

Ein Hauch von Liquiditäts-, Kredit- und US-Dollar-Knappheit Voraus

Peter De Coensel, CEO DPAM

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) verfolgt globale Liquiditätsindikatoren. Sie definiert diese wie folgt: Der Begriff "globale Liquidität" bezieht sich auf die Leichtigkeit einer Finanzierung an den globalen Finanzmärkten.

Seit Anfang 2022 hat die synchrone Straffung der Leitzinsen durch die Zentralbanken der Industrieländer (DM) die monetäre Liquiditätsversorgung verringert, während sich gleichzeitig die Finanzierungsbedingungen für Banken und Nichtbanken (über die Kreditmärkte) verschärft haben. Die US FED kontrolliert und führt den Reigen an. Die US-Zentralbank kombiniert eine Straffung der Leitzinsen, die derzeit bei 4,58 % liegen, mit einem monatlichen Abbau von 60 Mrd. USD bei Staatsanleihen und 35 Mrd. USD bei MBS (Mortgage-Backed Securities), die von staatlich geförderten Unternehmen ausgegeben werden.

Auf der Passivseite **senken die Reserven in der FED-Bilanz** (zur Verdeutlichung: Während der quantitativen Lockerung (QE) bezahlte die FED die umfangreichen Käufe von Staatsanleihen und MBS durch die Schaffung von Reserven, d. h. von Barguthaben, die die Banken bei der FED halten und für die die FED Zinsen zahlt) **derzeit um 95 Mrd. USD pro Monat, 285 Mrd. USD pro Quartal oder 1,14 Billionen USD pro Jahr. Eine solche Straffung ist für den USD förderlich. Wir werden im letzten Absatz darauf zurückkommen.**

Es besteht ein direkter Zusammenhang mit den Kreditvergabestandards der Banken, da die schrumpfenden Bankguthaben bei der FED zu einer Verschärfung der Standards führen, die die Banken für (KMU-)Kreditnehmer und/oder Kreditlinien für Unternehmen anwenden. In der Tat schrumpft die Geldmenge und die Verfügbarkeit von Krediten wird immer mehr eingeschränkt. Und je länger die Renditekurven invertiert bis flach bleiben, desto mehr werden die Banken bei einer angemessenen Zinstransformation behindert.

Eine Verschärfung der Kreditvergabestandards in Verbindung mit einer Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen könnte sich auf die Kreditrisikoprofile von Unternehmen auswirken. Die Auswirkungen sind breit gefächert und reichen von IG- und HY-Unternehmen, die sich über die Kreditmärkte öffentlich finanzieren, bis hin zu Unternehmen, die private Kreditmärkte anzapfen.

Während der ersten quantitativen Straffung (QT – quantitative tightening) im Jahr 2018 erklärten die Gouverneure der FED den Prozess der Bilanzverkürzung als "Farbe beim Trocknen zusehen". Die FED-Gouverneure versuchten, die Öffentlichkeit davon zu überzeugen, dass QT nicht die gleichen Ankündigungseffekte wie QE haben würde. Dessen ungeachtet zeigen **aktuelle** FED-Papiere, dass mit dem Schrumpfen des Gesamtangebots an Reserven jeder zusätzliche Dollar an abgezogenen Reserven eine größere Wirkung auf die Zinssätze und die allgemeinen Liquiditätsbedingungen haben wird. **Man kann davon ausgehen, dass sich die Liquiditätsbedingungen bis Ende 2023 erheblich verschlechtern werden.** Und warum? Nun, indem der Bilanzabfluss in Q2 und Q3 durch Liquiditätsspritzen abgefedert wird, da das Finanzministerium sein Treasury

General Account (TGA) bei der FED in Anspruch nimmt. Janet Yellen will Probleme mit der Schuldenobergrenze um jeden Preis vermeiden. Es ist davon auszugehen, dass der Streit um die Schuldenobergrenze im September dieses Jahres beigelegt werden wird. Zu diesem Zeitpunkt wird das Finanzministerium das TGA wieder auf 500 bis 750 Mrd. USD aufstocken. Im Laufe des vierten Quartals könnten QT (285 Mrd. USD) und der Wiederaufbau der TGA einen Liquiditätsabfluss von rund 900 Mrd. USD verursachen. **Das zunehmende Risiko von Reserveknappheit könnte zu Ängsten vor einer Kreditklemme führen.**

Das disinflationäre "Goldlöffchen", das die Märkte derzeit erleben, könnte sich in eine deflationäre Pleite verwandeln, wenn die Zentralbanken die Leitzinsen zu lange hoch halten.

Im dritten Quartal wurden die Leitzinsen der USA und der EZB bei 5,50 % bzw. knapp über 3,50 % eingepreist. Dies führt zu stark negativen Ergebnissen von etwa -1,0 % bei der Differenz zwischen den 5-Jahres-Terminsätzen für US-Schatzpapiere von 3,57 % und dem effektiven FED-Fonds-Satz von 4,58 %. Solche Bedingungen mit hohen Leitzinsen und deutlich niedrigeren längerfristigen Zinssätzen gab es sowohl 2006-2007 als auch im Jahr 2000. Zieht man die EZB-Depotsätze von 2,50 % von den deutschen 5-Jahres-Terminzinsen von 2,36 % ab, ergibt sich eine Differenz von -14 Basispunkten. Es ist zu erwarten, dass diese negative Differenz im Laufe des ersten Halbjahres 2023 sich weiter erhöhen wird. In der Vergangenheit waren derartig restriktive Geldpolitik- und Liquiditätsbedingungen, die sich in einer inversen Renditekurve widerspiegeln, mit 12 bis 18 Monaten im Voraus Vorläufer einer aggressiven Kreditausweitung. **Die Verzögerungseffekte der Geldpolitik werden im Jahr 2024 am stärksten zu spüren sein.**

Darüber hinaus lag die persönliche Sparquote in den USA (in Prozent des verfügbaren Einkommens) zum Jahresende bei 3,4 %. Der langfristige Durchschnitt liegt bei etwa 9 %. Ein Anstieg der Sparzinsen in Richtung des Durchschnitts in den nächsten 24 Monaten wird sich auf das nominale Wachstum und die Unternehmensgewinne im Jahr 2024 auswirken. FED-Fonds-Futures deuten darauf hin, dass die Leitzinsen im Jahr 2024 wieder unter 4 % liegen werden. Es ist zu erwarten, dass die FED auch gezwungen sein wird, die Bilanzverkürzung zu beenden.

Die Sparquote in der Eurozone ist bis Ende des dritten Quartals auf 10,8 % gesunken und liegt damit etwa 3 % unter dem langfristigen Durchschnitt. Auch hier gilt: Sobald die Sparquoten steigen, könnten die Auswirkungen auf das nominale EU-Wachstum spürbar werden.

Die Verantwortlichen für das Schuldenmanagement sind sich bewusst, dass, solange die langfristigen Finanzierungsraten unter den langfristigen nominalen Wachstumsraten liegen, ein **umgekehrter Schneeballeffekt** eintritt, der bei einer orthodoxen Finanzpolitik zu einer Verbesserung des Verhältnisses von Schulden zu BIP führt. Wenn jedoch das nominale Wachstum beginnt unter den durchschnittlichen langfristigen Finanzierungssätzen zu liegen und die fiskalische Expansion anhält, tauchen Fragen der Schuldentragfähigkeit auf. Die FED und die EZB sind sich dessen bewusst. Der Zinsaufwand in % des BIP hat im Jahr 2022 einen Tiefststand erreicht. Mit dem Anstieg der langfristigen Zinssätze werden die Zinskosten der Regierungen in den nächsten Jahren steigen. Viele, nicht alle, Schuldenverwaltungsämter haben die durchschnittliche Laufzeit der Staatsschulden verlängert. Das wird vielen Ländern Zeit verschaffen. Der

Trend hat sich jedoch umgekehrt. Höhere Kosten der Verschuldung werden die Investitionsbudgets beschneiden und das langfristige Wachstumspotenzial beeinträchtigen.

Die oben genannten Indikatoren könnten den USD im zweiten Halbjahr 2023 stützen. Ein Rückgang der inländischen und ausländischen USD-Geldmenge verringert die Offshore-USD-Handelsströme und das Offshore-Kreditwachstum von Regierungen und Unternehmen. Die Nachfrage nach USD zur Tilgung ausstehender Verbindlichkeiten (Bar- und Derivatforderungen) wird stark bleiben. Ein erneutes Erreichen der EUR/USD-Tiefststände ist nach wie vor möglich. Da wir den potenziellen Inversionsgipfel im ersten Halbjahr 2023 erörtert haben, könnten wir bei 4,03 % einen attraktiven Einstiegspunkt in 5-jährige US-Treasuries beobachten. Die Ungewissheit ist groß. Viele Kästchen sind abgehakt. Risikofreie Staatsanleihen sind attraktiv, da wir in die letzten Züge des Straffungszyklus gehen. Die Zentralbanken sollten hier und jetzt vorsichtig agieren, da geldpolitische Fehler wie Köder hinter der Ecke liegen.