

## Zinsschritt der Fed – unbedeutend und weitreichend

### Description

Die Fed hat den Zielbereich für die Fed Funds Rate um 25 Basispunkte auf 0,25% bis 0,50% angehoben, die erste Steigerung seit neun Jahren. Zur Begründung wird auf die deutliche Verbesserung im Arbeitsmarkt und den „positiven“ Inflationausblick verwiesen. Die Entscheidung war lange vorbereitet worden und ist demzufolge alles andere als eine Überraschung. Die Finanzmärkte, resp. Aktien feierten sie gebührend. Aber schon einen Tag später kam der Kater und der S&P 500 findet sich jetzt da wieder, von wo er einige Tage zuvor gestartet war.

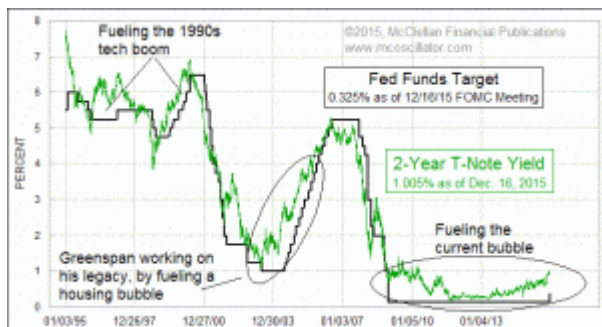
Die Überschussreserven des US-Finanzsystems lagen vor der Finanzkrise bei rund 60 Mrd. Dollar, jetzt kommen sie auf 2,6 Bill. Dollar. Zum großen Teil ist das von der Fed geschaffenes Geld, das zum Kauf von Anleihen eingesetzt wurde (QE). Normalerweise fließen Überschussreserven per Kreditvergabe in die Wirtschaft. Das geschah jedoch nicht, weil die Fed Ende 2008 begonnen hat, die Überschussguthaben (Interest Rate On Excess Reserves – IOER) und die Mindestreserveguthaben (Interest Rate on Required Reserves – IORR) zu verzinsen – mit jeweils 0,25%.

Gleichzeitig haben es die Banken mit so viel Cash im Hintergrund kaum nötig, sich untereinander oder bei der Fed Geld zu leihen. Und wenn, dann konnte eine Bank bei der Fed ein Darlehen mit einem Zins von etwa 0,15% bekommen. Für eine US-Bank gab es unter diesen Bedingungen wenig Anreiz, ihre Überschussguthaben an andere Banken zu verleihen.

Die Fed hat jetzt gleichzeitig die Verzinsung der beiden Arten von Reserveguthaben von 0,25% auf 0,5% hoch gesetzt. Während sich die Banken früher nach einem Zinsschritt gegenseitig die höheren Zinsen gezahlt haben, zahlt nun die Fed jährlich etwa 10,5 Mrd. Dollar an die Banken. Der Zinssatz für Repo-Geschäfte wurde ebenfalls in den Bereich 0,25 bis 0,5% angehoben. Weil Banken ihre Überschussguthaben mit 0,5% verzinst bekommen, werden sie ihre Überschussguthaben weiterhin nicht im Geldmarkt anbieten. [Sie werden sie an die Fed verleihen und im Gegenzug dafür zeitweilig Wertpapiere von der Fed übernehmen.](#) Der Geldmarktzins im US-Interbankenmarkt hat somit nun eine Untergrenze bei 0,25%, auch wenn es kaum noch einen Geldmarkt gibt.

Schließlich erklärte die Fed-Chefin in epischer Breite, wie es mit den Leitzinsen in den USA weitergeht. Sie sollen nur dann maßvoll weiter steigen, wenn die makroökonomischen Daten dies auch rechtfertigen. Dabei kommt es weiterhin besonders auf die Beschäftigung und die Inflation an. Der Fed-Konsensus sieht die Leitzinsen per Ende 2016 bei knapp 1,5%.

Die Renditen zweijähriger US-Treasurys sind ein recht guter Vorläufer für die Leitzinsen. Sie notieren gegenwärtig bei 1%, das Fed Funds Target liegt aktuell bei 0,375% (Mitte des Zielbereichs). [Tom McClellan](#) sieht damit die Fed weiterhin dem Geschehen hinterherlaufen.



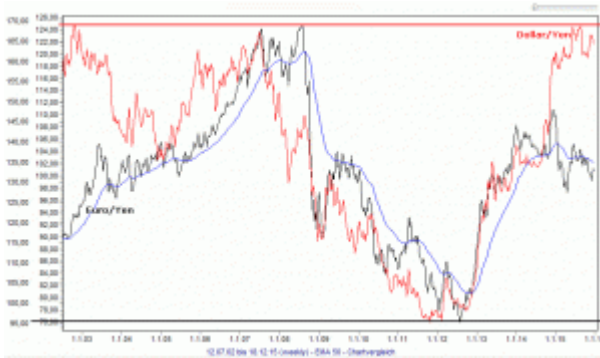
Wie der Chart zeigt, traten Preisblasen bei Assets immer dann auf, wenn die Differenz zwischen beiden deutlich positiv war. Das war und ist weiterhin der Fall. Von dieser Seite her könnte die Blasenbildung also noch weitergehen, der Zinsschritt ändert daran nicht viel.

Ungemach droht von anderer Seite.

(1) Mit dem Zinsschritt wird der Dollar im Prinzip attraktiver. Das dürfte vor allem den Yuan tangieren. Die chinesische Währung ist seit Anfang 2014 gegen Dollar unter Druck, seit Ende Oktober wieder beschleunigt. Das macht zwar chinesische Produkte wettbewerbsfähiger, ist zugleich aber Zeichen von Kapitalabwanderung, die sich mit sinkendem Yuan-Wert weiter verstärken dürfte ([Chartquelle](#)). Dem steuert die chinesische Regierung durch Verkauf von Währungsreserven, v.a. US-Staatsanleihen entgegen. Seit dem zweiten Quartal 2014 haben sich die Reserven (ohne Gold) von 4 Bill. Dollar auf unter 3,6 Bill. Dollar ermäßigt. Dies erzeugt auch Aufwertungsdruck auf die langfristigen US-Zinsen.



Gleichzeitig mehren sich zuletzt beim Yen Anzeichen von Stärke, und zwar seit Jahresanfang gegen Euro und seit kurzem auch gegen Dollar. Woher diese kommt, sei zunächst dahingestellt. Wenn sie aber Bestand hat, würde das bedeuten, dass sich das Währungsverhältnis Euro/Dollar nicht notwendigerweise weiter abschwächt (trotz höherer Attraktivität des Dollar – Zinsdifferential). (Zur Erklärung: Euro/Dollar lässt sich auch als Quotient aus Euro/Yen und Dollar/Yen formulieren.)



Insgesamt sind die Vorgänge bei Währungen ein Indiz dafür, dass sich die internationalen „Gleichgewichte“ neu justieren. Der US-Zinsschritt bestärkt diese Tendenz, mehr nicht. Seit den frühen 2000er Jahren fallen kontraktive Phasen an den Finanzmärkten häufig mit gleichzeitiger Schwäche bei den Yen-Währungspaaren zusammen. Abgesehen davon ist Yen-Stärke ist nicht unbedingt das, was sich die [Wahnsinnstruppe um Ministerpräsident Abé](#) erträumt und so darf man gespannt sein, was man sich dort als nächstes einfallen lässt. Versuchen sie eine neue Runde im Abwertungswettlauf?

(2) Die US-Zinserhöhung erzeugt durch die höhere Attraktivität des Dollar eher noch Druck auf die Rohstoffpreise. Gleichzeitig haben sich viele Unternehmen im vor 20 Jahren gestarteten Rohstoff-Boom hoch verschuldet. Um ihre Schulden zu bedienen, sind sie bei fallenden Preisen gezwungen, mehr abzusetzen, anstatt die Produktion zu kürzen, um sie mit der schwachen Nachfrage in Deckung zu bringen. Der Preisverfall hält an – das so erklärbares Überangebot legt nahe, dass wir uns mittlerweile in einer Übertreibungsphase befinden.

Hinzu kommt beim Energiesektor: Die OPEC-Länder sind abhängig von Einkünften aus dem Ölgeschäft, um ihre Staatsapparate am Laufen zu halten. Es geht ihnen momentan um Marktanteile. Würden sie ihre Produktion drosseln, um damit die Preise zu stützen, würden alsbald wieder Niveaus erreicht, bei denen sich die Ölproduktion im Westen und insbesondere das Fracking in den USA wieder lohnt.

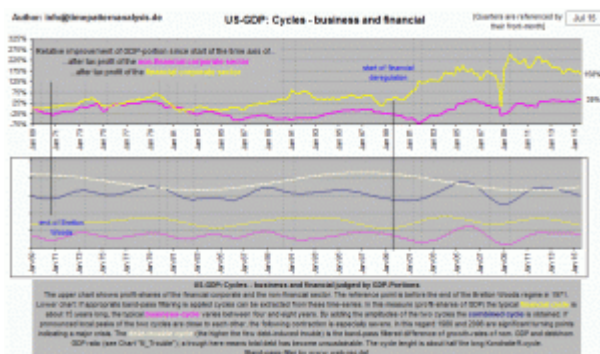
Der Bereinigungsprozess bei Energieunternehmen und Minengesellschaften ist recht weit fortgeschritten. Investitionen und Belegschaften werden querbeet in diesem Sektor reduziert, aber die Zahl der Pleiten ist wohl noch nicht groß genug. Weitere müssen kommen, auch Firmen-Übernahmen, große Player in diesem Sektor müssen noch mehr desinvestieren und ihre Schulden reduzieren. Aktuelles Extrembeispiel ist Anglo American – die Firma will 85.000 von derzeit 130.000 Arbeitsplätzen streichen und 60% ihres Vermögens verkaufen. Erst wenn das Angebot so weit geschrumpft ist, dass es geringer ist als die Nachfrage, ist der Boden in diesem Geschäft erreicht. Obwohl Energieunternehmen mittlerweile 70% weniger Gewinn machen als ein Jahr zuvor, zahlen sie dank sinkender Investitionsausgaben noch Dividenden. Bleibt Öl aber noch länger so tief wie jetzt, dürften die ersten überlegen, Dividenden zu kürzen oder zu streichen. Das wäre ein ultimatives Zeichen für eine Stabilisierung in diesem Sektor, sagt [Jim Puplava](#).

(3) Die US-Industrieproduktion ist im November um 0,6% zurückgegangen, die größte monatliche Schrumpfung seit mehr als drei Jahren. Im Jahresvergleich liegt der Wert 1,2% niedriger, er verläuft jetzt unter seinem Trend, das spricht für weitere Rückgänge. Und: Chinesische Produkte werden mit schwächerem Yuan konkurrenzfähiger, was der US-Industrieproduktion auch nicht gerade hilft.

Hinzu kommt der [Aruoba-Diebold-Scotti-Index](#) (ADS) der Fed von Philadelphia, der ziemlich zeitnah am ökonomischen Geschehen den Konjunkturzyklus verfolgt (h/t [Capitalspectator](#)). Der ADS wertet Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, Beschäftigung, Industrie-Produktion, persönliches Einkommen, reales BIP und andere Makrodaten aus. Sein Mittelwert ist Null, aktuell notiert er bei fast  $-0,6$ , die Eintrittsschwelle in Rezessionen liegt bei rund  $-0,8$  (rote Linie).



Eine Modellierung des Konjunkturzyklus (Mittelteil im Chart) weist ebenfalls darauf hin, dass sich der Abschwung im dritten Quartal (Front-Monat Juli) weiter fortgesetzt hat. Die Dynamik ist zwar nicht sehr hoch, aber die Abwärtsbewegung ist seit Anfang 2013 stabil.



Ein Indiz für die relative Schwäche der weltweiten Konjunktur liefert auch der Baltic Dry Index mit einem frischen Rekordtief. Er hat allein in diesem Jahr 39% verloren. Der Index spiegelt die Frachtraten für lose Rohstoffe wie Eisenerz, Kohle und dergleichen wider. Auch der Harpex-Index für Containerfracht und damit für Halb- und Fertigprodukte bewegt sich mittlerweile wieder in einem Bereich aus 2011/2012. Ein Ausbruch nach oben in der ersten Jahreshälfte erwies sich als nicht nachhaltig.

Der Konjunkturzyklus ist auch mit Nullzinsen nicht richtig in Gang gekommen. Die abstürzenden Rohstoffpreise sind Ausdruck der globalen Wachstumsschwäche, die in China besonders deutlich zutage tritt. Ein Ende des Preisverfalls dürfte aber nicht mehr allzu fern sein ([siehe auch hier!](#)) und die mittlerweile nach unten übertriebene Situation "technisch" korrigieren. Der Preisverfall hält seit Mitte 2011 an, beschleunigt seit Mitte 2014.

Die Fed ist in ihrer Geldpolitik meistens zu spät dran. Gut möglich, dass dies auch jetzt wieder so ist. Gut möglich auch, dass sie das selbst weiß und die Zinsen nur deshalb anhebt, um vorsorglich angesichts eines weiteren Abschwungs etwas Boden unter die Füße zu bekommen. Dieser Mini-Zinsschritt dürfte aus sich selbst heraus nicht viel ändern. Es ist eher so, dass er nur Entwicklungen unterstützt, die sowieso im Gange sind. Dass eine Zinsanhebung längst überfällig und „eigentlich“ (im großen Bild) viel zu gering ([Siehe z.B. hier!](#)) ist, steht auf einem anderen Blatt.



Falls sich das Währungsszenario so entwickelt wie oben skizziert, würde der Dollar zunächst keine sonderliche Stärke mehr entwickeln (ein weiterer Test der runden Marke von 100 im Dollar-Index nicht ausgeschlossen, ebenso denkbar ein erneuter Test der langen Aufwärtslinie bei Euro/Dollar – [siehe hier!](#)). Das wäre nicht gerade im Sinne der EZB, die zur Stützung der Konjunktur in der Eurozone alles daran setzt, die eigene Währung zu schwächen. Aber sie ist zunächst nicht an der Reihe für weitere Maßnahmen – nachdem die Fed nun agiert hat, dürfte der Stab an die BoJ oder PBoC gehen.

Ein sich auf hohem Niveau stabilisierender (nicht weiter steigender) Dollar-Index würde die Rohstoffpreise zumindest nicht zusätzlich belasten und damit ein Ende des Preisverfalls unterstützen. Damit würde auch der Tiefpunkt im Geschäftszyklus der Rohstoff- und Energieunternehmen erreicht. Allerdings ist in Phasen einer Bodenbildung bei stark gebeutelten Wirtschaftssektoren wie aktuell dem Rohstoff- und Energiesektor die Gefahr von Firmenpleiten keineswegs gebannt. Im Gegenteil – manchen Unternehmen fehlt dann die Kraft, in das wieder anziehende Geschäft zu investieren. Das dürfte [Rückwirkungen insbesondere auf das Segment der Junk-Bonds](#) haben und so auch die Aktienmärkte tangieren.

Worst-case geht der Preisverfall bei Rohstoffen gerade dann zu Ende, wenn die nachlassende Wachstumsdynamik, sprich die abnehmende Konsumenten-Nachfrage, einen kritischen Punkt erreicht. Dann treffen steigende Rohstoffpreise die Gewinnsituation der Unternehmen besonders empfindlich – und damit auch die breiten Aktienkurse.

Ja, das sind viele „wenn“, aber ich fürchte, die Beschleunigung eines konjunkturellen Abschwungs und die Wiederkehr der Aktien-Bären fällt mit dem preislichen Umschwung bei Rohstoffen zusammen. Nicht ausgeschlossen, dass ein geopolitisches Groß-Ereignis dabei mitspielt und den Ölpreis stark steigen lässt.

Der erste Zinsschritt der Fed nach vielen Jahren ist für sich selbst unbedeutend. Aber er ist weitreichend, weil er allfällige Tendenzen bestärkt.