

# Verkürzung der Fed-Bilanz und die Auswirkungen auf die Finanzmärkte



*Von Dr. Daniel Witschi, CFA  
Chief Investment Officer (CIO)  
Mitglied der Geschäftsleitung  
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

Nach dem Ausbruch der grossen Finanzkrise 2007/2008 ging die amerikanische Notenbank (Federal Reserve Board, Fed) neue, bis dahin undenkbare Wege, um die US-Wirtschaft vor dem Kollaps und einer Depression im Stil der 1930er Jahre zu bewahren. Dazu zählten neben der aggressiven Reduktion des Leitzinses am US-Geldmarkt insbesondere umfangreiche und regelmässige Aufkäufe von US-Regierungsanleihen und -Pfandbriefen. Diese im Fachjargon auch «Quantitative Easing» genannten Stimulierungsmassnahmen liessen die Bilanz des Federal Reserve Systems in den letzten Jahren markant anschwellen.

Fast alle führenden Zentralbanken in Europa und Asien folgten dem Beispiel der Amerikaner und verabreichten ihrer Wirtschaft über den aggressiven Ankauf von Wertschriften und/oder Devisen Liquiditätsspritzen.

Nun, mehr als 8 Jahre nach dem Beginn dieser «unkonventionell» genannten Geldpolitik, scheint die US-Wirtschaft für den Offenmarktausschuss des Fed (Federal Open Market Committee, FOMC) robust genug, um die Fed-Bilanz wieder zu verkürzen. Kommentare der Fed-Vorsitzenden Janet Yellen und anderer Fed-Vertreter über ein bevorstehendes Ende der ultralockeren Geldpolitik haben an den Finanzmärkten zu Verunsicherung über die weitere Entwicklung an den globalen Obligationen- und Aktienmärkten geführt.

## **Post-Finanzkrise-Ära: Steigende Bargeldnachfrage und höhere Liquiditätsanforderungen erhöhen Bilanz-Zielgrösse**

Entscheidend für die Entwicklung an den Finanzmärkten ist die Frage, welche Bilanz-Zielgrösse die Geldpolitiker langfristig bei der Reduktion des Bondportfolios 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 kann geschlossen werden, dass langfristig eine wesentlich grössere Bilanzsumme angestrebt wird als jene vor 2008, sowohl absolut als auch relativ zum Bruttoinlandprodukt. Um die Gründe zu verstehen, müssen wir

die Passivseite der Fed-Bilanz genauer unter die Lupe nehmen. Sie wird im Wesentlichen durch zwei Komponenten bestimmt: dem Bargeldumlauf und den Giro Guthaben der Geschäftsbanken beim Fed. Von den derzeit circa 4'500 Mrd. US\$ an Gesamtverbindlichkeiten gehen rund 1'500 Mrd. auf den Bargeldumlauf zurück und etwa 3'000 Mrd. auf die Giro Guthaben der Einlageninstitute.

Durch das Wirtschaftswachstum und das rückläufige Zinsniveau hat die Bargeldnachfrage in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Dieser Trend dürfte auch in Zukunft anhalten. Für ein beständig tiefes Zinsniveau sprechen verschiedene realwirtschaftliche und demografische Faktoren. Das Trendwachstum der Bargeldnachfrage liegt wohl auch in den kommenden Jahren in der Grössenordnung von 7%. In einer im Januar 2017 publizierten Studie gehen die Fed-Ökonomen für die kommende Dekade von einer Verdoppelung der Bargeldnachfrage aus. Da sie vollständig befriedigt werden muss, hat das Fed bei dieser Bilanzkomponente keinen Spielraum für eine Bilanzverkürzung. Die etwa doppelt so grossen Giro Guthaben der Banken und Sparkassen werden die eigentliche Manövriermasse hierfür werden.

Kurz vor der Finanzkrise Ende 2007 betragen die gesamten Giro Guthaben gerade einmal 20,7 Mrd. US\$. Eine Schrumpfung der Bankreserven auf dieses Niveau ist laut Fed-Vertretern ausgeschlossen: Beim Ausbruch der Finanzkrise hatten die US-Banken eindeutig zu wenig Reserven in ihren

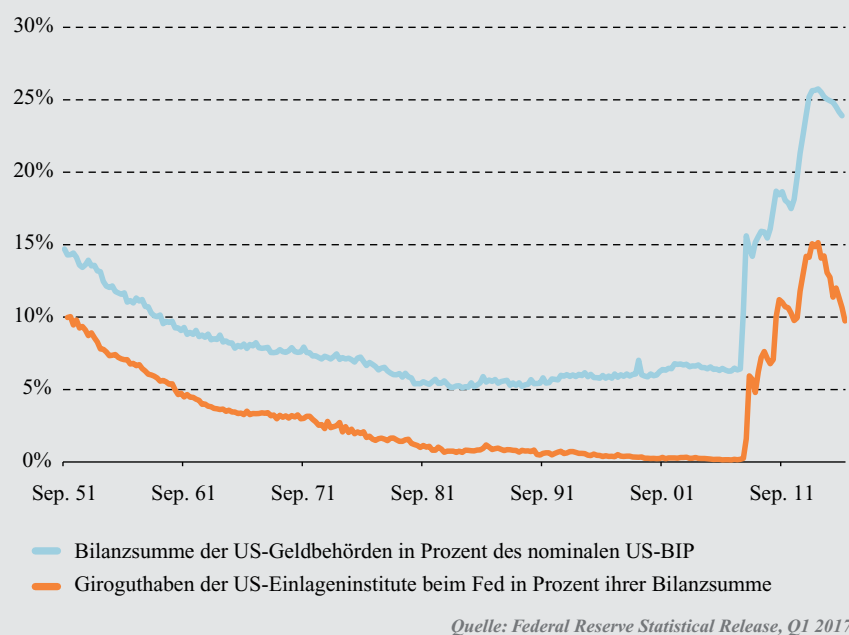
Büchern. Zu diesem Zeitpunkt machten ihre Giroguthaben nur noch 0,2% ihrer Bilanzsumme aus. Dieser Reservequotient hatte zu Beginn der 1950er Jahre noch bei gut 10% gelegen. Der strukturelle Rückgang hing damit zusammen, dass die Banken in normalen Zeiten die Opportunitätskosten zinsloser Giroguthaben vermeiden wollten, sich bei individuellen Liquiditätsengpässen in der Regel ohne Probleme auf dem Interbankenmarkt Giroguthaben besorgen konnten und das Bankensystem als Ganzes betrachtet kaum systematische Liquiditätsmängel erlebte. Beim schnellen Wachstum des Finanzsektors, speziell nach 1980, stiess dieses System aber 2008 an seine Grenzen, als es im Zug der Lehman-Pleite zu einer schweren systemweiten Liquiditätskrise kam. Seither wurden neue Vorschriften mit wesentlich höheren Liquiditätszielwerten (wie die Liquidity Coverage Ratio oder die Net Stable Funding Ratio) eingeführt. Schätzungen hinsichtlich der im neuen Regime erforderlichen Giroguthaben bewegen sich zwischen 500 Mrd. und 1'500 Mrd. US\$. Addieren wir den aktuellen Bargeldumlauf und die Schätzungen der erforderlichen Giroguthaben, erhalten wir eine Grössenordnung zwischen 2'000 Mrd. und 3'000 Mrd. US\$ – das Doppelte bzw. Dreifache der Bilanzsumme von Ende 2007.

### Bilanzverkürzung durch sukzessiven Reinvestitionsverzicht über Jahre

Die Aktivseite der Fed-Bilanz besteht zurzeit hauptsächlich aus Regierungsanleihen (2'500 Mrd. US\$) und US-Pfandbriefen (1'800 Mrd.). Mit welchem Zeithorizont ist bei der Bilanzverkürzung zu rechnen? Der Ökonomenstab des Federal Reserve Board sprach sich jüngst für einen Zielwert von 2'700 Mrd. für das Jahr 2025 aus. Diese langen Fristen verdeutlichen das Vorhaben der Geldpolitiker, den Abbau der Bilanz nicht abrupt, sondern über einen längeren Zeitraum von mehreren Jahren durchzuführen.

Die US-Notenbankchefin Janet Yellen hat Mitte Juni ein regelgebundenes Vorgehen für die Bilanzverkürzung angekündigt. Für die hierfür erforderliche Rückführung der Aktiven auf der Fed-Bilanz werden keine Obligationen verkauft. Vielmehr wird die Reinvestition

## Entwicklung von Bilanzsumme und Giroguthaben in den USA seit September 1951



von ausstehenden Obligationen und Couponzahlungen eingeschränkt. Für die ersten 3 Monate werden 10 Mrd. US\$ nicht reinvestiert. Über die nächsten 3 Quartale wird dieser Betrag jeweils um 10 Mrd. erhöht. Dies würde die Bilanz um maximal 350 Mrd. US\$ über 12 Monate und um maximal 950 Mrd. über 24 Monate reduzieren. Würde Yellens Regelwerk planmässig umgesetzt, so könnte die Bilanzsumme deutlich schneller als bisher erwartet reduziert werden.

### Schockähnliche Reaktion der Finanzmärkte unwahrscheinlich

Die Konsequenzen der Bilanzschrumpfung für die Finanzmärkte dürften überschaubar bleiben. Für diese Schlussfolgerung konsultiert man am besten die von Fed-Ökonomen durchgeführten empirischen Studien über die Auswirkungen der Anleihenkäufe auf den US-Aktien- und -Bondmarkt. Laut der jüngsten, 2015 publizierten Analyse senkten die Wertpapierkäufe des Fed die Renditen 10jähriger US-Treasury Notes um 1,2 Prozentpunkte und lösten einen kumulierten Kursanstieg am US-Aktienmarkt zwischen 6 und 12% aus. Unterstellen wir, dass die FOMC-Mitglieder dem Vorschlag der Fed-Öko-

nomen folgend die Bilanz über 7 Jahre auf 2'700 Mrd. US\$ senken, kommt man ceteris paribus auf einen denkbaren Anstieg der Renditen 10jähriger Treasuries in der Grössenordnung von 0,6 Prozentpunkten und einen Rückgang der Aktienkurse um etwa 5%. Glaubt man hingegen an die Umsetzung des von Janet Yellen angekündigten Regelwerks, dann wäre über 2 Jahre mit einem Anstieg der Renditen 10jähriger Treasuries um 0,4 Prozentpunkte und einen Rückgang der Aktienkurse um etwa 3% zu rechnen.

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 Jahr 2013, ausbleiben wird. Gestützt wird dies durch die Resultate der letzten Befragung der Primary Dealers durch die Federal Reserve Bank of New York im März 2017, wonach zwei Drittel der befragten Unternehmen den Beginn der Bilanzschrumpfung für die Jahresmitte 2018, zusammen mit einem Wert der Federal Funds Rate von 1,6% erwarteten.

daniel.witschi@dreyfusbank.ch  
www.dreyfusbank.ch