

Zinsanhebungen: Fed ist bald durch; EZB dagegen noch lange nicht

3. Februar 2023

Die US-Fed und die EZB halten die Tür für weitere Zinsschritte noch offen. Allerdings dürfte die Fed ihre Zinsanhebungsphase bald beenden. Dagegen wird die EZB ihre Zinsen noch länger erhöhen. Der Zinsabstand zwischen den USA und dem Euroraum wird sich damit einengen. Das dürfte den Euro stützen. Die SNB hat die Geldpolitik der Fed und EZB im Blick. Wir rechnen damit, dass sie ihren Leitzins in der Spitze auf 1.50 % anheben wird.

Brian Mandt, Chefökonom

Fed und EZB hoben Leitzinsen an

Die US-Notenbank (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) standen diese Woche im Visier der Finanzmarktteilnehmer. Am Mittwoch hob die Fed ihren Leitzins um 25 Basispunkte (Bp) auf eine Bandbreite von 4.50-4.75 % an. Sie hat das Zinstempo damit weiter gedrosselt, denn auf der Dezember-Sitzung hatte sie den Leitzins noch um 50 Bp erhöht und davor sogar um 75 Bp. Am Donnerstag folgte die EZB, die ihre Leitzinsen um jeweils 50 Bp erhöhte. Die Zinssätze für das Hauptrefinanzierungsgeschäft und die Einlagefazilität kletterten damit auf 3.0 % bzw. 2.5 %. Unsere Erwartungen und die des Marktes wurden damit erfüllt.

Fed hält Tür für weitere Zinsschritte offen

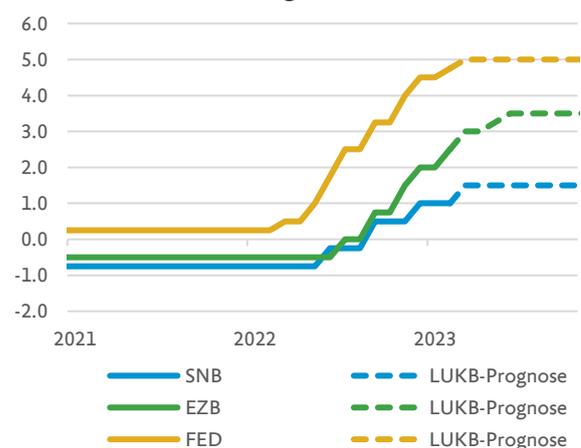
Der Pressekommentar der Fed zur Zinsentscheidung enthielt nur kleine Änderungen im Vergleich zu dem von Dezember. So erkannte die Fed an, dass die Inflation etwas nachgelassen hat. Tatsächlich ist die Teuerungsrate von Juni bis Dezember von 9.1 % auf 6.5 % gefallen. Trotz des willkommenen Rückgangs betonte die Fed daher, dass ihr Inflationsziel von 2 % noch deutlich überschritten wird. Auch Fed-Chef Jerome Powell wies auf der anschliessenden Pressekonferenz auf die Gefahr hin, dass sich die Inflationserwartungen von privaten Haushalten und Unternehmen dauerhaft nach oben anpassen könnten. Die Inflation könnte sich dann nachhaltig auf einem höheren Niveau verfestigen. Folgerichtig behält die Fed die Tür für weitere Zinsanhebungen noch offen.

Fed dürfte Leitzinsanhebungen bald beenden

Die amerikanischen Währungshüter zeigen sich also trotz der Fortschritte an der Inflationsfront noch nicht zufrieden. Andererseits nehmen sie auch wahr, dass sich die Wirtschaft verlangsamt. Die Hinweise, dass die restriktive Geldpolitik die Wirtschaft einbremst, mehren sich jedenfalls. Die

Konsumenten haben ihre Ausgaben im Verlauf des 4. Quartals gedrosselt. Gleichzeitig verringerten die Industriebetriebe ihre Produktion. Zinssensitive Bereiche wie der Hausbausektor befinden sich schon seit einigen Quartalen im Abschwung. Mit einer zu restriktiven Geldpolitik würde die Fed über das Ziel hinaus schiessen und eine kräftige Rezession lostreten. Wir erwarten, dass sich die US-Wirtschaft in den nächsten Monaten noch deutlicher eintrüben und die Inflation weiter fallen wird. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir, dass die Fed den Leitzins auf der März-Sitzung noch einmal um 25 Bp auf 4.75-5.00 % anhebt. Danach dürfte sie den Leitzins bis ins kommende Jahr unverändert lassen. Eine rasche Zinssenkung, wie es teilweise an den Finanzmärkten eskomptiert wird, halten wir für unwahrscheinlich, auch wenn die Wirtschaft dieses Jahr eine milde Rezession und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit erfahren dürfte.

Leitzinsen und LUKB-Prognosen



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Fed reduziert Bilanzsumme

Während die Fed die Zinsanhebungsphase bald beenden sollte, wird sie ihre Bilanz noch weiter schrumpfen. Hierbei

werden auslaufende Anleihen nicht mehr mit vergleichbaren Papieren ersetzt. Ihre Bilanz reduziert sie dabei monatlich um USD 95 Mrd. Parallel dazu nehmen die Reserven der Banken bei der Zentralbank ab. Seit Anfang 2022 sind sie von gut USD 4'000 Mrd. auf ca. USD 3'000 Mrd. gefallen. Das aktuelle Niveau entspricht knapp 12 % vom nominalen BIP. Die Fed ist sich aber nicht sicher, wie tief die Reserven der Banken sinken können, bevor sie sich negativ auf das Finanzsystem auswirken. Als sie im September 2019 unter 8 % des BIP fielen, kam es zu heftigen Turbulenzen an den Geldmärkten. Daher dürfte sie in den nächsten Monaten behutsam vorgehen. Im späteren Verlauf des Jahres könnte sie ihren Prozess der Bilanzschrumpfung daher sogar beenden.

EZB ist noch lange nicht zu Ende

Die EZB liess keinen Zweifel darüber aufkommen, dass sie ihre Leitzinsen weiter anheben wird. Das verwundert nicht, denn die Inflationsrate ist zwar zuletzt gefallen, liegt aber mit 8.5 % im Januar noch deutlich über der Komfortzone der EZB. Zudem hat sie später und weniger aggressiv mit Leitzinsanhebungen gestartet als die Fed. Im Pressekommentar zur Zinsentscheidung erwähnte die EZB daher explizit, dass sie die Zinsen auf der nächsten Sitzung im März um weitere 50 Bp erhöhen wird. Dann nimmt sie eine Bewertung darüber vor, wie sie fortfahren wird. Die Sitzung im März eignet sich gut dazu, da sie ihre neuen Prognosen für das Wirtschaftswachstum und die Inflation bekannt geben wird. Sie stellte aber jetzt schon fest, dass ein restriktives Zinsniveau die Inflation allmählich senken wird, indem es die Nachfrage dämpft. Das spricht dafür, dass sie auch nach der Sitzung im März die Zinszügel weiter anziehen wird.

EZB dürfte Zinstempo im 2. Quartal reduzieren

Allerdings erwarten wir, dass sie das Zinstempo im 2. Quartal reduzieren wird. Als Gründe hierfür sehen wir, dass die Wirtschaft im Euroraum deutlich an Fahrt verlieren wird. Eine, wenn auch milde, Rezession, wollen wir dabei nicht ausschliessen. Gleichzeitig erwarten wir, dass die Inflationsrate im Trend der nächsten Monate weiter fallen wird. Unsere Leitzinsprognose haben wir aber nach oben angepasst und erwarten nunmehr, dass sie die Zinssätze für die Einlagefazilität und den Hauptrefinanzierungssatz dieses Jahr auf bis zu 3.5 % respektive 4 % anheben und bis ins nächste Jahr auf diesen Niveaus lassen wird.

EZB will Bilanzsumme schrumpfen

Zudem bestätigte die EZB, ab Anfang März die Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zu reduzieren. Das APP hat mittlerweile ein Volumen von EUR 3'250 Mrd. erreicht. Bis Ende Juni werden die Bestände monatlich im Durchschnitt um EUR 15 Mrd. verringert. Das Tempo danach wird noch festgelegt. Die EZB teilte ferner mit, dass sie dabei nicht bestimmte Länder bevorzugen wird, z. B. Italien gegenüber Deutschland, wie es die Bank häufig bei den Reinvestitionen im Rahmen ihres separaten Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) tut, um

die Renditedifferenzen zwischen den Ländern einzudämmen. Beim PEPP beabsichtigt sie, die Tilgungsbeträge der erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 bei Fälligkeit wieder anzulegen.

Transatlantische Zinsdifferenz verengt sich

Der Zinsabstand zwischen den USA und der Eurozone wird sich also weiter einengen. Das hat er diese Woche schon getan, denn während die Fed ihren Leitzins um 25 Bp anhub, erhöhte die EZB ihre Zinsen um 50 Bp. Und dieser Prozess ist noch nicht abgeschlossen. Wir erwarten, dass die Fed ihren Leitzins noch ein weiteres Mal um 25 Bp auf erhöht. Dagegen dürfte die EZB ihre Leitzinsen auf den nächsten Sitzungen um insgesamt 100 Bp hoch schrauben. Diese Entwicklung sollte den Euro gegenüber dem US-Dollar tendenziell stützen, wobei die Erholung des Euro gegenüber dem US-Dollar in den letzten Wochen bereits zu einem Grossteil durch diese erwartete Einengung der Zinsdifferenz beflügelt wurde.

Und was macht die SNB?

Die Schweizerischen Währungshüter verfolgen die Geldpolitik ihrer Kollegen aus den USA und dem Euroraum natürlich genau. Gänzlich ignorieren kann sie die Massnahmen der Kollegen nicht - insbesondere mit Blick auf die Entwicklung des Schweizer Franken. Im Vergleich zur EZB und Fed sitzt die Schweizerische Nationalbank (SNB) in einer komfortableren Position. Das liegt vor allem daran, dass die Inflationsrate mit aktuell 2.8 % vergleichsweise moderat ist. Zudem dürfte sich die Teuerungsrate im Jahresverlauf weiter gen Süden bewegen. Hierbei kommt der SNB die starke Währung zu Gute. Diese dämpft die importierte Inflation.

Wir gehen davon aus, dass die SNB den Leitzinsanhebungszyklus bald beenden wird. Denn die Aussichten für das Wirtschaftswachstum haben sich auch hierzulande eingetrübt. Wirtschaftliches Ungemach droht dabei vor allem von einer schwächeren Nachfrage aus dem Ausland. Wir gehen daher davon aus, dass die SNB den Leitzins auf den nächsten Sitzungen noch um insgesamt 50 Bp auf in der Spitze dann 1.5 % anheben wird.