

## Die jüngsten Pläne der US Notenbank und deren Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Nach dem Ausbruch der Finanzkrise von 2007/08 ergriff die amerikanische Notenbank neue, bis dahin undenkbare Wege, um die US-Wirtschaft vor dem Kollaps und einer Depression im Stil der 1930er Jahre zu bewahren. Zu den Massnahmen zählten neben der aggressiven Reduktion des Leitzinses am US-Geldmarkt insbesondere umfangreiche Aufkäufe von US-Regierungsanleihen und -Pfandbriefen. Diese im Fachjargon auch Quantitative Easing (QE) genannten Stimulierungsmassnahmen liessen die Bilanz des Federal Reserve System in den letzten Jahren markant anschwellen. Fast alle führenden Zentralbanken in Europa und Asien folgten dem Beispiel der Amerikaner und verabreichten ihrer Wirtschaft Liquiditätsspritzen. Das Resultat war überall dasselbe: ein deutliches Wachstum der Bilanzsummen (vgl. Grafik 1).

Wie effizient diese Massnahmen die Wirtschaft gestützt haben kann zwar nie wirklich beantwortet werden, weil ein identisches Szenario ohne QE nicht getestet werden kann. Gleichwohl scheint die US Wirtschaft heute, mehr als acht Jahre nach dem Beginn dieser „unkonventionellen“ Geldpolitik, wieder robust genug um die Bilanz der US Notenbank Federal Reserve (Fed) schrittweise zu verkürzen. Kommentare der Fed-Vorsitzenden Janet Yellen und anderer Fed-Vertreter über das Ende der lockeren Geldpolitik haben an den Finanzmärkten zur Verunsicherung über die weitere Entwicklung an den globalen Obligationen- und Aktienmärkten geführt.

### Aufgeblähte Bilanzsumme trotz Verkürzung

Entscheidend für die Entwicklung an den Finanzmärkten ist die Frage, welche Zielgrösse die Geldpolitiker langfristig bei der Bilanzreduktion anpeilen werden. Bisher wurde hierzu noch keine schlüssige Stellungnahme abgegeben. Aber aus verschiedenen Forschungspapieren und Podiumsdiskussionen mit Fed-Gouverneuren und Präsidenten der regionalen Fed-Banken geht hervor, dass die Bilanzsumme langfristig zwei- bis dreimal so gross bleiben dürfte wie vor der Krise. Zum genaueren Verständnis dieser Schlussfolgerung müssen wir die Passivseite der Fed-Bilanz genauer unter die Lupe nehmen. Diese besteht im Wesentlichen aus zwei Komponenten: dem Bargeldumlauf und den Giroguthaben der Geschäftsbanken bei der Fed. In den letzten Jahren sind die Giroguthaben der Geschäftsbanken infolge strengerer Liquiditätsvorschriften auf 500 bis 1'500 Mrd. USD angestiegen. Ebenfalls ist infolge des Wirtschaftswachstums und des rückläufigen Zinsniveaus die Bargeldnachfrage auf 1'500 Mrd. USD gewachsen. Zusammen ergeben diese Komponenten eine Bilanzsumme von mindestens 2'000 bis 3'000 Mrd. USD.

### Bilanzverkürzung durch Reinvestitionsverzicht

Um die angekündigte Verkürzung der Fed-Bilanz genauer zu analysieren, muss neben der Passivseite auch die Aktivseite betrachtet werden. Diese besteht zurzeit hauptsächlich aus den erworbenen Regierungsanleihen (USD 2'500 Mrd.) und US-Pfandbriefen (USD 1'800 Mrd.). Während die Regierungsanleihen durchschnittlich nach 6 Jahren verfallen, laufen die Pfandbriefe grösstenteils länger als 10 Jahre. Über welchen Zeithorizont ist nun mit der Bilanzverkürzung zu rechnen? Um Turbulenzen an den Märkten zu verhindern, dürfte der Abbau der Bilanz kaum abrupt, sondern über einen Zeitraum von mehreren Jahren erfolgen. Dies verdeutlicht ebenfalls das von der US-Notenbankchefin Janet Yellen angekündigte Programm. Im Juni stellte sie ein regelgebundenes Vorgehen für die Bilanzverkürzung vor, welches seit Oktober Anwendung findet. Für die erforderliche Rückführung der Aktiven auf der Fed-Bilanz werden keine Obligationen verkauft. Vielmehr wird die Reinvestition von Couponzahlungen und auslaufenden Obligationen eingeschränkt. Im ersten Quartal sollen monatlich 10 Mrd. USD nicht reinvestiert werden. Über die nächsten drei Quartale wird dieser Betrag um jeweils 10 Mrd. erhöht. Dies würde die Bilanz über 12 Monate um maximal 300 Mrd. USD und über 24 Monate um maximal 900 Mrd. USD reduzieren. Sollte Yellens Regelwerk planmässig umgesetzt werden, dürfte die künftige Bilanzsumme dennoch einem Vielfachen der historischen Werte entsprechen.

### Drei Szenarien einer Bilanzverkürzung

Die New York Fed führte eine Umfrage unter verschiedenen Marktteilnehmern durch, welche Erwartungen sie über die Grösse und Zusammensetzung der Fed-Bilanz haben. Aus den Antworten berechneten sie drei Szenarien, wie sich die „normale“ Fed-Bilanz verändern dürfte (vgl. Grafik 2). Eine „normale“ Bilanz ist als jene Grösse definiert, welche eine angemessene Verfolgung der Ziele der Notenbank erlaubt. Diese umfassen beispielsweise einen hohen Beschäftigungsgrad auf dem Arbeitsmarkt, moderate langfristige Zinsen und Stabilität des Preisniveaus. In allen drei Szenarien findet eine Normalisierung zwischen den Jahren 2019 und 2023 statt, abhängig von der langfristigen Bilanzgrösse. Im mittleren Szenario normalisiert sich die Bilanz im vierten Quartal 2021. Bestehen langfristig grössere Verbindlichkeiten, findet dies bereits im vierten Quartal 2019 und bei kleineren Verbindlichkeiten im vierten Quartal 2023 statt.

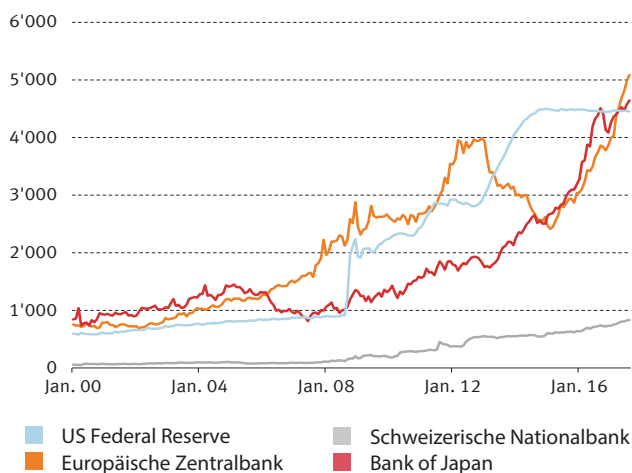
### Schockreaktion der Finanzmärkte unwahrscheinlich

Die Konsequenzen der Bilanzschrumpfung für die Finanzmärkte dürften überschaubar bleiben. Dank der bedachten Kommunikation der Fed-Mitglieder ist es denkbar, dass diese Effekte schon jetzt ganz oder teilweise im US-Bond- und -Aktienmarkt eingepreist sind und eine schockähnliche Reaktion der Finanzmärkte, wie im Jahre 2013, ausbleibt.

Grafik 1:

Quelle: Bloomberg

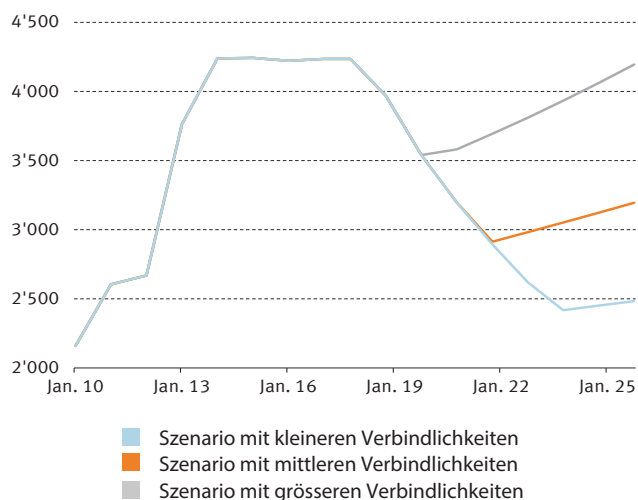
Bilanzsumme in Mrd. USD



Grafik 2:

Quelle: Federal Reserve Bank of NY

Bilanzsumme in Mrd. usd



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 gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers  
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz  
Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38  
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers