

FED: DER ANFANG VOM ENDE / GRIECHENLAND: EINIGUNG

Die US-Notenbank (Fed) hat erwartungsgemäss die Leitzinsen um weitere 0.25%-Punkte angehoben. Gleichzeitig hat sie auch erstmals konkrete Details zur geplanten Bilanz-Verkürzung bekanntgegeben. Obwohl auch das nicht überraschend kam, markiert dies einen Wendepunkt in der amerikanischen Geldpolitik - den Anfang vom Ende sozusagen.

Derweil kann Griechenland nach der Einigung mit den Geldgebern über weitere Kredite aufatmen. Sogar der IWF macht mit - irgendwie.

Die Märkte hatten eine Zinserhöhung durch die Fed mit einer Wahrscheinlichkeit von über 90% eingepreist. Und sie wurden nicht enttäuscht. Auch wenn die Teuerung zuletzt eher wieder schwächer tendierte, sahen die amerikanischen Währungshüter die US-Wirtschaft insgesamt auf Kurs und robust genug für eine weitere Zinserhöhung - die vierte seit Ende 2015, die zweite in diesem Jahr. Das Zielband der Fed Fund Rate liegt nun bei 1%-1.25%.

Höchstens noch eine Zinserhöhung dieses Jahr

Fed-Chefin Janet Yellen bestätigte in ihren Ausführungen, dass sie an der graduellen Straffung festhalten wollen. Mehr als ein weiterer Zinsschritt wird in diesem Jahr aller-

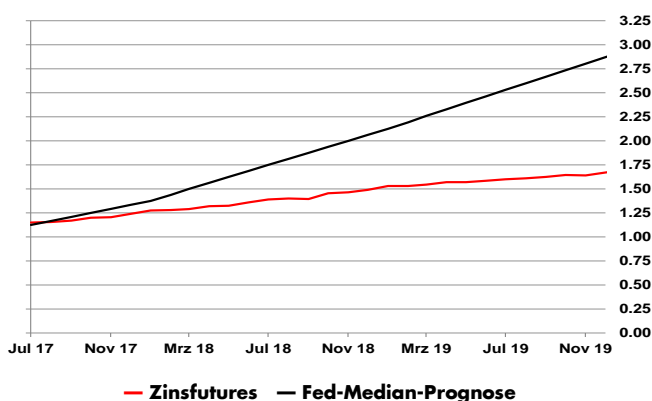
dings kaum dazukommen. Die Wachstumsdelle zu Beginn des Jahres und die bereits erwähnte schwächere Teuerung sind nach heutiger Einschätzung zwar vorübergehender Natur. Ein Wachstums- oder Inflationsschub ist jedoch nicht in Sicht. Die Hoffnungen oder Befürchtungen - je nach Standpunkt - die Fed werde einen aggressiveren Straffungspfad einschlagen (müssen), sind somit vom Tisch. Ähnlich sieht es der Markt, der per Ende Jahr etwas weniger als einen zusätzlichen Zinsschritt eingepreist hat (vgl. Abb. links).

Bilanzverkürzung wirkt restriktiv

Insbesondere, da die Fed bereits in diesem Jahr mit der Verkürzung ihrer Bilanz beginnen wird. Zwischen 2008 und 2014 hat die Fed mit dem Kauf von Staatsanleihen und hypothekarbesicherten Wertpapiere (MBS) ihre Bilanz vervielfacht. Dieses Vorgehen ist bekannt geworden als Quantitative Lockerung (Quantitative Easing, QE). Seit dem Ende von QE im November 2014 hat die Fed die fälligen Anleihen sowie die Coupons weiterhin reinvestiert. Damit soll nun bald Schluss sein, zumindest teilweise. Später in diesem Jahr (genauer Zeitpunkt unbekannt) will die Fed zunächst pro Monat USD 10 Mrd. auslaufender Staatsanleihen und MBS nicht reinvestieren. Dieser Betrag soll alle drei Monate um USD 10 Mrd. auf USD 50 Mrd.

Fed Fund Rate: Fed- und Markterwartung

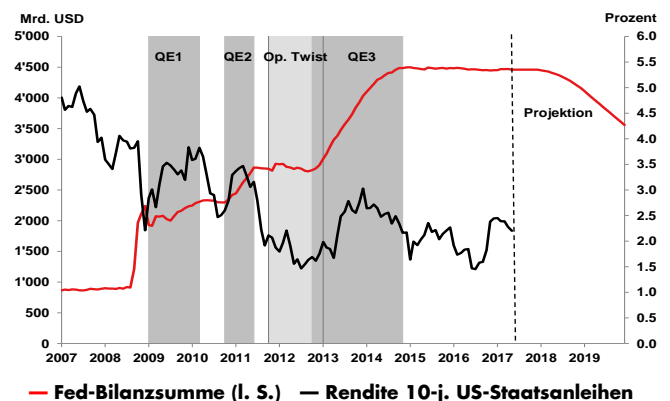
(06.2017 bis 12.2019; in %)



Quelle: Bloomberg, SZKB

Fed-Bilanz und Rendite Staatsanleihen

(01.2017 bis 12.2019)



Quelle: Bloomberg, SZKB

erhöht werden. Dieses Vorgehen verkürzt die Bilanz innerhalb zweier Jahre um USD 900 Milliarden, was rund 20% der heutigen Bilanzsumme entspricht. Wie lange die Quantitative Straffung (Quantitative Tightening, QT) andauert, d.h. auf welches Niveau sie die Bilanz zurückführen will, liess die Fed bewusst offen. Wie Fed-Vertreter selber betont haben, fehlt ihr die Erfahrung mit der Steuerung der Bilanz als zusätzliches geldpolitisches Instrument. Fällt ein Nachfrager am Anleihenmarkt aus, so wirkt das tendenziell restriktiv. Die Fed könnte also durchaus in den kommenden 2-3 Jahren auf einen oder zwei Zinsschritte verzichten.

Der lange Weg der EZB

Noch lange nicht soweit ist die EZB. Dennoch hat sie anlässlich ihres Treffens vergangene Woche einen bemerkenswerten, wenn auch sehr kleinen Schritt in diese Richtung getan. EZB-Präsident Mario Draghi hat erstmals die Wachstumsrisiken nicht mehr als "abwärtsgerichtet" eingestuft. Ausserdem fehlte in seiner Rede der Passus bezüglich noch tieferer Zinsen. Von diesem verbalen Wendepunkt bis zum effektiven Ende von QE oder gar einer Zinserhöhung ist der Weg allerdings weit. In den USA dauerte es von der Ankündigung des schrittweisen QE-Ausstiegs (Tapering) im Mai 2013 bis zur ersten Zinserhöhung im Dezember 2015 über 2½ Jahre. In der Eurozone könnte es zwar etwas schneller gehen, dennoch braucht der ganze Prozess seine Zeit. Wir rechnen damit, dass die Tapering-

Ankündigung der EZB im nächsten Quartal erfolgen und Anfang 2018 beginnen wird. Der früheste Termin für eine Zinserhöhung ist Ende 2018, vermutlich aber erst 2019.

Nichts Neues vom Rest

Die übrigen Notenbanken (SNB, Bank of Japan, Bank of England) haben an ihren jüngsten Meetings die Fortführung der bisherigen Geldpolitik beschlossen. Bemerkenswert war einzig die Tatsache, dass der Entscheid der Bank of England, die Zinsen unverändert zu lassen, mit 5:3 äusserst knapp zustande kam. Eine Zinserhöhung in Grossbritannien scheint angesichts der unsicheren Konjunktorentwicklung denn auch verfrüht. Insbesondere da der Inflationsanstieg auf 2.9% - das Hauptargument der Befürworter einer Zinserhöhung - vor allem der Pfundschwäche und den dadurch tieferen Importpreisen zuzuschreiben ist. Dieser Effekt läuft in der zweiten Jahreshälfte aus.



Griechenland erhält nötige Mittel

Das griechische Schuldendrama ist um ein weiteres Kapitel reicher: Die Hellenen erhalten nach langen Verhandlungen EUR 8.5 Mrd. aus dem ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus). Davon werden EUR 7.7 Mrd. im Juli ausbezahlt. Dies ist dringend nötig, damit Anleihen im Umfang von EUR 7.4 Mrd. mit Verfall Juli fristgerecht bedient werden können. Die restlichen EUR 800 Mio. sollen im Herbst fließen. Die grössten Diskussionspunkte unter den Gläubigern waren allfällige Schuldenerleichterungen und die fehlende Beteiligung des Internationalen Währungsfonds (IWF). Insbesondere Deutschland wünschte Letzteres. Der IWF erachtet das aktuelle und prognostizierte Schuldenniveau Griechenlands als nicht nachhaltig. Darum pochen er und die griechischen Unterhändler auf Schuldenerleichterungen. Die Euro-Finanzminister hielten in ihrer Erklärung immerhin fest, dass nach Ablauf des laufenden Hilfsprogramms im Sommer 2018 solche Schritte gewährt werden könnten (z.B. Laufzeiten verlängern, Stundung von Zinsen und Rückzahlungen). Dies unter Berücksichtigung möglicher Differenzen zwischen den konjunkturellen Prognosen und dem effektiven Wirtschaftswachstum. Dies genügt dem IWF zumindest teilweise. Formal ist er nun zwar beteiligt, finanziell aber (noch) nicht. IWF-Chefin Christine Lagarde wird dem Direktorium ein Beistandsabkommen über 14 Monate empfehlen. Der Umfang dürfte USD 2 Mrd. betragen, wobei Mittel daraus erst fließen, wenn Schuldenerleichterungen konkret werden.

Die aktuelle Lösung ist für Deutschland und vor allem Kanzlerin Merkel zufriedenstellend. Der Bundestag dürfte dank der bedingten Teilnahme des IWF die Auszahlung der Tranche billigen. Zudem muss Merkel vor der Wahl im September keine innenpolitisch umstrittenen Schuldenerleichterungen verkünden.

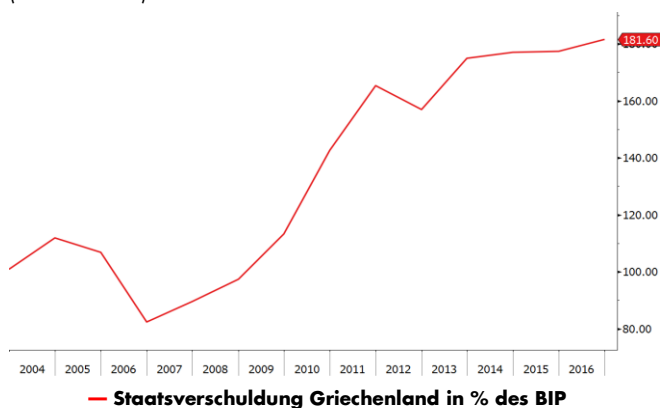
Fazit

Die Notenbank-Meetings der letzten zwei Wochen markieren zwar eine Art geldpolitischen Wendepunkt. Und dennoch haben sie kaum Überraschendes gebracht. Entsprechend verhalten fielen die Marktreaktionen aus. Im Grunde sind die bereits vollzogenen sowie die absehbaren geldpolitischen Massnahmen positiv zu werten, da sie eine "Normalisierung" der Lage signalisieren. Die weiteren geldpolitischen Schritte dies- und jenseits des Atlantiks werden behutsam und in kleinen, leicht verdaulichen Portionen vollzogen werden. Die Diskussionen um QT werden deshalb womöglich heisser geführt, als die Marktreaktion letztlich ausfällt. Dadurch werden fundamentale Faktoren (Wachstum, Unternehmensgewinne) künftig wieder vermehrt in den Fokus der Anleger kommen und wieder grösseren Einfluss auf die Märkte haben.

Auch die "Lösung" in der Griechenland-Frage ist keine wirkliche Überraschung. Immerhin erspart uns die frühzeitige Einigung einen turbulenten Sommer, wie wir ihn 2015 erlebt haben. Das sind auf kurze Sicht gute Nachrichten für den Euro.

Griechischer Schuldenberg ist nicht nachhaltig

(2003 bis 2016)



Quelle: Bloomberg, SZKB

Diese Publikation wurde einzig zu Informationszwecken erstellt und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Schwyzer Kantonalbank zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Anlageinstrumenten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung. Die Informationen in dieser Publikation stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Schwyzer Kantonalbank als zuverlässig erachtet, indes kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Publikation enthält keine Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Sie stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Anlegers zugeschnittene oder für diesen angemessene Investition oder Strategie oder eine andere an einen bestimmten Anleger gerichtete Empfehlung dar. In der Publikation gegebenenfalls gemachte Verweise auf frühere Entwicklungen stellen keine Indikationen dar für laufende oder zukünftige Entwicklungen und Ereignisse.



**Schwyzer
Kantonalbank**

Private Banking