



## *Herbert Fritschi unplugged*

### **Die globale Zinsparty geht ihrem Ende zu US-Geldpolitik: Auf das Easing folgt das Squeezing**

#### **Die Strategien der amerikanischen Notenbank sind (vorerst) aufgegangen**

Um eine Entwicklung wie während der Grossen Depression (1929-1933) zu vermeiden, hat sich die US-Zentralbank in der Finanzkrise von 2008/2009 zu einem Kraftakt durchgerungen. Dank einer ultraexpansiven Geldpolitik hat die amerikanische Notenbank massgeblich dazu beigetragen, das Finanzsystem zu stabilisieren und die Realwirtschaft mit ihrer „Billig-Geld-Politik“ anzuschieben. Inzwischen scheint der Patient genesen zu sein – zumindest was den gegenwärtigen Konjunkturzyklus betrifft. Die US-Wirtschaft läuft zufriedenstellend. Die Konjunkturerholung nach dem Ende der letzten Rezession (der letzte Konjunktüreinbruch dauerte von Ende Dezember 2007 bis Juni 2009) fällt zwar nicht überschäumend aus in Bezug auf die jährlichen Wachstumsraten, dauert nun aber schon überdurchschnittlich lang an.

### **Leitzinssenkungen in der ersten Phase**

Aufgrund der schnell um sich greifenden Finanzkrise hatte die US-Zentralbank die Leitzinsen, die Federal Funds Rate, ab dem 18. September 2007 von einem Ausgangsniveau von 5.25% in mehreren, zum Teil grossen Zinsschritten, bis auf die Rekord-Minimalbandbreite von 0.00-0.25% am 16. Dezember 2008 gesenkt. Nach nur 15 Monaten war der geldpolitische Spielraum im Bereich der konventionellen Notenbankwerkzeuge bereits ausgeschöpft. Allein diese Massnahmen (niedrigere Zinsen für kurze Laufzeiten) schienen in den Augen der Notenbankverantwortlichen jedoch nicht auszureichen, um die Wirtschaft (u. a. die Investitionstätigkeit der Privatunternehmen) im gewünschten Ausmass zu stimulieren. Deshalb beschloss die US-Zentralbank um ihre zwei Mandatsziele Maximalbeschäftigung und eine Inflation von 2% (Preisstabilität) zu erreichen, ein zusätzliches sehr starkes geldpolitisches Doping einzusetzen,: Das Quantitative Easing (Quantitative Lockerung).

### **Quantitative Lockerung in der zweiten Phase**

Das Quantitative Easing bedeutet eine Ausweitung der Geldbasis (expansive Geldpolitik) durch Anleihenkäufe der Zentralbank und stellt ein unkonventionelles Notenbankinstrument dar. Mit einem Quantitativen Easing schleust eine Notenbank zusätzliche Liquidität in das Bankensystem. Infolge der Notenbank-Anleihenkäufe steigen die Kurse der nachgefragten Anleihen; fast spiegelbildlich dazu fallen die Renditen der aufgekauften Schuldpapiere (für Anleihenpreisberechnung siehe *Bond Mathematics*). Viele Marktteilnehmer, insbesondere professionelle Akteure, positionieren sich jeweils geschickt (,geschützt‘) im Windschatten der Notenbanktransaktionen und kaufen gleiche oder ähnliche Schuldpapiere, was den Anleihenrenditerückgang verstärkt. Die unterschiedlichsten Schuldner(-Kategorien) profitieren von den sinkenden Renditen; langfristige Investitionen (staatliche und private) werden dadurch stark angeregt. Die US-Zentralbank startete die Quantitative Lockerung mit der Bezeichnung QE1 im November 2008 und beendete diese mit dem Auslaufen des Programms QE3 im Oktober 2014. In der Zeit der Quantitativen Lockerung erwarb die amerikanische Notenbank monatlich auf dem Sekundärmarkt riesige Mengen an Staatsanleihen (*US Treasuries*) sowie Anleihen von staatsnahen Schuldner(-Kategorien) (*Agency Debt*) inkl. deren hypothekarisch gesicherte Schuldpapiere (*Agency MBS*).

### **Leitzinserhöhungen in der dritten Phase (begannen Ende 2015)**

Eingriffe in das Finanzsystem haben auch negative Auswirkungen. Zu niedrige Zinsen fördern Fehlinvestitionen und Spekulationen. Die Marktpreise sind verzerrt. Zudem baut sich Inflationspotenzial auf. Während Schuldner von fast paradiesischen Zuständen profitieren können (Zinskonditionen und Kreditmengenangebot), leiden die Gläubiger unter der finanziellen Repression (darunter Sparerinnen und Sparer, Pensionskassen etc.). Die Gläubiger bezahlen die Zeche für das vor ein paar Jahren ins Taumeln geratene Finanzsystem, dessen Ursprung auf eine völlig falsche Kredit- und Finanzierungsstrategie einzelner Finanzinstitute zurückgeht. Neben den geschäftsspezifischen Herausforderungen, denen der Finanzsektor seit Jahrhunderten gegenübersteht (Kreditvergabepolitik usw.), kommen heute auch noch deutlich höhere regulatorische Anforderungen und immense disruptive Veränderungen im Zusammenhang mit ‚*Digital Money*‘ - ‚*FinTech*‘ hinzu. Aufgrund der ausserordentlichen Aufräumarbeiten im Finanzsektor und einer eher moderaten Konjunkturerholung hat sich die US-Notenbank sehr lange mit Zinserhöhungen zurückgehalten. Erst im Dezember 2015 beschloss die US-Zentralbank eine erste Zinserhöhung. Sie wollte ihre bisherigen Erfolge nicht durch eine zu frühe Korrektur aufs Spiel setzen. Die zweite Leitzinserhöhung folgte deshalb

erst ein Jahr später, als sich die US-Wirtschaft noch mehr stabilisiert hatte. Im Jahr 2017 kamen drei weitere, kleine Zinsanhebungen hinzu. Aktuell befinden wir uns mitten im Zinsnormalisierungsprozess.

### **Entwicklung der US-Leitzinsen nach dem Ende der Grossen Rezession**

	neuer Fed-Zinssatz	Erhöhung
16.12.15	0.25-0.50%	+ 0.25%
14.12.16	0.50-0.75%	+ 0.25%
15.3.17	0.75-1.00%	+ 0.25%
14.6.17	1.00-1.25%	+ 0.25%
13.12.17	1.25-1.50%	+ 0.25%

### **Quantitative Squeezing in der vierten Phase (hat eben erst begonnen)**

Eine weitere Verbesserung der US-Wirtschaft veranlasste die US-Zentralbank nach ca. sechs Jahren, auch ihr Quantitative-Easing-Programm einzustellen. Während des Quantitative Easings hatte die US-Zentralbank gigantische Mengen von Anleihen gekauft. Dabei war von Anfang an klar, dass diese Bestände mit der Zeit wieder abgestossen werden sollten. Im Oktober 2017 hat die US-Zentralbank nun mit dem Abbau ihrer hohen Anleihenbestände begonnen. Zuvor, im Juni dieses Jahres, hatte das Fed die Marktteilnehmer über die wichtigsten Eckpfeiler des Quantitative Squeezings informiert. Offiziell angekündigt wurde der Start des Anleihenabbauprogrammes im Anschluss an die Notenbanksitzung im letzten September.

### **Bilanzschrumpfungspläne der US-Zentralbank**

In den ersten drei Monaten werden die aus fällig werdenden Anleihen anfallenden Gelder bis zu einer monatlichen Obergrenze von insgesamt USD 10 Mrd. nicht mehr reinvestiert. Die Obergrenze wird alle drei Monate um jeweils 10 Mrd. erhöht. Nach einem Jahr soll die maximale Schrumpfung von 50 Mrd. USD pro Monat erreicht werden. Kurz vor dem Anlaufen des Quantitative Easings erklomm die Bilanzsumme der US-Notenbank die gigantische Summe von USD 4.5 Bio. Das US-Notenbankvermögen (Aktiven) besteht fast ausschliesslich aus amerikanischen Schuldverschreibungen in Form von Staatsanleihen oder von hypothekarisch besicherten Anleihen staatsnaher Betriebe. Im Gegensatz zur Schweizerischen Nationalbank, die zur Schwächung des Schweizer Frankens internationale Wertschriften aufkauft, beschränkte sich das Fed auf den Erwerb amerikanischer Schuldverschreibungen. Der US-Notenbank-Bilanzschrumpfungsprozess wird mehrere Jahre dauern. Die Notenbankverantwortlichen werden dabei sehr vorsichtig vorgehen. Es wird beim Quantitative-Squeezing-Programm zu Anpassungen kommen, sollte sich die Konjunktur nicht wie erwartet entwickeln. Wenn in einigen Jahren die Phase des Quantitative Squeezings offiziell als beendet erklärt werden wird – so hat es das Fed bereits kommuniziert – wird die Bilanzsumme der US-Notenbank dannzumal über dem Vorkrisenniveau liegen.

### **Kurzfristig negative Auswirkungen des Quantitative Squeezings**

Das Quantitative Squeezing ist längerfristig für ein gesundes Finanzsystem notwendig. Diese Massnahmen sind jedoch während der Zeit ihrer Durchführung negativ für die Finanzmärkte und wirken bremsend auf das Wirtschaftswachstum. In der Zeit des Quantitative Easings hat

ein Wachstum auf ‚Vorschuss‘ stattgefunden. Wenn das Doping wegfällt, besteht die Gefahr, dass zahlreiche Marktteilnehmer an einem gewissen Punkt Kasse machen wollen und zum Ausgang rennen. Die ausserordentlichen (Kauf-)Anreize, von denen Trittbrettfahrer lange profitieren konnten, entfallen. Wenn dem Finanzsystem durch eine Nicht-Reinvestition von fälligen Anleihen Geld entzogen wird, führt dies *ceteris paribus* zu einem Anstieg der langfristigen Renditen, da eine sehr potente Käuferschaft (sukzessive) wegfällt. Die Höhe der Mittel- und Langfristzinsen ist für die Wirtschaft ebenso wichtig, wie die durch die Zentralbank direkt regulierten kurzfristigen (Leit-)Zinsen, deren Veränderung zum klassischen Instrumentarium einer Notenbank gehört.

### **Vorsichtiges Agieren der US-Zentralbank (hat das Fed bereits bewiesen)**

Die US-Zentralbank ist sich der Risiken bewusst, die ein Quantitative Squeezing auf die Finanzmärkte haben kann. Sie wird deshalb die damit zusammenhängenden Massnahmen sehr sorgfältig durchführen und wachsam agieren. Nötigenfalls wird sie das Quantitative Squeezing temporär aussetzen, einstellen oder sogar wieder Gegensteuer geben. Ein besonnenes Vorgehen hat das Fed bereits bei den Zinserhöhungen gezeigt.

### **Fazit**

- **Normalisierung:** Eine Normalisierung der sehr expansiven US-Geldpolitik ist eine Selbstverständlichkeit. Man kann nicht immer nur Gas geben, sonst überwiegen mit der Zeit die Nachteile die Vorteile. Ohne negative Auswirkungen auf die Finanzmärkte ist aber eine Normalisierung leider nicht zu haben. Die Finanzmärkte müssen sich allmählich darauf einstellen, dass, mit Ausnahme der Kurzfristzinsen, das Zinsniveau wieder von den freien Marktkräften bestimmt wird. Die Zinsvolatilität wird steigen und die Treffsicherheit von Zinsprognosen kleiner.
- **Doppelstrategie:** Diese Normalisierung geht zweigleisig vor sich. Der Prozess der Leitzinserhöhungen wurde bereits vor zwei Jahren gestartet. Mit diesen Zinserhöhungen wurde aber die Schmerzgrenze noch nicht erreicht. Das Zinsniveau ist immer noch extrem tief. Das Quantitative Squeezing begann im Oktober 2017. Dadurch dürften die Langfristzinsen weiter steigen – zumindest solange nicht eine neue Rezession befürchtet wird.
- **Auswirkungen:** Der Weg zu normalen Zeiten ist für das Finanzsystem steinig. Weitere Notenbanken werden in den kommenden Jahren dem Beispiel der US-Notenbank folgen und auf einen restriktiveren Kurs umschwenken, so zum Beispiel die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of Japan. Es muss somit mittelfristig international mit höheren Kurz- und Langfristzinsen gerechnet werden. Auch die Schweiz kann diesem ‚Schicksal‘ nicht entgehen; der Zins-Takt wird massgeblich vom Fed und von der EZB vorgegeben. Für das Jahr 2018 rechnen die Finanzmärkte in den USA mit drei neuen Leitzins-erhöhungen.
- **Rettungsmöglichkeit:** Das Care-Team der US-Zentralbank wird alles daran setzen, dass der Kollateralschaden auf dem Weg zur Normalisierung nicht zu gross ausfällt. Das Fed hat seine Leistungsfähigkeit in der Finanzkrise von 2008/2009 bereits bewiesen, indem es nicht nur die USA, sondern auch grosse Teile der restlichen Welt vor dem Abgrund bewahrt hat.
- **Führungswechsel:** In der Funktion des Kapitäns wird neu Jerome H. Powell (Republikaner) für die geldpolitischen Manöver der USA verantwortlich sein. Powell ist

seit 2012 Mitglied des siebenköpfigen ‚*Federal Reserve Board of Governors*‘. Das Mandat von Janet L. Yellen endet nach nur einer Amtsperiode trotz gutem Leistungsausweis im Februar 2018. Der amtierende Präsident Donald Trump hat sie nicht für eine Wiederwahl als Vorsitzende des Gremiums nominiert. Daraufhin hat die 71-jährige Wirtschaftswissenschaftlerin ihren Rücktritt bekannt gegeben. Auch ihr Nachfolger Jerome H. Powell steht für Kontinuität. Allerdings wird (auch) er sein Können als mächtigster Notenbankchef der Welt zuerst unter Beweis stellen müssen.

Dezember 2017 Herbert Fritschi

\*\*\*