

Volkswirtschaft Aktuell

BLICK AUF VOLKSWIRTSCHAFTLICHE EREIGNISSE

WWW.OPPENHEIM.DE



JUNI 2017

US-Zinsausblick: Auf dem langen Weg in die geldpolitische Normalität

Die Aussichten für die US-Wirtschaft haben sich in den letzten Monaten weiter aufgehellt und die Beschäftigungslage ist nach wie vor gut.

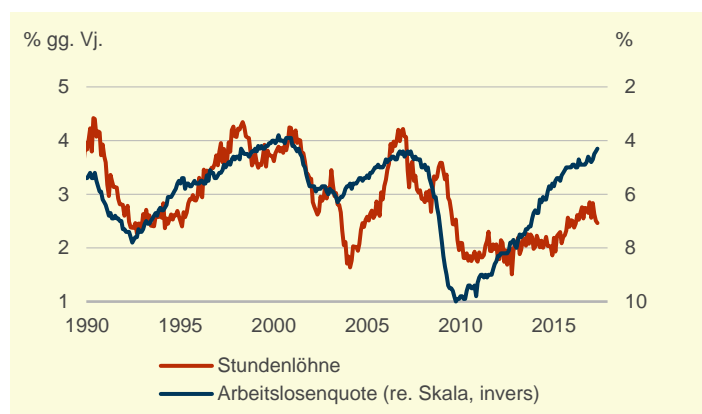
Nach dem ölpreisbedingten Zwischenhoch bleibt die Inflationsentwicklung aber sehr moderat.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir unverändert zwei weitere Zinsschritte im laufenden Jahr (Juni und Dezember). Zudem gehen wir davon aus, dass die Fed erste zaghafte Schritte in Richtung Abschmelzen ihrer Bilanz bereits ab dem vierten Quartal dieses Jahres unternehmen wird.

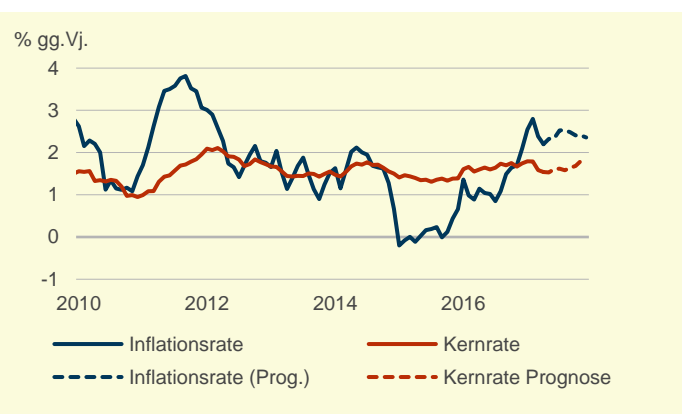
SOLIDES WACHSTUM

Die Fed sieht sich bei ihrer Zinsentscheidung in dieser Woche mit zwei unterschiedlichen Signalen konfrontiert. Die Inflationsraten sind immer noch (zu) niedrig, aber realwirtschaftlich läuft es gut: Die Erholung der US-Wirtschaft befindet sich in ihrem achten Jahr nach der Finanzkrise. Und auch wenn die Wirtschaft im ersten Quartal nur mit 1,2 Prozent annualisiert gewachsen ist, deuten fast alle Indikatoren darauf hin, dass das zweite Quartal wieder deutlich besser ausfallen wird und sich der Aufschwung fortsetzt. Wir gehen davon aus, dass die US-Wirtschaft in diesem und im kommenden Jahr mit jeweils rund 2 Prozent wachsen wird. Das ist dieselbe Größenordnung, wie sie auch die Fed erwartet. Hilfreich ist, dass inzwischen weltweit die Konjunktur angesprungen ist. Sowohl in den Schwellen- und Entwicklungsländern aber vor allem auch in Europa hat die Wirtschaft Tritt gefasst. Die Wirtschaft in der Eurozone wird in diesem Jahr in etwa mit der gleichen Geschwindigkeit wachsen wie die USA. Dieser freundliche Ausblick reduziert die weltwirtschaftlichen Risiken für die USA.

(NOCH) SCHWACHES LOHNWACHSTUM



INFLATIONSRATEN WIEDER NIEDRIGER



VOLLBESCHÄFTIGUNG

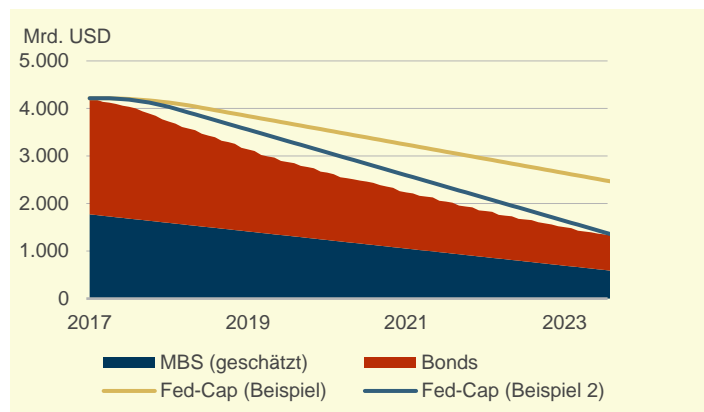
Wichtigstes Anzeichen für die fortgeschrittene Gesundung der US-Wirtschaft ist der hohe Beschäftigungsstand. In den vergangenen zwölf Monaten sind im Schnitt jeweils 190.000 neue Stellen entstanden. Das ist weit mehr als nötig wäre, um den demografischen Zuwachs zu absorbieren. Um die Arbeitslosenquote (oder genauer die Beschäftigungsquote) konstant zu halten, wären monatlich nur 80.000 neue Stellen nötig. Die Babyboomer verabschieden sich langsam aber sicher in den Ruhestand, während weniger junge Leute als früher auf den Arbeitsmarkt strömen. Wuchs vor zehn Jahren die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter noch um jährlich 1 ½ Prozent, so beträgt der Zuwachs jetzt nur noch ½ Prozent pro Jahr. Die Arbeitslosenquote liegt mit 4,3 Prozent inzwischen unter dem Niveau, das die Fed als Vollbeschäftigung betrachtet.

Die hohe Auslastung des Arbeitsmarktes ist auch der Hauptgrund dafür, dass wir auch für das kommende Jahr lediglich ein Wirtschaftswachstum von 2 Prozent annehmen – und damit deutlich unter der Konsensprognose liegen. Wir haben dabei hauptsächlich die Entstehungsseite des Bruttoinlandsproduktes im Blick. Um mehr zu produzieren, müssen entweder mehr Menschen arbeiten oder die, die arbeiten, müssen produktiver werden. Die Zeiten starken Beschäftigungsaufbaus neigen sich ihrem natürlichen Ende entgegen: Die Arbeitslosenquote kann nicht mehr so stark sinken und die Gesamtbevölkerung wächst schwächer als früher. Und es ist derzeit nicht absehbar, dass die Arbeitsproduktivität so stark ansteigt, dass sie diese Effekte überkompensieren könnte. Im ersten Quartal dieses Jahres wuchs die Produktivität mit rund 1 Prozent, nachdem sie im vergangenen Jahr sogar nur um ¼ Prozent zugelegt hatte.

...ABER IMMER NOCH SEHR NIEDRIGE INFLATIONS RATEN

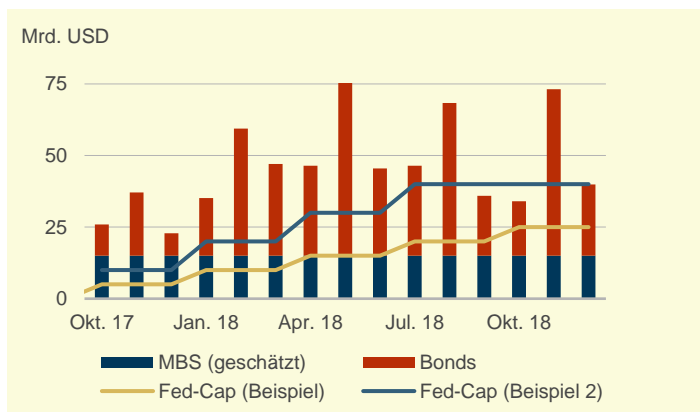
Vergleicht man die aktuelle Lohnentwicklung mit jener zu anderen Zeiten, als quasi Vollbeschäftigung herrschte, so springt der aktuell niedrige Lohnanstieg ins Auge. Auch wenn sich dieses Rätsel nicht vollends aufklären lässt, gibt es doch drei Erklärungsansätze hierfür: Erstens sind die Unternehmen wegen des schwachen Produktivitätswachstums nicht zu allzu hohen Zugeständnissen bei den Löhnen bereit. Zweitens sorgen die niedrige Inflation und vor allem die verhaltenen Inflationserwartungen dafür, dass auch die Lohnforderungen von Seiten der Arbeitnehmer nicht zu hoch ausfallen. Sodass es drittens schlicht zu einem größeren zeitlichen Verzug als früher kommt. Schließlich sieht man ja schon, dass der Lohnerhöhungszyklus eingesetzt hat – nur eben nicht so stark wie in der Vergangenheit.

ABLAUFSTRUKTUR DER FED-BILANZ



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, Sal. Oppenheim KGaA

MONATLICHE FÄLLIGKEITEN



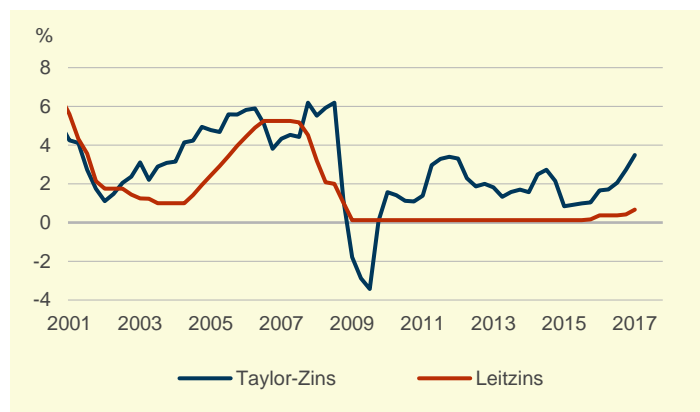
Quelle: Federal Reserve Bank of New York, Sal. Oppenheim KGaA

WAS MACHT DIE FED AUS DIESER GEMENDELAGE?

Vor dem Hintergrund der nun schon lange anhaltenden moderaten Erholung der US-Wirtschaft wird die Fed ihren Zinserhöhungspfad fortsetzen wollen. Wir gehen fest davon aus, dass sie auf der kommenden Sitzung den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1 % bis 1,25 % erhöhen wird. Für die gute konjunkturelle Lage sind die Leitzinsen dann aber immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau. Legt man beispielsweise den Taylor-Zins in seiner klassischen Ausprägung zugrunde, so müssten die Leitzinsen rund 2 Prozentpunkte höher liegen. Daher hat die Fed auf ihrer Sitzung im März angekündigt, bereits in diesem Jahr mit dem Abschmelzen ihrer Bilanz beginnen zu wollen. Nach dem dort vorgestellten Modell soll die Bilanz abgeschmolzen werden, indem man die Rückflüsse aus fälligen Anleihen nicht länger monatlich reinvestiert. Um allerdings ein zu schnelles (und sprunghaftes) Abschmelzen zu vermeiden, werden die monatlichen Rückführungen „gedeckt“. Dieser Cap soll zunächst niedrig angesetzt und im Laufe eines Jahres auf sein endgültiges Niveau angehoben werden. Die Volumina, die über dem Cap liegen, werden reinvestiert.

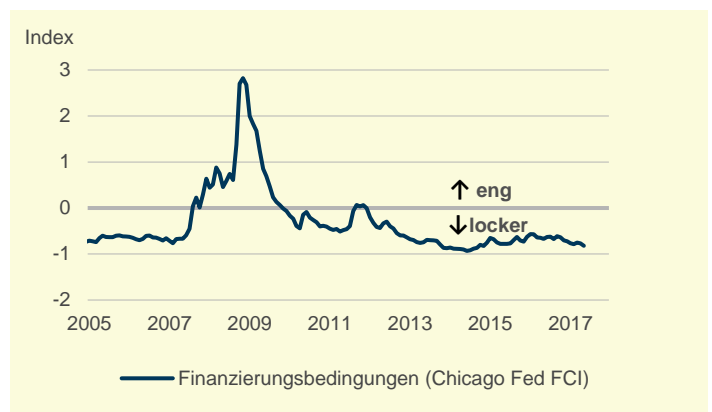
Zahlreiche Details stehen noch nicht fest, könnten aber teilweise schon auf der kommenden Sitzung eingegrenzt oder festgelegt werden. Zu klären ist, wann und in welchem Umfang mit dem Abschmelzen begonnen wird, wie stark die Caps im Laufe der Zeit erhöht werden, und welche Zielgröße die Fed-Bilanz am Ende haben wird. Wir gehen davon aus, dass der Ausstiegsprozess sehr moderat mit einem Cap von 5 Milliarden US-Dollar pro Monat beginnen und sich dann sukzessive auf 25 Milliarden pro Monat erhöhen wird. Über die letztendliche Zielgröße der Fed-Bilanz ist wenig bekannt. Derzeit umfasst die Bilanz der Fed 4.000 Milliarden US-Dollar. Vor der Finanzkrise hatte sie ein Volumen von rund 800 Milliarden US-Dollar. Sicherlich wird die Fed auch nach Beendigung des Abschmelzprogramms eine deutlich größere Bilanz als damals haben wollen; zum einen weil die Wirtschaft inzwischen weiter gewachsen ist; zum anderen, weil die USA monetäre Basis früher ungewöhnlich schmal war. Selbst wenn man annimmt, dass der Zielwert bei nur knapp unter 3 Billionen US-Dollar liegt, so würde sich die Reduktion auf diese Zielgröße bis in das Jahr 2022 hinziehen – vorausgesetzt es bliebe bei der von uns angenommenen Geschwindigkeit. Aber auch wenn man eine schnellere Tilgung, z. B. 40 Milliarden US-Dollar pro Monat, unterstellt, kann man auf ähnlich lange Verläufe kommen, sofern die Zielgröße der Bilanz dann bei rund 2 Billionen US-Dollar liegen sollte.

LEITZINS UND TAYLOR-ZINS



Quelle: Haver Analytics Inc., Sal. Oppenheim KGaA

FINANZIERUNGSBEDINGUNGEN IMMER NOCH LOCKER



Quelle: Haver Analytics Inc.

FAZIT UND AUSBLICK

Ein so langer Verlauf ist durchaus realistisch. Der Fed stehen zwei Instrumente zur Straffung ihrer Geldpolitik zur Verfügung: die traditionelle Zinspolitik und die Reduktion ihrer im Rahmen des *Quantitative Easings* aufgeblähten Bilanzsumme. Von den beiden geldpolitischen Instrumenten fühlt sich die Fed mit dem ersten sichtlich wohler, weil sie dabei über deutlich mehr Erfahrung verfügt als mit der unkonventionellen Geldpolitik. Sie kann die Wirkungen (und Nebenwirkungen) deutlich

zuverlässiger einschätzen und gegebenenfalls leichter gegensteuern. Möchte sie also bei der Bekämpfung der nächsten Rezession vorrangig dieses Instrument einsetzen, tut sie gut daran, es rechtzeitig zu schärfen, also die Zinsen auf ein Niveau anzuheben, von dem aus sie sie merklich senken kann. Daher dürfte die Bilanzschrumpfung (zunächst) nur Nebenkriegsschauplatz bleiben. Denn würde sie umgekehrt der Bilanzreduktion Vorrang einräumen, und solange die Zinsanhebungen aussetzen, bis die Bilanz wieder eine „normale“ Größenordnung erreicht hat, könnte die Fed in die Situation geraten, dass sie auf eine Rezession nur wieder mit einer Bilanzausweitung reagieren könnte. Wegen der natürlichen Untergrenze bei den Leitzinsen (Null oder knapp darunter) stünde ihr dann dieses Instrument nicht zur Verfügung. Im umgekehrten Fall, wenn sie also die Zinsen erhöht und die Bilanz kaum verändert hat, kann sie zu beiden Mitteln greifen: Zinssenkungen und – falls nötig – Wertpapierkäufe, die bei der Fed – anders als bei der EZB – nicht aus politischen Gründen nach oben gedeckelt sind.

Mit dem insgesamt sehr behutsamen Vorgehen will die Fed auf jeden Fall vermeiden, dass sie die US-Wirtschaft in ihrer Erholung unterbricht. Letztlich dürfte es der Fed leichter fallen, eine überschießende Inflation – die derzeit ohnehin nicht zu sehen ist – mit Zinserhöhungen einzufangen, als eine Rezession mit Leitzinssenkungen abzuwenden. Das behutsame bis zögerliche Vorgehen der Fed führt dazu, dass die Geldpolitik der Fed immer noch akkommodierend ist. Dies findet zum Beispiel auch in den Finanzierungsbedingungen der Unternehmen seinen Niederschlag, die, gemessen am *Financial Conditions Index* der Chicago Fed, immer noch locker sind und nicht restriktiv – trotz Zinserhöhungen und anstehender Bilanzreduktion.

Im Grunde ist das ein positives Zeichen. Denn all dies zeigt, dass der Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik ohne größere Friktionen gelingen kann. Anders als noch im Mai 2013, als die Ankündigung des damaligen Fed-Chefs, Ben Bernanke, dass die expansive Geldpolitik ihr Ende haben könnte, zu kräftigen Marktturbulenzen geführt haben, sind bisher Marktverwerfungen ausgeblieben.

Autor

Dr. Martin Moryson

martin.moryson@oppenheim.de

Telefon: (0221) 145-2099

Bei dieser Publikation handelt es sich um Werbemitteilungen der Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA („Sal. Oppenheim“). Diese Publikation erfüllt deshalb nicht die gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Insbesondere gilt bei dieser Publikation im Gegensatz zu Finanzanalysen nicht das Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass Sal. Oppenheim, mit ihr verbundene Unternehmen oder deren Mitarbeiter Eigengeschäfte in den hier genannten oder anderen Finanzinstrumenten abgeschlossen haben oder abschließen werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen beinhalten **keine Anlageberatung** oder auf Ihre individuellen Verhältnisse abgestimmten Handlungsempfehlungen. Sie ersetzt in keinem Fall die vorgeschriebenen Informationsmitteilungen von Finanzinstrumenten und die vor jeder Anlageentscheidung zu empfehlende Beratung durch dazu qualifizierte Personen. Bitte sprechen Sie bei Interesse Ihren Berater an und konsultieren Sie zusätzlich Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater.

Diese Publikation impliziert auch **kein Angebot zum Kauf** von Finanzinstrumenten, sondern dient allein als Hilfe zu Ihrer selbständigen Meinungsbildung. Sie enthält generelle Einschätzungen, die auf der Grundlage ausgewählter öffentlich zugänglicher Informationen und Daten („Informationen“) von Sal. Oppenheim gegeben werden. Die **Informationen** wurden sorgfältig zusammengestellt und Quellen entnommen, die Sal. Oppenheim als zuverlässig erachtet hat. Eine Gewähr für die Vollständigkeit und Fehlerfreiheit der Informationen wird nicht übernommen; ebenso wenig eine Haftung für den Eintritt von (Kapital-)Marktprognosen, Wertentwicklungen und anderen Annahmen oder Vermutungen einschließlich der Eignung der beschriebenen Anlagen für eine Anlagestrategie.

Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen geben die **aktuelle Einschätzung** von Sal. Oppenheim wieder. Die Einschätzung kann sich – auch sehr kurzfristig – jederzeit ändern, ohne dass Sal. Oppenheim Sie dann darauf hinweisen würde. Diese Publikation ist daher auch nicht als mittel- oder langfristige Grundlage für Handlungsentscheidungen geeignet.

Der Kauf von Finanzinstrumenten ist generell mit **finanziellen Risiken** verbunden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Der Wert von Anlagen kann sowohl sinken als auch steigen und der Anleger erhält unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Auch können Wechselkursschwankungen den Wert einer Anlage steigern oder verringern. Soweit Kursangaben beziehungsweise Preisangaben gemacht werden, sind diese freibleibend.

Diese Publikation ist **urheberrechtlich** geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Weitergabe oder Verbreitung, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, Sal. Oppenheim vorbehalten; eine Vervielfältigung ist nur in den Grenzen des UrhG der Bundesrepublik Deutschland in seiner jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des UrhG unterliegen. Die Verteilung dieser Publikation außerhalb Deutschlands, sowie an US-Residents und US-Staatsbürger ist untersagt.

Alle **Markenrechte** liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.