

US-Geldpolitik und deren Auswirkung auf den Arbeits- und Immobilienmarkt

Während in Europa die Teuerung immer neue Höchststände erreicht, dürfte die Inflation in den USA ihren Höhepunkt überschritten haben. Weil die USA energieautark ist und nur wenig Kapazitäten für den Export von Flüssigerdgas (LNG) bestehen, hält sich der Anstieg der Gas- und Strompreise einigermaßen in Grenzen. Zwar sorgen die gestiegenen Kosten für Energie und Nahrungsmittel auch in den USA für weiteren Preisdruck, der Löwenanteil der Teuerung resultiert aber mittlerweile aus der überhitzten Wirtschaft als direkte Folge der Geld- und Fiskalpolitik während der Corona Pandemie, die in den USA besonders expansiv ausgefallen sind. Obwohl die Stimulierungsprogramme ausgelaufen sind und die Steuereinnahmen inflations- und konjunkturbedingt höher ausfallen sollten, dürfte das US-Haushaltsdefizit dieses Jahr dennoch auf 3.9 % des BIP zu liegen kommen. Die US-Fiskalpolitik ist also nach wie vor zu expansiv.

Die Konsumquote ist trotz Nullzinspolitik nicht gestiegen
Es liegt somit an der US-Geldpolitik, die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Die Nullzinspolitik der US-Notenbank sowie deren Anleihekaufprogramme während der vergangenen zwei Jahre sollten einen positiven Effekt auf das Investitionsvolumen amerikanischer Unternehmen haben. Vor allem aber sollte das billige Geld die private Sparneigung senken und gleichzeitig den Konsum ankurbeln. Dieser Zusammenhang war jedoch während der Pandemie aufgrund mangelnder Konsummöglichkeiten und dem Helikoptergeld der Regierung kaum vorhanden: Trotz der Nullzinspolitik stieg die Sparquote. Der geplante Effekt folgte dafür mit voller Wucht nach dem „Re-Opening“. Die Notenbank hat dies zu spät erkannt und versucht nun mit allen Mitteln, die Teuerung wieder in den Griff zu bekommen. Seit März 2022 werden die Leitzinsen in Rekordtempo erhöht. Ausserdem wird seit Juni die aufgeblähte Bilanz reduziert, indem Rückzahlungen von Anleihen nicht mehr reinvestiert werden. Im September wurde zudem die Obergrenze der monatlichen Reduktion auf 90 Mrd. USD verdoppelt.

Die Inflationsbekämpfung wird den florierenden Arbeitsmarkt belasten

Ungeachtet der restriktiver werdenden Geldpolitik floriert der amerikanische Arbeitsmarkt. Seit Frühjahr 2021 übersteigt auf dem US-Arbeitsmarkt die Anzahl offener Stellen die Zahl der Arbeitslosen. Als Folge daraus sind die Löhne gestiegen, was nachfrage- und angebotsseitig die Teuerung befeuert. Der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation widerspiegelt sich in der Phillips-Kurve, welche seit jeher das Dilemma der Zentralbanken darstellt. Die

Phillips-Kurve besagt, dass zwischen der Inflationsrate und der Arbeitslosenquote ein negativer Zusammenhang besteht. Das bedeutet, dass bei einer Abnahme der Inflationsrate die Arbeitslosenquote im Gegenzug steigt. Die Fed hat klar kommuniziert, dass die Eindämmung der Teuerung eine höhere Arbeitslosigkeit erfordert. Doch die gute Nachricht ist, dass die Kurve bei besonders tiefer Arbeitslosigkeit extrem steil ist. Theoretisch dürfe bereits ein moderater Anstieg der Arbeitslosigkeit von aktuell 3.6% ausreichen, um die Inflation signifikant zu drücken. Allerdings wirken die restriktiven Massnahmen der Fed nicht unmittelbar. Seit April ist zwar eine Trendwende beim Arbeitskräftemangel feststellbar, die Arbeitslosenquote wird aber erst nachhaltig steigen, wenn die Anzahl offener Stellen unter die der Arbeitslosen fällt.

Der Immobilienmarkt ist von zentraler Bedeutung für die Geldpolitik

Neben dem Arbeitsmarkt ist der Immobilienmarkt für die Geldpolitik von zentraler Bedeutung. Der Immobilienmarkt hat einen direkten und indirekten Effekt auf die Realwirtschaft. Der direkte Effekt ergibt sich daraus, dass Bauinvestitionen eine wichtige Komponente des BIP sind. Beim indirekten Effekt spricht man vom sogenannten Vermögenseffekt der Häuserpreise auf den privaten Konsum. Der Vermögenseffekt besagt, dass steigende oder fallende Immobilienpreise die privaten Konsumausgaben beeinflussen. Steigende Preise sollten - gemäss der Theorie - den Konsum beflügeln, da sie zu einer Zunahme des Vermögens der Haushalte führen. Bei fallenden Preisen ist das Gegenteil zu erwarten. Diverse Studien schätzen, dass sich der private Konsum in den USA bei einem Rückgang des Immobilienvermögens von 10 Prozent um etwas mehr als ein Prozent reduziert.

Aufgrund des Vermögenseffekts haben Immobilienpreise einen grossen Einfluss auf die Konjunktur. Allerdings fließen sie über die Mietkosten auch direkt in die Berechnung der Inflation ein. Im Warenkorb, der zur Berechnung der für die Fed relevante Kerninflation (ohne Energie und Lebensmittel) verwendet wird, bilden Mieten mit 10% und die umfragebasierten Eigentümeräquivalenzmieten mit 31% zusammen die wichtigsten Komponenten. Für die Geldpolitik ist dieses grosse Gewicht problematisch, da die Mieten in der Regel erst mit einer Verzögerung von gut einem Jahr auf Veränderungen der Immobilienpreise reagieren, welche ihrerseits nur träge auf Zinsbewegungen ansprechen.

Die Hypothekarzinsen sind deutlich angestiegen

Die Fed ist sich der Bedeutung des Häusermarktes bewusst

und hat im Rahmen der quantitativen Lockerung (QE) neben Staatsanleihen immer auch hypothekenbesicherte Anleihen (MBS) gekauft. Nach der Pandemie machen diese MBS nun fast ein Drittel der 9 Bio. USD schweren Fed Bilanz aus. Zusammen mit der Nullzinspolitik hat QE die Zinsen insbesondere auf langlaufende Hypotheken gesenkt, welche in den USA für die Finanzierung entscheidend sind. Damit wurden Finanzierungskosten für Eigenheime deutlich unter die Mietrenditen gedrückt, weshalb Kaufen in den letzten 10 Jahren deutlich attraktiver war als Mieten und der Markt zu überhitzen begann. Die geldpolitische Straffung hat diesen Trend nun jedoch beendet. Weil die Bilanzreduktion überproportional mittels MBS erfolgen wird, sind die langen Hypothekenzinsen noch stärker gestiegen als Zinsen auf Staatsanleihen.

Bislang hat der Zinsanstieg zwar kaum Spuren an den Häuserpreisen hinterlassen. Frühindikatoren deuten aber auf eine anstehende Korrektur hin. Der Monthly Supply of New Houses Index stellt die Gesamtzahl der in den USA zum Verkauf stehenden neu gebauten Einfamilienhäuser ins Verhältnis zur Anzahl der monatlich verkauften Einfamilienhäuser und misst so die benötigte Zeit für den Verkauf des bestehenden Inventars. Im Juli ist das Verhältnis auf 11 Monate gestiegen, ein Wert, der letztmals während der grossen Finanzkrise von 2008 erreicht wurde (siehe Grafik). Ein Crash wie damals ist jedoch unwahrscheinlich. Einerseits konnte das Immobilienangebot mit der Nachfrage nach immer grösserem Wohnraum in den letzten Jahren nicht mithalten, weshalb strukturell immer noch ein Nachfrageüberhang besteht. Andererseits stützt die Inflation gewissermassen die nominellen Immobilienpreise. Real, das bedeutet um die Inflation bereinigt, hat die Preiskorrektur aber bereits begonnen.

Folgt nun die nächste Finanzkrise?

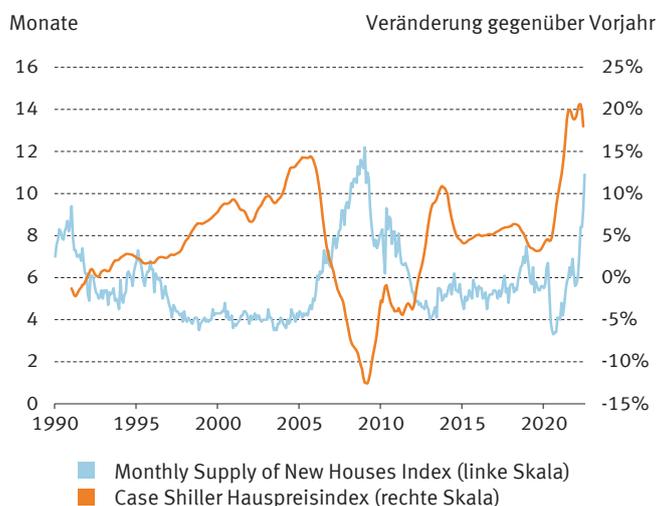
Die Fed ist entschlossen, die Zügel weiter anzuziehen, um der Inflation Herr zu werden. Bis die Teuerungsrate sich dem Leitzins annähert, dürften weitere Erhöhungen nötig sein. Investoren erwarten, dass der Leitzins im Frühjahr 2023 einen Höhepunkt von beinahe 4.5% erreichen wird. Bevor sich aber die Teuerung normalisiert, dürfte sich die restriktive Geldpolitik in der Konsumnachfrage bemerkbar machen. Ein sogenanntes „Softlanding“ der Wirtschaft, also eine lediglich milde Rezession, scheint unwahrscheinlich. Eine Finanzkrise wie 2008 steht aber auch nicht zur Debatte.

Die amerikanischen Haushalte sind heute finanziell gut aufgestellt, die Eigenkapitalquoten am Immobilienmarkt sind wegen des jahrelangen Booms auf Rekordhoch und die Banken verfügen über dicke Kapitalpolster. Allerdings wird der konjunkturelle Gegenwind die Unternehmensgewinne belasten.

Der Schweizer Immobilienmarkt scheint deutlich robuster

Auch der Schweizer Immobilienmarkt war während den letzten zwei Jahrzehnten von Preissteigerungen geprägt. Krisen konnten aber dank der stetigen Zuwanderung, stabilen Einkommen und den restriktiveren Refinanzierungsvorgaben souverän umsegelt werden. Mit der Leitzinserhöhung in ihrer Juni-Sitzung hat die Schweizerische Nationalbank nun die Zinswende eingeleitet. Das steigende Zinsniveau stellt den Schweizer Immobilienmarkt vor einen Härtestest. Nach Jahren des Angebotsrückgangs nutzen deshalb zahlreiche Hausbesitzer die aktuell attraktiven Marktpreise zum Verkauf. Gleichzeitig führen die höheren Finanzierungskosten zu einer Normalisierung der Nachfrage. In der Summe dürfte es beim Schweizer Immobilienmarkt zu einem nachlassenden Preiswachstum, aber nicht zu einem landesweiten Rückgang des Preisniveaus kommen. Eine durch den Vermögenseffekt induzierte Konjunkturabkühlung erscheint unwahrscheinlich.

Grafik:



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtökonomischen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Das vorliegende Dokument dient zu Informations- und Werbezwecken.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
 Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
 Telefon +41 61 286 66 66
 contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers