



Tim Ng

Anleihenportfoliomanager

Sorgt die neue US-Geldpolitik für mehr Inflation?

Im Überblick

- Da die Fed jetzt eine höhere Inflation akzeptiert, könnten die Leitzinsen noch lange niedrig bleiben.
- Die expansive Geldpolitik und der schwache Arbeitsmarkt dürften für niedrige Anleihenrenditen sorgen.
- Langfristig dürfte die Inflation eher steigen als fallen.

Im Januar bestätigte die Fed, dass sie im Rahmen ihrer neuen Geldpolitik noch länger auf niedrige Zinsen setzen will. Mit ihrem Konzept einer „umfassenden und diskriminierungsfreien“ Vollbeschäftigung bei durchschnittlich 2% Inflation stellte sie allenfalls noch einmal klar, wann eine Straffung der Geldpolitik möglich scheint. Nach der Sitzung betonte Fed-Chairman Jerome Powell, wie wichtig „echte Fortschritte“ bei der Erreichung der beiden Ziele seien. Erst danach würde man über eine Anpassung der Geldpolitik nachdenken.

Lesen Sie, wie ich Inflationserwartungen und US-Staatsanleihenrenditen kurz- und mittelfristig einschätze.

Die Inflation könnte vorübergehend steigen

Nach der Lockerung der Lockdowns ist die Verbraucherpreisinflation wieder gestiegen. Noch ist sie aber niedriger als vor Corona. Ich rechne damit, dass die Kernrate des PCE-Preisindex, des bevorzugten Inflationsmaßes der Fed, im Frühjahr kurzfristig über 2% steigt. Zum Jahresende dürfte sie aber wieder zurückgehen, da dann die niedrigen 2020er-Zahlen aus der Berechnung herausfallen. Wenn die Wirtschaft wieder arbeitet und sich die Konjunktur erholt, könnte die Inflation erneut kurzfristig steigen.

Viele Haushalte haben in den letzten zwölf Monaten viel gespart. Dieser Konsumstau könnte zu einer höheren Nachfrage führen, vor allem, wenn wieder mehr Dienstleistungen in Anspruch genommen werden können. Das dürfte aber nicht von Dauer sein – es sei denn, die Wirtschaft erholt sich nachhaltig.

Höhere Ersparnisse der Haushalte könnten zu einem Ausgabeboom führen

Sparquote von US-Haushalten¹



Die expansive Geldpolitik und der schwache Arbeitsmarkt dürften für anhaltend niedrige Renditen sorgen

Durch die flächendeckenden Impfungen und das neue Konjunkturpaket verbessert sich der Konjunkturausblick weiter. Und doch dürfte die US-Geldpolitik noch lange expansiv bleiben und auf absehbare Zeit für niedrige Anleihenrenditen sorgen. Dafür gibt es mehrere Gründe:

„Reaktiver“ Geldpolitik: Ein Jahr lang hat die Fed ihr Konzept überprüft. Demnächst will sie ihre Konjunkturziele weniger „proaktiv“ ansteuern, sondern „reaktiver“ werden. In seinen aktuellen Reden hat Powell die Bedeutung von Modellen wie der Phillips-Kurve heruntergespielt; die postulierten Wirkungszusammenhänge seien unsicher und ungenau. Die Phillips-Kurve geht von einem stabilen inversen Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosenquote aus. Außerdem betont Powell, dass die Geldpolitik erst dann geändert werden sollte, wenn die Konjunkturdaten die gewünschten Fortschritte auch wirklich gemacht haben. Eine Lehre aus dem letzten Zinszyklus ist, dass die Modellgläubigkeit der Fed zu viel zu frühen Zinserhöhungen geführt hat – wegen der Angst vor einer Inflation, die niemals kam. Ab Dezember 2016 hat die

1. Quelle: US Bureau of Economic Analysis, über FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Saisonbereinigte Jahresrate. Stand Dezember 2020.

Notenbank die Zinsen zwei Jahre lang angehoben, um insgesamt 200 Basispunkte. Dann musste sie sich korrigieren und die Zinsen 2019 dreimal senken.

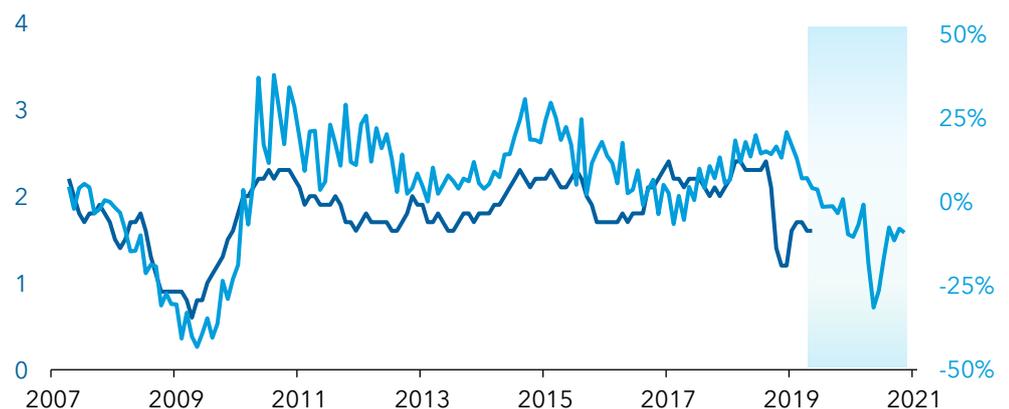
Schwache Arbeitsmarkterholung: Der Arbeitsmarkt hat sich nur langsam erholt. Das neue Notenbankziel einer „umfassenden und diskriminierungsfreien“ Vollbeschäftigung dürfte so bald nicht erreicht werden. Gerade erst hat die Fed bei der Überprüfung ihrer Strategie dem Vollbeschäftigungsziel höhere Priorität eingeräumt. Sie hält es jetzt für wichtiger als das Inflationsziel und betont, dass sie jetzt ausschließlich „Defizite“ beim Arbeitsmarktziel berücksichtigen will.

Der Weg bis zu einer echten Arbeitsmarkterholung ist aber wohl noch weit. Im Januar war die Arbeitslosenquote mit 6,3% noch immer hoch, und die Erwerbstätigenquote war mit 57,5% fast so niedrig wie seit den frühen 1980er-Jahren nicht mehr. Erst- und Folgeanträge auf Arbeitslosengeld scheinen nicht mehr zurückzugehen. Außerdem verdecken die Kennzahlen die großen Unterschiede zwischen verschiedenen Alterskohorten und Einkommensklassen. Es gibt viel versteckte Arbeitslosigkeit.

Die Inflation könnte wegen des schwachen Arbeitsmarktes noch lange niedrig bleiben²

Verbraucherpreise (Kernindex)
In % z.Vj., 18 Monate verzögert

Offene Stellen
Veränderung in % z.Vj.



Neue Beschäftigungsmaße: Auf der Januarsitzung erklärte Powell, dass die Fed nicht mehr nur auf die klassischen Arbeitsmarktindikatoren achten werde – etwa auf die U3-Arbeitslosenquote, die nur Menschen zählt, die aktiv arbeitsuchend sind. Jetzt sollen auch Indikatoren wie die Erwerbstätigenquote, die Erwerbsquote (die neben den Erwerbstätigen auch die Arbeitslosen ins Verhältnis zur Bevölkerung setzt) sowie Kennzahlen für unterschiedliche demografische Gruppen berücksichtigt werden. Außerdem hob er hervor, dass die Fed in Zukunft auf ethnische Ungleichbehandlung am Arbeitsmarkt achten wolle und betonte die langfristigen Vorteile einer „inkluisiven“ Erholung. Anderenfalls würden Kapazität und Potenzial der US-Wirtschaft nur unzureichend genutzt.

Durchschnittsinflation im Fokus: Die fallenden Inflationserwartungen machen der Fed mehr und mehr Sorgen. Sie fürchtet, ähnlich wie in Japan, eine Welt mit niedriger Inflation und niedrigen Zinsen, aus der es kein Entrinnen gibt. Powell hofft, dies verhindern zu können, indem er so lange niedrige Leitzinsen in Aussicht stellt, bis die Inflation im Schnitt durchschnittlich 2% beträgt. Die Fed dürfte also einige Zeit eine höhere Inflation tolerieren, bis sie über höhere

2. Quellen: Capital Group, US Bureau of Labor Statistics. Stand Dezember 2020 (aktuellste verfügbare Daten).

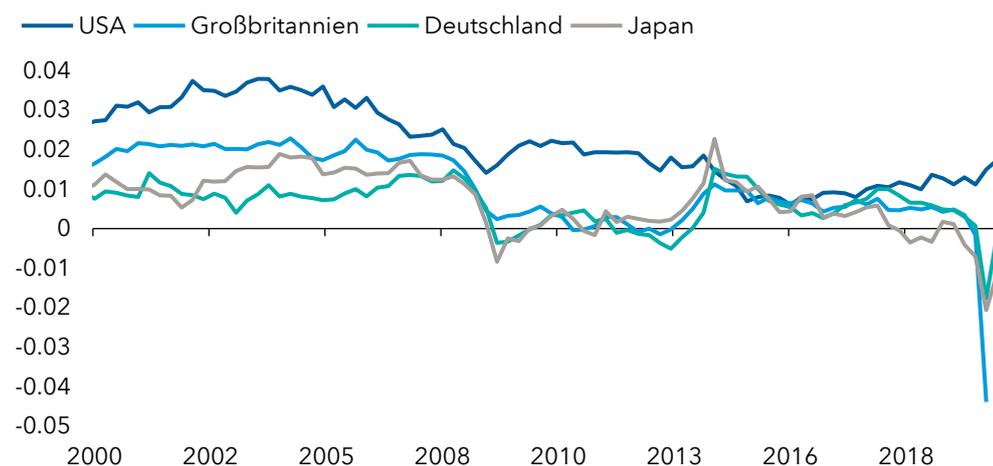
Leitzinsen nachdenkt. Außerdem hat Powell auf der Offenmarktausschusssitzung im Januar davor gewarnt, auf eine „vorübergehend“ höhere Inflation in den kommenden Monaten mit einer Änderung der Geldpolitik zu reagieren. Inflationsspitzen seien die Folge von Basiseffekten wegen der niedrigen Inflation im Vorjahr und des Neustarts der Wirtschaft.

Langfristig könnte die Inflation eher steigen

Strukturelle Veränderungen können sowohl zu höheren als auch zu niedrigeren Preisen führen – und damit zu einem unsicheren Inflationsausblick. Einerseits dürften Deglobalisierung, populistische Zollpolitik, hohe Haushaltsdefizite und eine lockere Geldpolitik in den nächsten Jahren die Teuerung steigen lassen. Dem stehen aber große, dauerhafte Output-Lücken und Produktivitätsfortschritte durch neue Technologien gegenüber, die die Preise eher dämpfen. Die Konzentration des Vermögens bei den Reichen, die eher weniger konsumieren als die Mittelschicht und die untere Mittelschicht, wirkt ebenfalls dämpfend. Die Auswirkungen der Alterung der Bevölkerung und des weltweiten Schuldenanstiegs sind weniger klar.

Steigende Arbeitsproduktivität dämpft die Inflation – vor allem in den USA

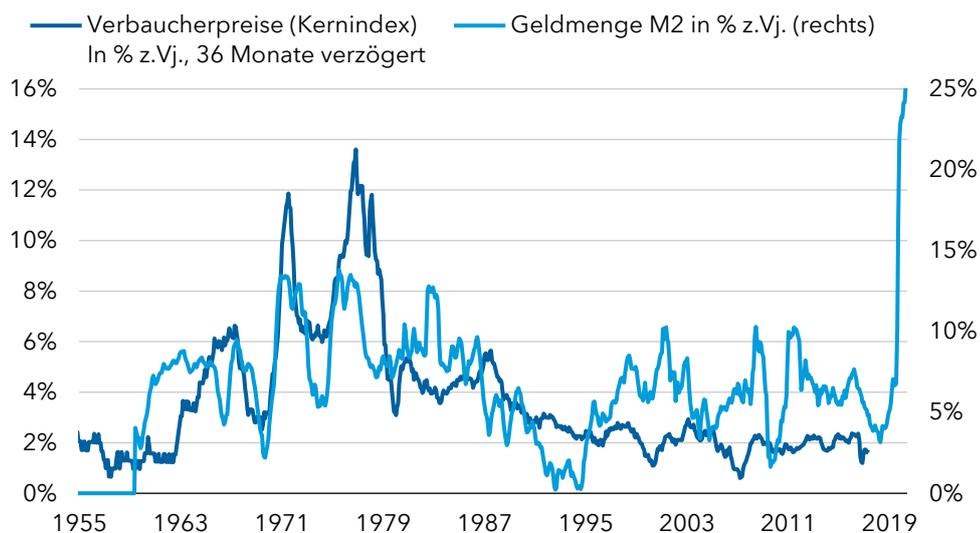
5-Jahres-Veränderung der Arbeitsproduktivität, annualisiert³



Und doch glaube ich, dass die Inflation auf Dauer eher steigen könnte. Die Geldpolitiker scheinen sich deswegen aber keine großen Sorgen zu machen, wohl weil die Teuerung in den letzten Jahren so niedrig war. Wiederholt haben sich Vertreter der Fed so geäußert und betont, dass sie eher eine sehr niedrige Inflation für ein Problem hielten. Die beispiellos expansive Geld- und Fiskalpolitik lässt die Geld- und Kreditmenge schnell steigen. Bisher führte ein starkes Wachstum der Geldmenge meist zu einem deutlichen Preisanstieg, etwa in den 1970er-Jahren.

3. Quellen: Bureau of Labor Statistics, Refinitiv Datastream. Daten für Großbritannien Stand 30. Juni 2020. Alle anderen Daten Stand 30. September 2020. Arbeitsproduktivität definiert als Leistung je Arbeitsstunde.

In den 1970ern ließ ein deutlicher Geldmengenanstieg die Preise steigen⁴



Was bedeutet das für Anleger?

Was bedeutet all dies für Zinsen und Inflationsschutz? Die extrem niedrigen Anleihenrendite könnten etwas steigen. Ich glaube aber, dass die zehnjährige US-Staatsanleihenrendite die vor Corona üblichen etwa 2% dieses Jahr nicht erreicht, weil die Fed die Leitzinsen so niedrig lässt.

Trotz der niedrigen Renditen können US-Staatsanleihen aber noch immer mögliche Verluste risikobehafteter Wertpapiere abfedern, zumal die Renditen in den USA attraktiver sind als in anderen Ländern. Die extrem expansive Geldpolitik und die niedrigen Zinsen haben die Kurse der meisten risikobehafteten Wertpapiere steigen lassen, sodass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von Aktien so hoch sind wie seit mehreren Jahren nicht mehr.

Da die Fed eine höhere Inflation zunehmend akzeptiert, könnte mancher Anleger über Inflationsschutz nachdenken. Die Notenbank wird vermutlich erst handeln, wenn die Teuerung bereits gestiegen ist. Außerdem könnte der Anstieg von Geldmenge und Haushaltsdefizit einen zu starken Nachfrageboom auslösen. Dann könnten Inflation und Nominalrenditen langfristig ebenfalls zulegen. Finanzinstrumente wie inflationsindexierte US-Staatsanleihen (TIPS) könnten bei solchen geld- und fiskalpolitischen Fehlern gut schützen, ebenso wie Anleihen und Währungen, die stark mit den Rohstoffpreisen korreliert sind.

Timothy Ng ist Anleihenportfoliomanager mit 15 Jahren Branchenerfahrung (Stand 31. Dezember 2020). Er hat einen BA in Informatik von der University of Waterloo, Ontario.

4. Quellen: Capital Group, US Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Board of Governors. Stand Dezember 2020.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- **Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.**
- **Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.**
- **Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.**
- **Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert.**
- **Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.**

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland CIMC ist in Deutschland über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz ist CIMC von der Schweizerischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassen und reguliert.

© 2021 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-386982 STR DE AT CH (DE) D**