass das Publikum keinen Appetit auf zusätzliche US-Schatzanleihen hat). Doch auch in diesem Fall dürften die Banken wählerischer als die Fed sein. US-Schatzanleihen bspw. sind Level-1-Aktiva. Dies macht sie attraktiver als MBS (die Level 2A sind).¹⁷ Oder die Banken könnten Treasury Bills bevorzugen und einen viel höheren Laufzeitaufschlag verlangen, als dies die Fed tat (T-Bills sind vermutlich am ehesten ein Ersatz für Reserven). Das Finanzministerium könnte reagieren, indem es mehr T-Bills ausgibt und seine Emissionen stark auf kurze Laufzeiten verlagert. Doch dies wäre mit Blick auf die Schuldenpolitik eine riskantere Wahl und ist eher unwahrscheinlich.

Dieser Punkt sollte wiederholt werden: Manche Analysten gehen davon aus, dass die Banken sich freuen werden, von Barreserven auf US-Schatzanleihen umzustellen, um den Rückgang der Fed-Nachfrage auszugleichen.

Reserven machen großen Anteil an hochwertigen liquiden Aktiva der Banken aus

Abbildung 12: Zusammensetzung hochwertiger liquider Aktiva – große US-Banken

Stand: Juni 2017



Quelle: Cornerstone Macro, LLC. JP Morgan und Goldman Sachs machen keine Angaben zu Kategorien der Aktiva.

Aus regulatorischer Sicht sind US-Schatzanleihen liquide Instrumente, die helfen, die LCRs einzuhalten. Aber **aus Sicht einer Bank sind US-Schatzanleihen nicht das Gleiche wie Barreserven. US-Schatzanleihen weisen ein viel höheres Durationsrisiko auf, das eine Bank besonders bei geldpolitischer Straffung kaum ignorieren kann.**

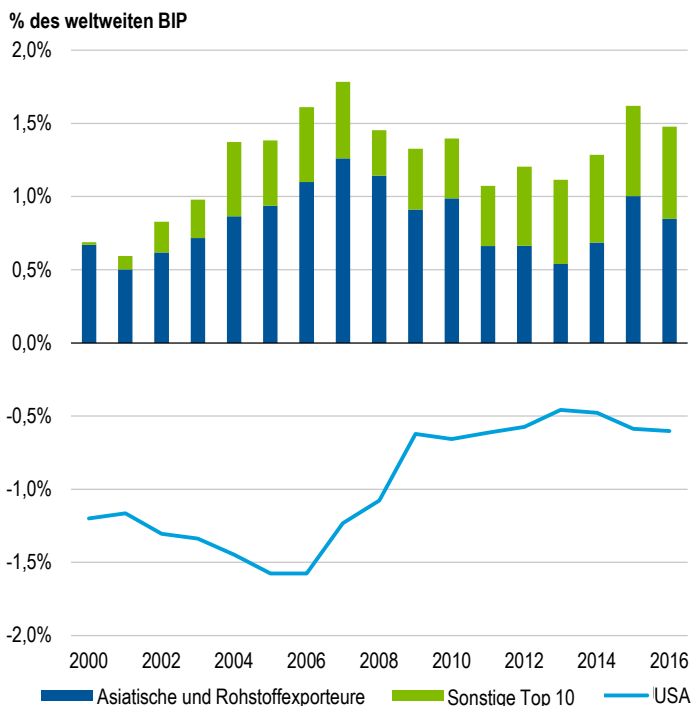
Die bestehenden Vorschriften dürften daher bei den aktuellen Preisen keine zusätzliche Nachfrage der Banken nach US-Schatzanleihen erzeugen. Überdies dürften die Vorschriften, wie wir im nächsten Kapitel erörtern, eher lockerer als strenger werden.

Könnten weniger preispfindliche ausländische Anleger einspringen? Die Verfechter der Sparwut-Theorie glauben dies. Doch die Daten zeigen das Gegenteil: Die Nachfrage nach als sicher geltenden Wertpapieren ist abgeflaut, auch wenn dies durch die Effekte des QE in den wichtigsten Industrieländern kaschiert wird.

Zentralbanken und Staatsfonds sind die besten Beispiele für nicht preispfindliche ausländische Käufer. Auch wenn die BOJ und die EZB nach wie vor eine QE-Politik verfolgen, dürften sie das Tempo der Lockerung kaum erhöhen: Die Weltwirtschaft beschleunigt sich weiter, und die EZB sucht allmählich den richtigen Zeitpunkt, um mit der Drosselung ihrer Wertpapierkäufe zu beginnen, da die Flaute in der Eurozone weitgehend verschwunden ist. Derweil stabilisieren sich die Rohstoffpreise auf niedrigem Niveau und verringern die Schlagkraft der meisten Staatsfonds. Die Abbildungen 13 und 14 zeigen, wie sich die weltweite Sparwut erheblich verringerte.

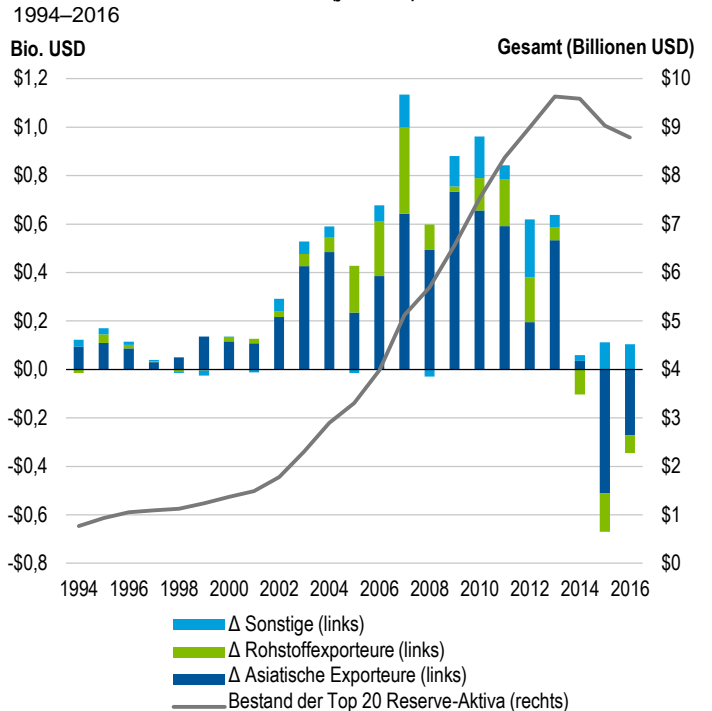
Zunehmende Sparwut mit Höchststand der Devisenreserven im Jahr 2013

Abbildung 13: Top 10 der Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss 2000–2016



Quelle: Economist Intelligence Unit, IWF, Zentralbank der Republik China.

Abbildung 14: Änderungen der Devisenreserven der 20 größten Inhaber von US-Schatzanleihen (jährlich) 1994–2016

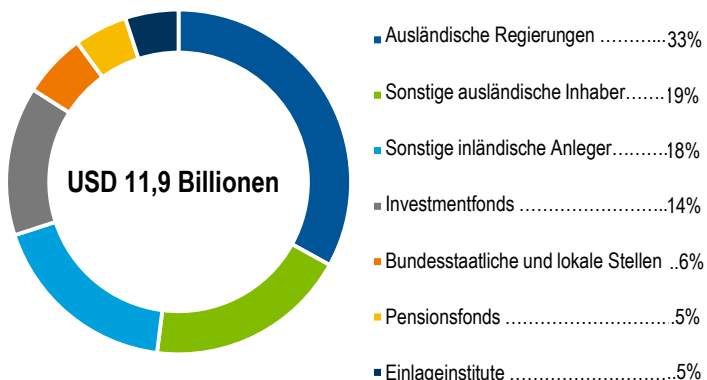


Quelle: IWF:

Zusammensetzung der vom Publikum gehaltenen US-Schatzanleihen

Abbildung 15: Inhaber von US-Schatzanleihen

Stand: März 2017



Quelle: US Bureau of the Fiscal Service, US Treasury Department. Zum Ende des 2. Quartals 2017 hatten privat gehaltene Schuldtitel, ausschließlich der Fed, einen Gesamtwert von 11,9 Billionen US-Dollar.

- Die Sparwut, die sichere Anlagewerte im letzten Jahrzehnt belastete, hat nachgelassen. Obwohl die Leistungsbilanzungleichgewichte andauern, haben die Länder mit Überschuss – vor allem Länder aus Europa – die Anhäufung von Devisenreserven gestoppt.¹⁸
- Ein Großteil der rückläufigen Reserven entfällt auf China. Die Bestände des Landes an US-Schatzanleihen sanken von ihrem Höchststand 2014 um mehr als 250 Milliarden US-Dollar, auch wenn sie sich in diesem Jahr teilweise erholten. China hält überdies eine erhebliche Menge an US-Schatzanleihen über Konten in anderen Ländern, die vermutlich auch betroffen sind. Dies kann jedoch nicht überprüft werden.¹⁹
- Die rückläufigen Rohstoffpreise haben die Fähigkeit der Ölproduzenten zur Anhäufung finanzieller Reserven unterminiert, und in der Tat fahren die meisten Ölproduzenten ihre Reserven aktiv zurück (d. h. sie verkaufen US-Schatzanleihen), um ihren fiskalischen Pflichten nachzukommen.

Die schwindende Bedeutung ausländischer Käufer ist in der Aufschlüsselung des Bestands ausstehender US-Schatzanleihen nach Inhabern in den Abbildungen 15 und 16 dargestellt.

18. Überdies schrumpfte das US-Leistungsbilanzdefizit in den vergangenen Jahren teilweise dank der geringeren Abhängigkeit von Ölimporten in beträchtlicher Weise von einem Spitzenwert von 1,5 % des weltweiten BIP auf rund 0,6 %.

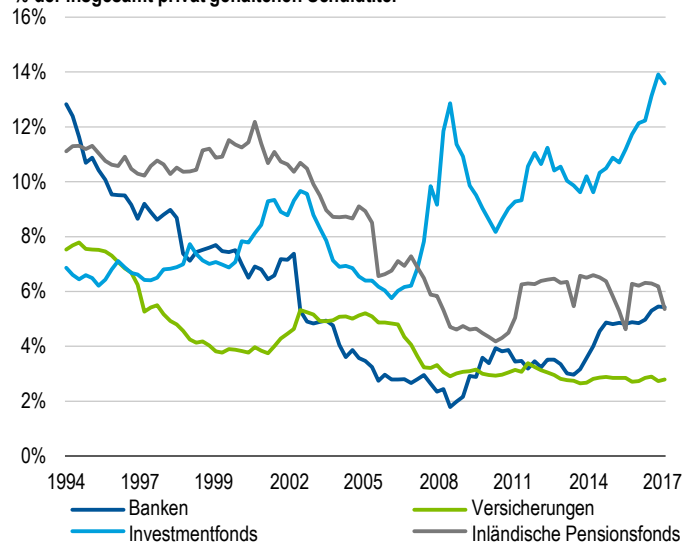
19. Verstärkte Sorgen um Protektionismus dürften das Verlangen von China und anderen asiatischen Reserve-Managern nach Anhäufung sicherer ausländischer Anlagewerte mit dem Zweck, die Aufwertung ihrer Währungen zu begrenzen, bereits gezügelt haben und werden dies auch in absehbarer Zukunft tun.

Die Betrachtungen in diesem Artikel enthalten auf Annahmen beruhende, theoretische Schätzungen und dürfen nicht als Anlageberatung ausgelegt werden. Die analytischen Einschätzungen der Verfasser beruhen auf Annahmen, die sich jederzeit ändern können.

Abbildung 16: Inländische Inhaber von US-Schatzanleihen

Januar 1994 bis März 2017

% der insgesamt privat gehaltenen Schuldtitel



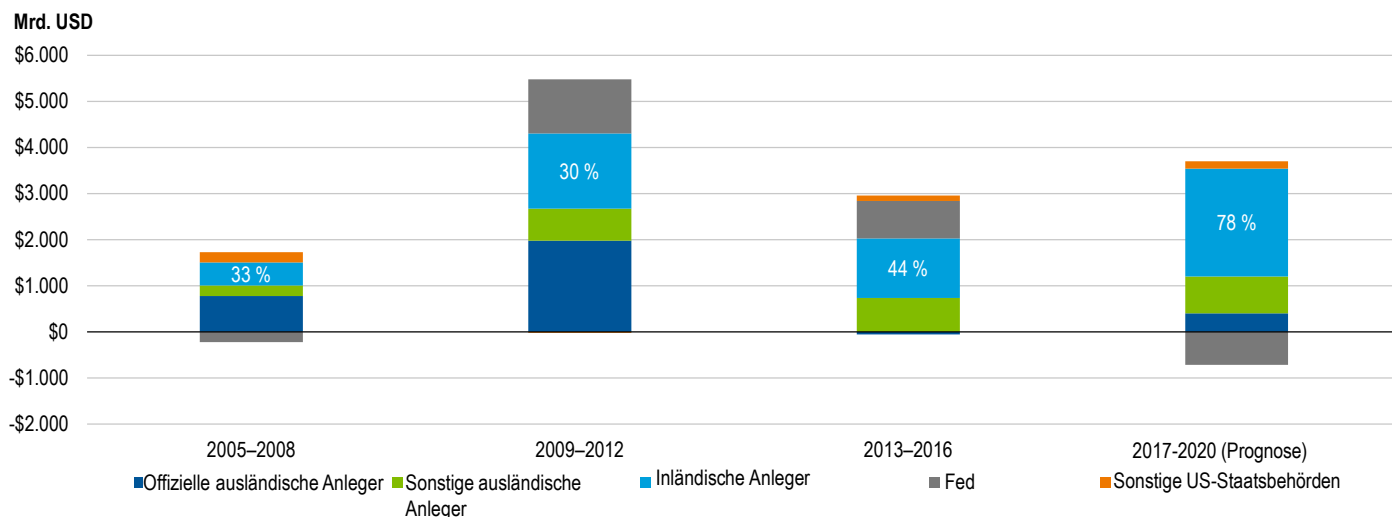
Quelle: US Bureau of the Fiscal Service.

- Der Anteil des Marktes für US-Schatzanleihen in ausländischem Besitz kletterte von 21 % im Jahr 1994 auf 35 % im Jahr 2001 und auf ein Hoch von 59 % im Jahr 2014, bevor er bis Anfang 2017 auf knapp über 50 % abrutschte.
- Der US-Unternehmenssektor ist als weiterer wichtiger, relativ neuer inländischer Akteur aufgetaucht, der in obigem Kuchendiagramm unter „Sonstige inländische Anleger“ erfasst ist. Die Unternehmen haben mehr als eine Billion Dollar an festverzinslichen Wertpapieren, darunter US-Schatzanleihen und MBS, angehäuft und dürften ebenfalls sehr preispfindlich sein.
- In ähnlicher Weise werden ausländische Privatanleger aus Europa und anderen Regionen gegenüber Renditeunterschieden und dem Wechselkurs empfindlich sein. Diese Käufer wären auch vom Angebot an sicheren Anlagewerten in ihren Ländern und dem Umfang der Käufe ihrer Zentralbanken betroffen (mit dem gleichen Effekt der Portfolioumschichtung, der in anderen großen Industrieländern wirkt).

Starker Anstieg des Anteils inländischer Privatanleger am Markt für US-Schatzanleihen prognostiziert

Abbildung 17: Nettokreditaufnahme durch Publikum

2005–2020 (Prognose)²⁰



Quelle: Berechnungen von Templeton Global Macro basierend auf Daten des Haushaltsamtes des US-Kongresses, des US-Büros des Fiskaldienstes, der US-Notenbank und des US-Finanzministeriums.

Nach der Beurteilung dieser Trends haben wir das Szenario von Angebot und Nachfrage für den Markt für US-Schatzanleihen bis 2020 modelliert.²¹ Abbildung 17 zeigt die wichtigsten Ergebnisse.

- In dem obigen Vierjahreszeitraum stiegen die Nettoschulden 2009–2012 am stärksten, aber die Nachfrage war über alle vier großen Gruppen gestreut. Hierbei spielte die Fed eine wichtige Rolle (21 %), während rund die Hälfte von ausländischen Anlegern gekauft wurde (in einer Phase mit erhöhter Risikoaversion und generell sinkenden Renditen). Offizielle ausländische Käufer (Zentralbanken und Staatsfonds) spielten eine große Rolle.
- Inländische Anleger waren 2013–2016, in einer Phase mit relativ niedrigen Defiziten, die größte Gruppe. Wie oben erwähnt, stabilisierten sich die Bestände der Reserve-Manager 2012–2014, und die Nettokäufe waren in dieser Zeit leicht negativ. Andere ausländische Anleger stellten jedoch 25 % der Nachfrage.
- In den nächsten vier Fiskaljahren (das Fiskaljahr 2017 ging gerade zu Ende, auch wenn unsere Daten mit dem 1. Quartal 2017 abschließen) erwarten wir einen moderaten Anstieg der Nachfrage von offiziellen ausländischen Käufern nach US-Schatzanleihen, jedoch deutlich unter dem Spitzenwert von 2009–2012. Die anderen ausländischen Käufer dürften ihre Käufe auf dem Niveau der letzten drei bis fünf Jahre halten, also bei rund 200 Milliarden US-Dollar pro Jahr (was dennoch deutlich über dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre liegt). Die Nettonachfrage der Fed würde entsprechend den Ergebnissen von Tabelle 1 ins Negative rutschen.

- Entsprechend müssten inländische Anleger nahezu 80 % der marktfähigen Nettoschulden bzw. rund 2,3 Billionen US-Dollar über vier Jahre absorbieren.

Unser Modell zeigt daher, dass, selbst wenn sich die Nachfrage von offiziellen ausländischen Käufern nach ihrem Fehlen in den letzten vier Jahren etwas erholt, ein viel größerer Anteil des Angebots an US-Schatzanleihen durch preisempfindliche Anleger absorbiert werden müsste, darunter private ausländische Käufer, jedoch besonders inländische Anleger wie Banken, Investmentfonds und Pensionsfonds. Dies würde die Wahrscheinlichkeit eines starken Anstiegs der Renditen deutlich erhöhen. Diese Umstellung könnte durch negative Rückkopplungsschleifen verschärft werden, da die Akteure ihre Zinsprognosen überdenken.²²

Die in diesem Kapitel dargelegte Analyse zeigt, dass auch bei moderaten Annahmen über das Tempo und den Umfang des Fed-Bilanzabbaus die vollständige Absorbierung des prognostizierten Angebots an US-Schatzanleihen in den nächsten drei Jahren einen erheblichen Anstieg der Nachfrage von preisempfindlichen Anlegern erfordern könnte. **Dies bedeutet, dass der Fed-Bilanzabbau, selbst wenn die US-Wirtschaftsaktivität sich auf dem aktuellen schleppenden Niveau weiterbewegt und der Inflationsdruck gedämpft bleibt, einen deutlichen Anstieg der Anleiherenditen auslösen dürfte.**

Im nächsten Kapitel betrachten wir das Komplementärrisiko, d. h. das Risiko, dass der große Bestand an Überschussreserven in der Frühphase des Bilanzabbaus eine Beschleunigung der Kreditvergabe anfachen könnte.

20. Es kann generell nicht zugesichert werden, dass sich Prognosen als richtig erweisen.

21. Wir konzentrieren uns auf die Nettokreditaufnahme durch das Publikum, die ungefähr der Veränderung bei den marktfähigen Schulden entspricht, deren Bestand derzeit bei mehr als 14 Billionen US-Dollar liegt. Auf diese Weise vermeiden wir die Kreditaufnahme zwischen staatlichen Stellen, die in der Regel als nicht marktfähige Schulden gilt und ziemlich unregelmäßig ist. Die Defizitprognose verwendet die bereits oben beschriebenen Vorhersagen des CBO und unsere Annahmen zu Steuersenkungen. Wir modellieren die Fed-Nachfrage auf Basis des von uns prognostizierten Auslaufens von US-Schatzanleihen und einer zweiten Kategorie von privater Kreditaufnahme ohne Einbindung der Fed. Letztere Kategorie unterteilen wir in vier Unterkategorien, die wir auf Basis aktueller Trends für ausländische Anleger und bundesstaatliche und lokale Stellen modellieren. Wir behandeln die Kategorie inländische Anleger, zu der Banken und sonstige private Anleger gehören, wie eine Restgröße.

22. Die BIZ hat Verstärkungsmechanismen an den Finanzmärkten herausgearbeitet, die die Renditen in der QE-Phase nach unten drückten. Diese Dynamiken könnten sich möglicherweise ohne Weiteres umkehren. Für ein Beispiel für einen solchen Mechanismus siehe bitte eine Fallstudie zum Risikomanagement in deutschen Versicherungsgesellschaften, die im BIZ-Artikel „How Much Should We Read into Shifts in Long-Dated Yields“, von Hyun Song Shin (3.3.17) beschrieben ist.

Die Betrachtungen in diesem Artikel enthalten auf Annahmen beruhende, theoretische Schätzungen und dürfen nicht als Anlageberatung ausgelegt werden. Die analytischen Einschätzungen der Verfasser beruhen auf Annahmen, die sich jederzeit ändern können.

4. Die Passivseite: die Rückkehr des Geldmengenmultiplikators?

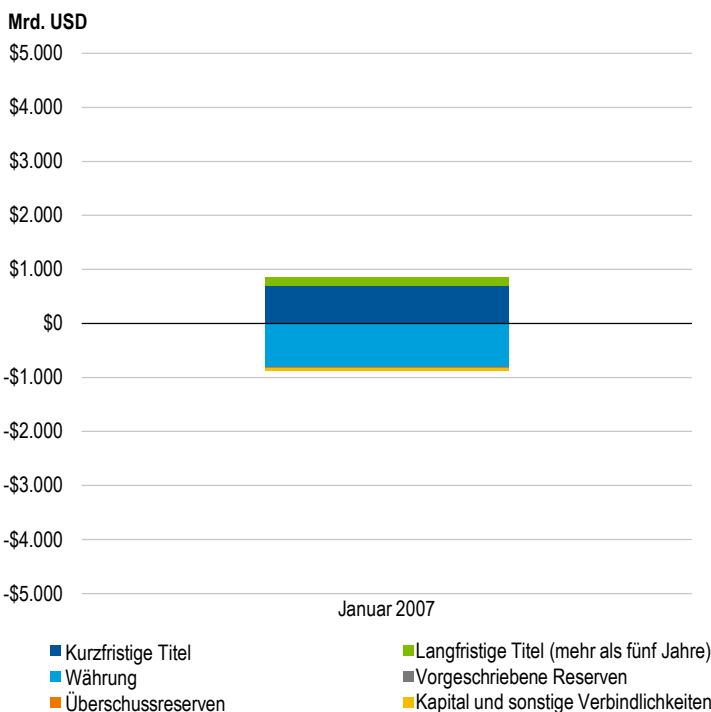
Die Diskussionen über die quantitative Straffung konzentrieren sich in der Regel auf die Aktivseite der Fed-Bilanz. Die Passivseite der Fed-Bilanz erfährt viel weniger Beachtung und birgt doch das potenzielle Risiko eines plötzlichen Kreditbooms und einer schnelleren Inflation, wie die Abbildungen 18 und 19 zeigen. Vor der Krise bestanden die Verbindlichkeiten der Fed vorwiegend aus umlaufender Währung, während die Reserven ein unerhebliches Gewicht hatten. Mittlerweile machen die Überschussreserven nahezu die Hälfte der Passivseite aus und können nach Ermessen der Geschäftsbanken verliehen werden.²³ Die Fed deutete an, einen sanfteren und schrittweisen Bilanzabbau zu wünschen. Da nur rund 40 % der Fed-Aktiva in den nächsten fünf Jahren fällig werden, und die Zentralbank direkte Verkäufe von Aktiva vermeiden möchte, hat das Tempo ihrer Bilanzkürzung eine natürliche Grenze. **Die Überschussreserven werden daher in den kommenden Jahren äußerst hoch bleiben.**

Warum sollten wir uns um die Überschussreserven sorgen? Laut einer überraschend gängigen Fehlvorstellung können Überschussreserven die Kreditvergabe nicht anfachen: Da die Reserven der Banken das Gegenstück zu den Fed-Aktiva bilden, (a) kann nur die Fed die Höhe der Bankreserven verringern, weshalb (b) die Banken Reserven nicht in Kredite umwandeln können.

Der erste Teil der Aussage (a) ist richtig: Die Fed legt die Gesamthöhe der Reserven im Bankensystem fest. Der zweite Teil der Aussage (b) ist jedoch nicht richtig: Jede Bank kann ihre Überschussreserven für die Vergabe neuer Kredite nutzen, solange sie genug Reserven für die Absicherung der neuen Kredite hält und die regulatorischen Anforderungen erfüllt. Dieser klassische Mindestreserve-Mechanismus ermöglicht den Banken die Nutzung der Überschussreserven für die Vergabe neuer Kredite, obwohl die Gesamtreserven des Bankensystems am Ende des Prozesses unverändert sein werden.²⁴

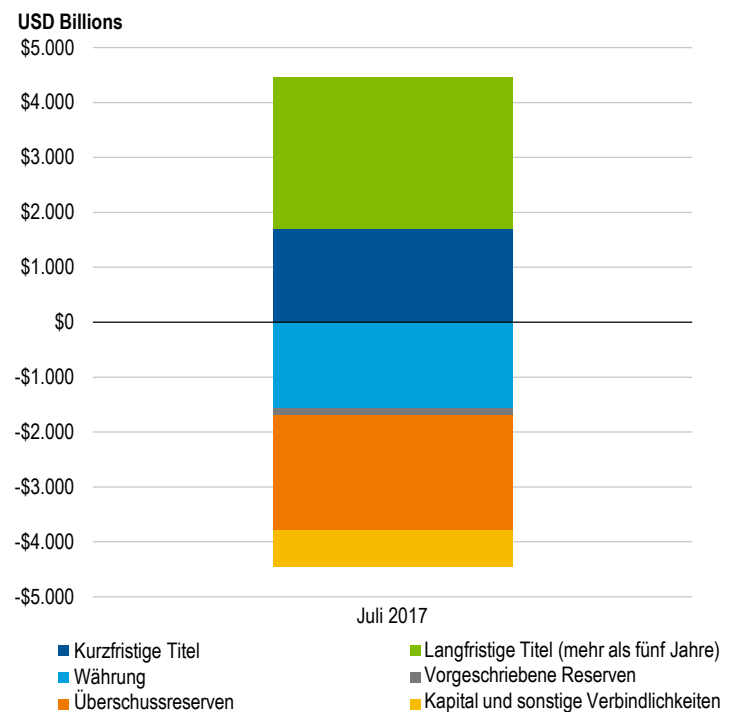
Die Fed-Bilanz – früher und heute

Abbildung 18: die Fed-Bilanz 2007: USD 860 Milliarden
Stand: Januar 2007



Quelle: US-Notenbank (Federal Reserve).

Abbildung 19: Die Fed-Bilanz 2017: USD 4,5 Billionen
Stand: Juli 2017



Quelle: US-Notenbank (Federal Reserve).

23. Jedoch abhängig von Vorschriften (z. B. kann die Notenbank die Reserveanforderungen anheben).

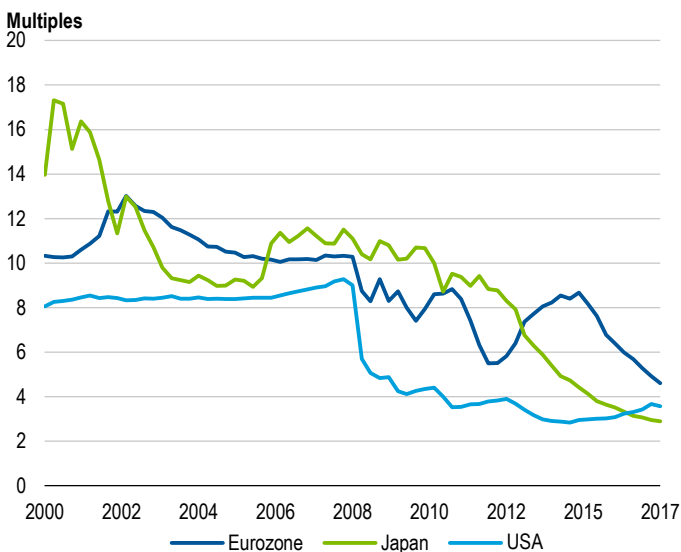
24. Siehe zum Beispiel Phelan, Christopher, „Should We Worry about Excess Reserves?“, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 3.11.15.

Wir haben bereits festgestellt, dass die Kreditvergabe der Banken bisher durch zwei Faktoren gebremst wurde: 1) die Regulierung und 2) eine zögerliche Konjunkturerholung, die die Kreditnachfrage von Unternehmen und Haushalten begrenzte. Mittlerweile ist die Erholung gefestigter, und am Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung. Dies dürfte die Kreditnachfrage stützen. Die Haushalte haben sich in den letzten neun Jahren stark entschuldet: Das Verhältnis der Schulden der Haushalte zum BIP sank bis Ende 2016 auf rund 80 %. Vor der Krise lag der Höchstwert bei fast 100 % (Q1 2008). Ausgedrückt als Anteil am verfügbaren Einkommen fiel die Verschuldung der Haushalte auf das Niveau von 2001–2002, d. h. von mehr als 130 % auf knapp über 100 %. Beide Quoten haben sich seit 2015 stabilisiert. Dies deutet auf Spielraum für die Verschuldung der Haushalte hin, die in diesem günstigeren gesamtwirtschaftlichen Umfeld wieder nach oben tendieren könnte. Und die Regulierung dürfte gelockert werden. Dies könnte die Pflicht der Banken, umfangreiche liquide Aktiva zu halten und die Vergabe neuer Kredite zu drosseln, verringern.

Wir könnten daher, bedingt durch die hohen Überschussreserven, sowohl einen Anstieg der Kreditnachfrage als auch des Kreditangebots erleben.

Geldmengenmultiplikatoren weiterhin historisch niedrig

Abbildung 20: Geldmengenmultiplikator (Weite Geldmenge/Geldbasis)
März 2000 bis März 2017

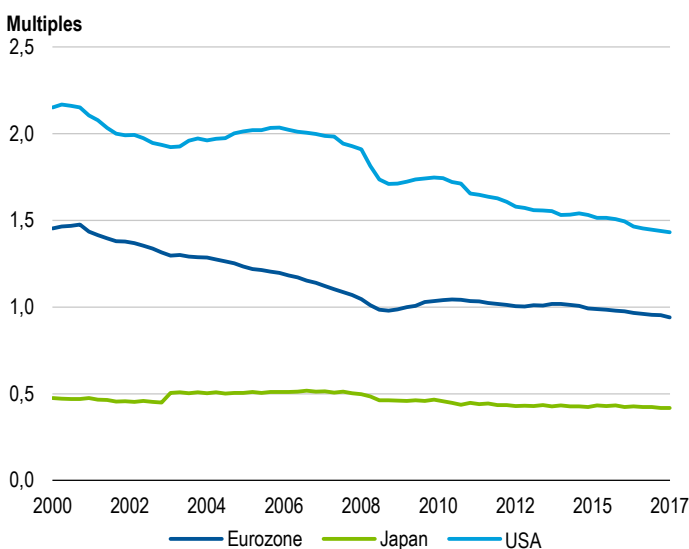


Quelle: Europäische Zentralbank, Bank of Japan, US Federal Reserve, OECD Main Economic Indicators Database.

In anderen Worten: **Eine gefestigte Konjunkturerholung könnte dem Geldmengenmultiplikator und der Geldumlaufgeschwindigkeit zurück auf ihr Vorkrisen-Niveau verhelfen.** Da die Fed und andere große Zentralbanken mehrere QE-Runden vollzogen, sind sowohl die Geldumlaufgeschwindigkeit (das Verhältnis von nominalem BIP zur weiten Geldmenge) als auch der Geldmengenmultiplikator (das Verhältnis der weiten Geldmenge zur Geldbasis) stark zurückgegangen. Dies spiegelt die plötzliche Entschuldung und ein Einfrieren des Finanzsystems wider. In der Tat wurde die massive Verlängerung der Zentralbankbilanzen ursprünglich benötigt, um der plötzlichen Kontraktion im restlichen Finanzsystem entgegenzuwirken.

Für die Eurozone, Japan und die USA liegt der Geldmengenmultiplikator derzeit auf einem Niveau, das deutlich unter dem Vorkrisen-Niveau liegt (siehe Abbildungen 20 und 21).²⁵ Die Geldumlaufgeschwindigkeit in Japan ist weiterhin stabil, befindet sich in den USA und der Eurozone jedoch auf einem merklich niedrigeren Niveau.

Abbildung 21: Geldumlaufgeschwindigkeit (nominales BIP/weite Geldmenge)
März 2000 bis März 2017



Quelle: Eurostat, Europäische Zentralbank, japanische Regierung, Bank of Japan, US Bureau of Economic Analysis, OECD Main Economic Indicators Database.

Tabelle 2: Falls Geschwindigkeit und Multiplikatoren sich normalisieren

Stand: August 2017

	Eurozone	Japan	USA
Geldmengenmultiplikator (Weite Geldmenge/Geldbasis)			
Vor 2008	11,0	11,6	8,5
Gesamte Auswahl	9,2	9,4	6,2
Letzte (Q1 2017)	4,6	2,9	3,6
Geldumlaufgeschwindigkeit (nominales BIP/weite Geldmenge)			
Vor 2008	1,3	0,5	2,0
Gesamte Auswahl	1,1	0,5	1,8
Letzte (Q1 2017)	0,9	0,4	1,4
Veränderung in % Multiplikator (Log)	-87 %	-139 %	-86 %
Veränderung in % Geschwindigkeit (Log)	-32 %	-16 %	-34 %
Potenzieller Preiseffekt insgesamt	118 %	155 %	121 %

Quelle: Berechnungen von Templeton Global Macro basierend auf Daten von: Europäische Zentralbank, Bank of Japan, OECD Main Economic Indicators Database, US Federal Reserve.

25. Die Rückgänge bei Geldumlaufgeschwindigkeit und -multiplikator folgten in den drei Volkswirtschaften einer unterschiedlichen Dynamik. In den USA folgte auf den spürbaren Rückgang 2009 ein weiterer sanfterer Rückgang. In der Eurozone erlebte der Geldmengenmultiplikator während der Eurozonen-Schuldenkrise 2012 einen zweiten plötzlichen Rückgang. Er erholte sich 2013–2014 und verzeichnete dann einen weiteren deutlichen Rückgang. In Japan wurde der Geldmengenmultiplikator durch die Beschleunigung des QE im Rahmen der Abenomics auf neue Tiefstände gedrückt.

Der Rückgang der Geldmengengeschwindigkeit und des Geldmengenmultiplikators erklärt (aus technischer Sicht), warum die massive Ausweitung der Geldversorgung neben der gedämpften Inflation existiert. Dies bedeutet jedoch auch, dass für den Fall, dass die Geldumlaufgeschwindigkeit und der Geldmengenmultiplikator bei einer Geldversorgung auf dem aktuellen Niveau auf ihre Vorkrisen-Niveaus zurückkehren würden, dies einen starken Anstieg der Preise auslösen würde. Tatsächlich würde dies unter sonst gleichen Bedingungen bedeuten, dass sich die Preisniveaus in allen drei Volkswirtschaften und insbesondere in Japan mehr als verdoppeln würden (siehe Tabelle 2).

Wir halten eine plötzliche Verdopplung der Preise nicht für ein plausibles Szenario. Wir möchten jedoch auf das Risiko hinweisen, dass **sogar eine allmähliche und moderate Normalisierung der Geldumlaufgeschwindigkeit und des Geldmengenmultiplikators einen erheblichen Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben würde.**

Es gibt keine Argumente dafür, dass der Rückgang bei Geschwindigkeit und Geldmengenmultiplikator dauerhaft sein sollte. Falls man annimmt, dass die Geldumlaufgeschwindigkeit und der Geldmengenmultiplikator auf aktuellem Niveau konstant bleiben, würde der Abbau der Fed-Bilanz durch die Reduzierung der Bankreserven (d. h. die Verkleinerung der Geldmenge) im Gegenteil einen gefährlichen Rückgang der Inflationsraten auslösen. **Die Fed und die meisten Analysten erwarten daher, dass die Geldumlaufgeschwindigkeit und der Geldmengenmultiplikator mit der Normalisierung der Geldpolitik steigen werden. Aber wir sehen keine Garantie, dass sie genau in dem Tempo steigen werden, welches das QT mit einer stabilen oder moderat höheren Inflation in Einklang bringen würde. So wie der Rückgang von Geldumlaufgeschwindigkeit und Geldmengenmultiplikator in der globalen Finanzkrise schneller als erwartet war, könnte ihr Anstieg in der Erholungsphase ebenfalls unerwartet schnell sein.**

Deregulierung

Das US-Finanzministerium schlug jüngst einige von Änderungen am regulatorischen Rahmen für den Finanzsektor vor, u. a. an den Kapitalanforderungen, den Liquiditätsvorschriften und den Stresstests für Banken. Die vorgeschlagenen Änderungen bringen die Sorge zum Ausdruck, dass die Straffung der Vorschriften nach der Krise übertrieben war und einen nachteiligen Effekt auf das Kreditwachstum hat, der vor allem kleine und mittlere Unternehmen traf und das Wirtschaftswachstum verringerte. Manche Analysten (z. B. Steve Strongin, Head of Investment Research bei Goldman Sachs) stellen fest, dass kleine und mittlere Unternehmen wegen der Regulierung nur zu viel höheren Sätzen Kapital aufnehmen können als große Unternehmen an den Märkten für öffentliche Schuldtitel.²⁶

Dieser Wettbewerbsnachteil könnte den Rückgang bei Unternehmensneugründungen erklären, der mit einem Rückgang der potenziellen Wachstumsrate einhergeht. Straffere Beschränkungen für Konsumentenkredite (z. B. für Kreditkarten und zweiseitige Hypotheken) könnten das Wachstum bei den Kleinunternehmen ebenfalls negativ beeinflusst haben.

Die vorgeschlagene Finanzderegulierung soll für schnelleres Kreditwachstum und stärkere Wirtschaftsdynamik sorgen. Die meisten der vorgeschlagenen Änderungen könnten direkt von den zuständigen Aufsichtsbehörden ohne Beteiligung des Kongresses erlassen werden. Dies bedeutet eine recht hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Finanzderegulierung tatsächlich kommt, auch wenn die Umsetzung Zeit braucht und sich bis 2018 hinziehen wird.

Die Experten sind sich uneins, ob die straffere Regulierung eine verbindliche Schranke für die Kreditvergabe gesetzt hat oder ob die gedämpfte Kreditnachfrage eine größere Verantwortung für das langsamere Kreditwachstum trägt. Wie oben aufgeführt, sollte das aktuelle gesamtwirtschaftliche Umfeld angesichts der gefestigteren Konjunkturerholung und des sehr robusten Arbeitsmarktes jedoch eine Erholung der Kreditnachfrage begünstigen. Das Zusammentreffen von stärkerer Kreditnachfrage und lockerer Bedingungen für die Kreditvergabe sollten zu einer Beschleunigung des Gesamtkreditwachstums führen und die Wirtschaftsaktivität stützen. Da der Überhang in der Wirtschaft wieder absorbiert wurde, sollte dies einen Aufwärtsdruck auf die Preise ausüben.

In Kapitel 3 zeigten wir, dass der Abbau der Fed-Bilanz über die Folgen der reduzierten Fed-Nachfrage an den Anlagemärkten Aufwärtsdruck auf die Renditen ausüben könnte. In diesem Kapitel legen wir dar, dass der schrittweise Bilanzabbau uns dem Risiko einer plötzlichen Beschleunigung der Kreditvergabe aussetzt. Dies könnte die Wirtschaftsaktivität in einer bereits über ihrem Potenzial laufenden US-Wirtschaft ankurbeln und die Inflationserwartungen nach oben treiben. Dies wiederum würde sich rasch in höheren Renditen niederschlagen. Dieses Risiko könnte durch makroökonomische Faktoren wie z. B. eine teilweise Normalisierung der Phillips-Kurve für Löhne und/oder Preise verstärkt werden. Dies erörtern wir im folgenden Kapitel.

26. Siehe Goldman Sachs, „Top of Mind: Regulatory Rollback“, 26.7.17.

5. Makroökonomische Faktoren: das Puzzle aus Lohnwachstum und Inflation

Die Inflation liegt sowohl in den USA als auch in der Eurozone weiterhin deutlich unter den Zielwerten der Zentralbanken und ist auch in den meisten anderen Industrieländern nach wie vor gedämpft, obwohl die Wirtschaftsaktivität an Momentum gewonnen hat. Die niedrige Inflation ist teilweise Ausdruck des schwachen Lohnwachstums: Obwohl der Arbeitsmarkt in den USA zur Vollbeschäftigung zurückgekehrt ist, stieg der durchschnittliche Stundenlohn zum 30. September im Jahresvergleich lediglich um 2,9 %.

In diesem Kapitel erörtern wir, warum Löhne und Preise noch nicht auf die stärkere Wirtschaftsaktivität reagiert haben, und wir beurteilen die Wahrscheinlichkeit, dass sie, selbst wenn der bestehende Ressourcenüberschuss vollständig abgebaut wird, gedämpft bleiben.

Die Lohn-Phillips-Kurve

Das gedämpfte Tempo des Lohnwachstums hat die meisten Ökonomen und Notenbanker überrascht. Im Falle der USA behaupteten einige Analysten anfangs, dass die Arbeitslosenquote das Ausmaß des Überschusses am Arbeitsmarkt nicht genügend berücksichtige, da die besseren Bedingungen mehr Menschen zurück in die Erwerbsbevölkerung bringen würden. Doch mit knapp mehr als 63 % (Stand: 30. September) entspricht die Erwerbsquote dem Niveau von Ende 2013 und ist kein Beleg dafür, dass die Straffung des Arbeitsmarktes mehr Menschen in die Erwerbsbevölkerung zog. Für den Rückgang der Erwerbsquote sind scheinbar größtenteils demografische Kräfte verantwortlich. Warum hat sich das Lohnwachstum also nicht beschleunigt?

Die Lohn-Phillips-Kurve hat sich abgeflacht: Das Lohnwachstum reagiert kaum auf die Änderungen der Arbeitslosenquote. Viele Ökonomen schreiben die Abflachung der Phillips-Kurve zwei strukturellen Faktoren zu:

- **Globalisierung:** Die allmähliche Integration der asiatischen Schwellenländer und der früheren Sowjetunion in die Weltwirtschaft hat den verfügbaren Arbeitskräfte-Pool enorm vergrößert, so dass die Gefahr der Auslagerung die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer in den Industrieländern begrenzt.
- **Technologie:** Die Fortschritte in Robotik und künstlicher Intelligenz haben das Spektrum der Aufgaben, die automatisiert werden können, ausgeweitet und die Löhne für Arbeitnehmer mit geringer und mittlerer Qualifikation gedrückt.

Basierend auf dieser Interpretation **halten einige Analysten diesen Wandel für dauerhaft** und sind der Ansicht, dass die Lohn-Phillips-Kurve – der Zusammenhang zwischen Lohnwachstum und Überschuss am Arbeitsmarkt – keine sinnvolle Orientierung für die Vorhersage von Lohn- und Inflationstrends und für politische Maßnahmen mehr bietet.

Wir halten diese Interpretation jedoch für wenig überzeugend:

- Erstens würden wir für den Fall, dass die Automation eine derart große Rolle spielen würde, ein schnelleres Produktivitätswachstum und moderate Beschäftigungszuwächse erwarten. Bisher ist genau das Gegenteil zu beobachten.
- Auch wenn zweitens akademische Studien nahelegen, dass der globale Wettbewerb (insbesondere durch China) bedeutende Verluste im verarbeitenden Gewerbe verursachte, arbeitet der Großteil der US-Arbeitnehmer im Dienstleistungssektor, und die Mehrheit der Stellen in diesem Bereich dürfte dem globalen Wettbewerb nach wie vor weniger ausgesetzt sein.

Wir stellen auch fest, dass die Stundenlöhne insgesamt das wahre Ausmaß des Lohndrucks aufgrund einer anhaltenden Veränderung in der Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung nicht genügend berücksichtigen: Die Bevölkerung altert, eine große Anzahl erfahrener Arbeitnehmer erreicht das Rentenalter und wird durch jüngere Arbeitnehmer mit weniger Erfahrung und niedrigeren Löhnen ersetzt. Die Atlanta Fed beobachtet die Löhne ununterbrochen beschäftigter Arbeitnehmer. Dieses Maß des Lohnwachstums, das um die Effekte der Zusammensetzung berichtigt wird, lag in den letzten sechs Monaten bei 3,5 % (Stand: 31. August).

Das durchschnittliche Lohnwachstum bei ununterbrochen beschäftigten Arbeitnehmern lag im Zeitraum 2015–2017 bei 3,3 % gegenüber 2,1 % in den Jahren 2010–2014 und entsprach somit der Besserung am Arbeitsmarkt. Der Vorkrisen-Durchschnitt war mit 3,8 % im Zeitraum 2003–2007 dennoch höher, aber die Inflation war ebenfalls höher. Wenn wir ein stark vereinfachendes Ex-post-Maß für das reale Lohnwachstum, deflationiert mit der Inflation nach dem Verbraucherpreisindex, heranziehen, steigen die realen Löhne für ununterbrochen beschäftigte Arbeitnehmer nun doppelt so stark wie vor der Krise (im Durchschnitt 2,2 % in den Jahren 2015–2017 gegenüber 0,9 % im Zeitraum 2003–2007; der Durchschnitt für die frühere Phase der Erholung 2010–2014 war 0,1 %). Nach der Berichtigung um die geänderte Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung ist die Lohndynamik demnach insbesondere angesichts des äußerst schwachen Tempos des Produktivitätswachstums nun nicht so niedrig.

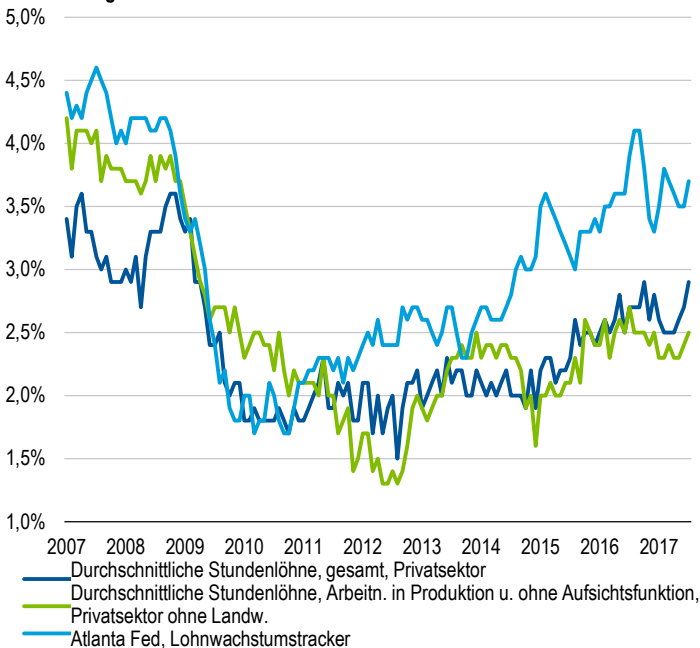
Gleichzeitig verbessern sich die meisten US-Arbeitsmarktindikatoren und signalisieren eine anhaltende Straffung: Die Zahl der freiwilligen Kündigungen steigt, und das verarbeitende Gewerbe verzeichnet einen wachsenden Abstand zwischen offenen Stellen und Neueinstellungen, was nicht nur auf eine nachhaltige Nachfrage nach Arbeitskräften, sondern auch auf Fachkräftemangel hindeutet.

Lohndruck steigt, da offene Stellen nun die Einstellungen überwiegen

Abbildung 22: Lohnwachstumstracker Atlanta Fed und durchschnittliche Stundenlöhne

März 2007 bis September 2017

Veränderung in %



Quelle: US Department of Labor. NFP = Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft.

Dass die anhaltende Straffung am US-Arbeitsmarkt unendlich weitergehen kann, ohne ein breiteres, schnelleres Lohnwachstum auszulösen, erscheint insbesondere angesichts der Dynamik bei den Löhnen für ununterbrochen Beschäftigte wie eine kühne Annahme.

Überdies zeigt eine aktuelle BIZ-Studie, dass 1) der Zusammenhang zwischen Lohnstückkosten (LSK) und Überhang am inländischen Arbeitsmarkt weiterhin erheblich ist, auch wenn er sich in den letzten drei Jahrzehnten abgeschwächt hat; und 2) das LSK-Wachstum in einem Land nun enger mit dem weltweiten LSK-Wachstum korreliert.

Wir vertreten daher die Ansicht, dass:

- Die nachhaltige Straffung am US-Arbeitsmarkt bis Jahresende 2017 und auch 2018 zu stärkerem Lohndruck führen dürfte.
- Das anziehende weltweite Wachstum die LSK weltweit nach oben treiben wird, was wiederum einen Aufwärtsdruck auf die LSK in den USA ausüben dürfte. Da das Produktivitätswachstum sich vermutlich nicht noch weiter verlangsamt, dürfte sich dies in stärkerem Lohndruck niederschlagen. Somit würde derselbe Globalisierungseffekt, der möglicherweise zu sinkenden Löhnen beitrug, letztlich entgegengesetzt wirken, da sich die Bedingungen am Arbeitsmarkt weltweit weiter verbessern.

Die Preis-Phillips-Kurve

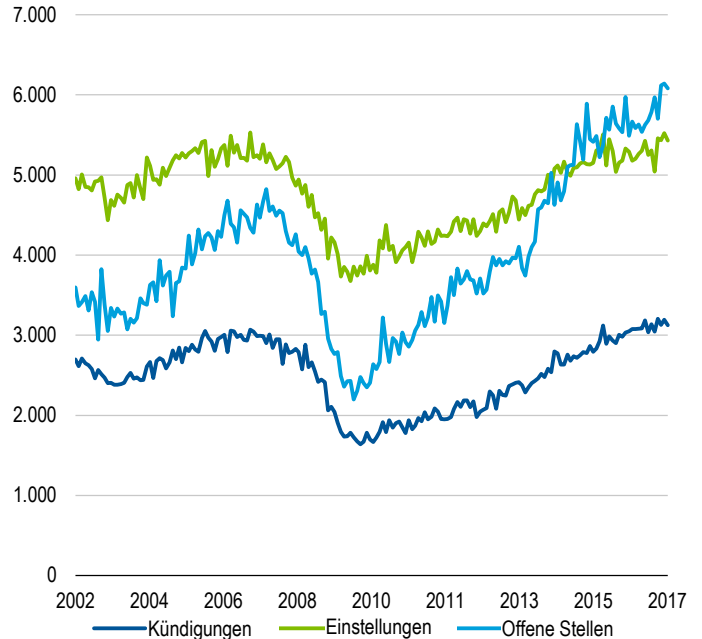
Eine ähnliche Debatte gibt es über den Zusammenhang zwischen Preisen und Konjunkturschwäche: die Preis-Phillips-Kurve. Auch hier herrscht die einhellige Meinung, dass die Preis-Phillips-Kurve sich aufgrund einer Kombination aus technologischem Fortschritt und intensiverem globalen Wettbewerb abgeflacht hat.

27. Die bereitgestellten Informationen stellen keine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf eines Wertpapiers dar.

Abbildung 23: Offene Stellen, Einstellungen und Kündigungen Privatsektor insgesamt

Mai 2002 bis August 2017

Tausend Stelle



Quelle: US Department of Labor.

Und auch hier sind wir der Ansicht, dass die beiden Säulen der Konsensmeinung mit Vorsicht zu genießen sind:

- Neue Technologien haben scheinbar zur Verringerung des Preisdrucks beigetragen, in einigen Fällen durch die Reduzierung der Produktionskosten, jedoch vor allem durch die Erhöhung von Preistransparenz und Wettbewerb. Man denke bspw. an die Möglichkeiten der Verbraucher, im Internet Preise zu vergleichen. Gleichzeitig haben diese Technologien jedoch auf mehreren Märkten eine Alles-oder-Nichts-Dynamik erzeugt, bei der eine erfolgreiche Plattform eine monopolartige Macht erlangen kann. Eine monopolähnliche Macht dürfte sich letztlich in größerer Preismacht und stärkeren Preiserhöhungen niederschlagen; die beeindruckenden Aktienmarktbewertungen plattformähnlicher Technologieunternehmen (wie Amazon und Uber)²⁷ spiegeln die Überzeugung der Anleger wider, dass diese Unternehmen in der Lage sein werden, künftig wesentlich höhere Gewinne zu erzielen.
- Der globale Wettbewerb scheint ebenfalls zur Verringerung des Preisdrucks in den Industrieländern beigetragen zu haben. Doch da die Schwellenländer den Industrieländern näherkommen, wird sich dieser Effekt abschwächen: Das Lohnniveau in den großen Schwellenländern ist bereits gestiegen, was ihre Produktionskosten steigert. Und da die Inflationstrends eine bedeutende globale Komponente haben, dürfte die Zunahme des weltweiten Wachstums und der weltweiten Kapazitätsauslastung den weltweiten Preisdruck erhöhen. Dies wiederum dürfte die Inflationstrends in den USA und anderen wichtigen Industrieländern beeinflussen.

Wir halten es für wichtig, die Ungewissheit des Inflationsausblicks zu unterstreichen. Die Fed, andere Zentralbanken und viele Ökonomen geben zu, dass die Gründe für das Abflachen der Phillips-Kurve kaum verstanden werden. Mutmaßungen über die Rolle von Technologie und Globalisierung sind verständlich, und wir sind überzeugt, dass diese Faktoren eine Rolle spielen. Wir haben jedoch keinen überzeugenden Beweis, dass Technologie und Globalisierung eine entscheidende Rolle bei der Verringerung des Lohn- und Preisdrucks spielen, geschweige denn, dass ihr deflationärer Impuls künftig so stark bleiben wird.

Die aktuellen makroökonomischen Bedingungen dürften eine Beschleunigung der Konsumnachfrage stützen. Dies könnte durch eine beschleunigte Kreditvergabe der Banken im Zuge der Lockerung der Finanzregulierung (siehe Kapitel 4) angefacht werden. Die Ressourcenauslastung könnte hierdurch an einen Punkt gelangen, an dem Löhne und Preise allmählich mit einem schnelleren Tempo reagieren, und für eine erneute Versteilung der Phillips-Kurve sorgen.

Der Umstand, dass Löhne und Inflation in den vergangenen Jahren unerwartet gedämpft waren, sollte uns nicht zu der Annahme verleiten, dass die Inflation niemals zurückkehrt. Wenn wir die Gründe für die Abflachung der Phillips-Kurve nicht vollständig verstehen, müssen wir das Risiko anerkennen, dass sie wieder steiler werden könnte.

Fazit

Sowohl Fed als auch Finanzmärkte erwarten scheinbar, dass der Bilanzabbau der Zentralbank ereignislos, sanft und ohne große Folgen für den Markt verlaufen wird. In diesem Artikel haben wir dargelegt, dass dem vermutlich nicht so sein wird. In der Tat könnte nur eine äußerst unwahrscheinliche Kombination von Ereignissen für einen sanften und schmerzfreien Übergang sorgen. Nach unserer Auffassung unterschätzen die Märkte insbesondere die Folgen für die Renditen auf US-Schatzanleihen.

Da die Fed ihre Nachfrage nach US-Schatzanleihen reduziert und das Finanzministerium das Angebot zur Deckung des Haushaltsdefizits vergrößert, müssen die Anleihepreise fallen und die Renditen steigen, um neue Käufer anzulocken. Das QE verringerte die Renditen; seine Umkehr wird sie steigern. Unsere Feststellung, dass inländische preisempfindliche Käufer einen unverhältnismäßigen Anteil der Nachfrage werden abdecken müssen, stützt diesen grundlegenden Punkt.

Um das Risiko von Belastungen für die Anlagemärkte zu verringern, plant die Fed die langsame und allmähliche Kürzung ihrer Bilanz. Dementsprechend werden die Überschussreserven der Banken in den kommenden Jahren jedoch äußerst hoch bleiben (es wird einem nichts geschenkt ...).

Dies könnte eine plötzliche Beschleunigung der Kreditvergabe auslösen, da sowohl Kreditnachfrage als auch Kreditversorgung auf die bessere Wirtschaftslage und die Lockerung der Finanzregulierung reagieren.

Der Preisdruck ist nach wie vor gedämpft. Dies dürfte nicht ewig so bleiben. Die Löhne für ununterbrochen beschäftigte Arbeitnehmer steigen mit robustem Tempo. Die Lohn- und die Preis-Phillips-Kurve haben sich abgeflacht, doch die Argumente, dass sie *dauerhaft* flach bleiben, können uns nicht überzeugen. Überdies haben die Lohn- und Preistrends eine starke globale Komponente, und der weltweite Ausblick deutet auf einen größeren Druck bei der Ressourcenauslastung und auf ein schnelleres Lohn- und Preiswachstum hin.

Diese drei Kräfte müssen nicht alle zum Tragen kommen, aber sie müssen alle widerlegt werden, damit die Markterwartungen sich bestätigen. Wir halten dies für äußerst unwahrscheinlich und keinesfalls für ein Szenario, in dem investiert werden sollte. Wir erwarten, dass der Bilanzabbau der Fed eine lange Wegstrecke vor sich hat und die Märkte möglicherweise belasten wird.

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE

Dieses Dokument beruht auf den Analysen und Einschätzungen der Autoren zum 20. Oktober 2017 und weicht möglicherweise von den Einschätzungen anderer Portfoliomanager, Investmentteams oder Anlageplattformen bei Franklin Templeton Investments ab. Es wurde zur allgemeinen Information erstellt und ist nicht als Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung bzw. -empfehlung anzusehen; es handelt sich hierbei auch um kein Angebot von Anteilen, keine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen oder zur Anwendung einer Anlagestrategie. Es stellt keine juristische oder steuerrechtliche Beratung dar.

Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen sowie die Kommentare, Ansichten und Analysen entsprechen dem Datum der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Die hierin aufgeführten Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Branche oder eine Strategie dar.

Es kann sein, dass die hierin enthaltenen Informationen sich auch auf externe Datenquellen beziehen, die Franklin Templeton Investments („FTI“) nicht unabhängig verifizieren, bewerten oder überprüfen ließ. FTI haftet auf keinen Fall für Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Das Vertrauen auf die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Material liegt ausschließlich im alleinigen Ermessen des Nutzers.

Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in allen Ländern verfügbar und werden außerhalb der USA von anderen verbundenen Unternehmen von FTI und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren eigenen professionellen Berater.

Herausgegeben in den USA von Franklin Templeton Distributors, Inc., One Franklin Parkway, San Mateo, Kalifornien 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com – Franklin Templeton Distributors, Inc. ist der Hauptvertriebspartner für in den USA registrierte Produkte von Franklin Templeton Investments. Diese sind nur in Ländern erhältlich, in denen das Angebot bzw. die Bewerbung solcher Produkte nach geltendem Recht und geltenden Vorschriften zulässig ist.

Australien: Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Australia Limited (ABN 87 006 972 247) (Australian Financial Services License Holder No. 225328), Level 19, 101 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000. **Österreich/Deutschland:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Services GmbH, Mainzer Landstr. 16, D-60325 Frankfurt am Main, Deutschland. Autorisiert in Deutschland durch IHK Frankfurt a. M., Reg.-Nr. D-F-125-TMX1-08. **Kanada:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Corp., 5000 Yonge Street, Suite 900 Toronto, ON, M2N 0A7, Fax: (416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca. **Dubai:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments (ME) Limited. Zulassung und Regulierung durch die Dubai Financial Services Authority. Niederlassung Dubai: Franklin Templeton Investments, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubai, U.A.E., Tel.: +9714-4284100 Fax: +9714-4284140

Frankreich: Herausgegeben von Franklin Templeton France S.A., 20 rue de la Paix, 75002 Paris, Frankreich. **Hongkong:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments (Asia) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hongkong. **Italien:** Herausgegeben von Franklin Templeton International Services S.à r.l. – Corso Italia, 1 – Mailand, 20122, Italien. **Japan:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Japan Limited. **Korea:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Seoul, Korea 150-968. **Belgien/Niederlande/Luxemburg:** Herausgegeben von Franklin Templeton International Services S.à r.l. – Unter Aufsicht der *Commission de Surveillance du Secteur Financier* – 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxemburg – Tel.: +352-46 66 67-1 – Fax: +352-46 66 76. **Malaysia:** Herausgegeben von Franklin Templeton Asset Management (Malaysia) Sdn. Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn. Bhd. **Polen:** Herausgegeben von Templeton Asset Management (Poland) TFI S.A.; Rondo ONZ 1; 00-124 Warschau. **Rumänien:** Herausgegeben von der Bukarester Niederlassung der Franklin Templeton Investment Management Limited, 78-80 Buzesti Street, Premium Point, 7th-8th Floor, 011017 Bukarest 1, Rumänien. Eingetragen bei der rumänischen Finanzaufsichtsbehörde unter der Nummer PJM01SFIM/400005/14.09.2009, Zulassung und Regulierung im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority. **Singapur:** Herausgegeben von Templeton Asset Management Ltd. Register-Nr. (UEN) 199205211E. 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapur. **Spanien:** Herausgegeben von der Niederlassung der Franklin Templeton Investment Management, Professional of the Financial Sector unter Aufsicht der CNMV, José Ortega y Gasset 29, Madrid. **Südafrika:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd, einem autorisierten Anbieter von Finanzdienstleistungen. Tel.: +27 (21) 831 7400 Fax: +27 (21) 831 7422. **Schweiz:** Herausgegeben von Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zürich. **Vereinigtes Königreich:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), angemeldeter Geschäftssitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London, EC4N 6HL. Im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority zugelassen und reguliert. **Skandinavien:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), Niederlassung in Schweden, Blasieholmogatan 5, Se-111 48 Stockholm, Schweden. Tel.: +46 (0) 8 545 01230, Fax: +46 (0) 8 545 01239. FTIML ist im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority zugelassen und reguliert und in Dänemark, Schweden, Norwegen und Finnland zum Investmentgeschäft zugelassen. **Offshore Nord- und Südamerika:** In den USA wird diese Veröffentlichung von Templeton/Franklin Investment Services, 100 Fountain Parkway, St. Petersburg, Florida 33716 nur an Finanzintermediäre verbreitet. Tel.: (800) 239-3894 (USA Toll-Free), (877) 389-0076 (Kanada Toll-Free), und Fax: (727) 299-8736. Die Anlagen sind nicht FDIC-versichert, können an Wert verlieren und werden nicht durch eine Bank garantiert. Der Vertrieb außerhalb der USA kann durch Templeton Global Advisors Limited oder andere Untervertriebsstellen, Intermediäre, Broker oder professionelle Anleger erfolgen, die von Templeton Global Advisors mit dem Vertrieb von Anteilen an Fonds von Franklin Templeton in bestimmten Rechtsgebieten betraut wurden. Dies ist kein Angebot zum Verkauf und keine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für Wertpapiere in einem Rechtsgebiet, in dem dies illegal wäre.

Wichtige Mitteilungen und Nutzungsbedingungen des Datenanbieters verfügbar unter www.franklintempletondatasources.com.



Bitte besuchen Sie
www.franklinresources.com. Dort werden
Sie zu Ihrer lokalen Franklin Templeton-
Website weitergeleitet.