

## FED LEITET BILANZVERKÜRZUNG EIN

**Die US-Notenbank (Fed) wird erwartungsgemäss ab Oktober mit der Verkürzung ihrer Bilanz beginnen. Dies markiert einen weiteren Meilenstein im Normalisierungsprozess der US-Geldpolitik. Die Leitzinsen liess sie unverändert. Ihre Langfristprognosen für den Zinsverlauf hat die Fed hingegen - einmal mehr - nach unten angepasst.**

Zwischen 2008 und 2014 hatte die Fed systematisch Staatsanleihen und hypothekarbesicherte Wertpapiere (MBS) aufgekauft, um die Wirtschaft und das Finanzsystem zu stützen. Die Bilanz der Notenbank hat sich dadurch in dieser Zeit vervielfacht (vgl. Abb.). 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 Schluss sein, zumindest teilweise. Es folgt die Phase der Quantitativen Straffung (Quantitative Tightening, QT).

### Behutsames Vorgehen

Das konkrete Vorgehen hatte die Fed bereits im Juni bekanntgegeben. Offen war einzig der genaue Startzeitpunkt gewesen. Nun steht auch dieser fest: Ab Oktober wird die

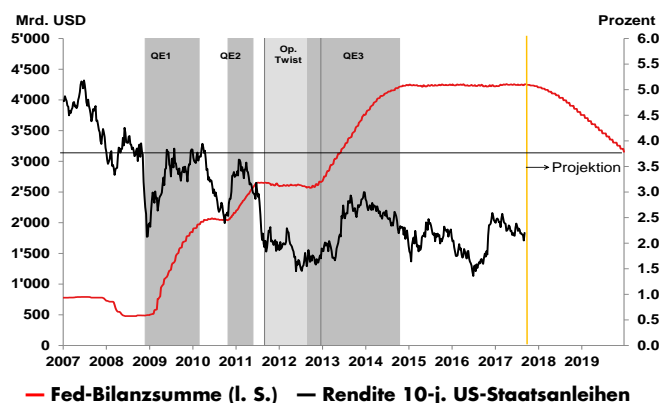
Fed zunächst pro Monat USD 10 Mrd. auslaufender Staatsanleihen und MBS nicht reinvestieren. Dieser Betrag soll alle drei Monate um USD 10 Mrd. auf USD 50 Mrd. erhöht werden. Dieses Vorgehen verkürzt die Bilanz innerhalb zweier Jahre um USD 900 Mrd., was rund 20% der heutigen Bilanzsumme entspricht (vgl. Abb. links). Wie lange QT andauert, d.h. auf welches Niveau die Fed die Bilanz zurückführen will, liess sie weiterhin offen. Wie Fed-Vertreter selber immer wieder betonen, fehlt ihr die Erfahrung mit der Steuerung der Bilanz als zusätzliches geldpolitisches Instrument. Gemäss Fed-Chefin Yellen soll der Bilanzabbau sehr behutsam vollzogen werden.

### Tiefere Langfristprognose der Fed

Das Zielband für die Fed Fund Rate haben die US-Währungshüter unverändert bei 1% bis 1.25% belassen. Aufgrund des Fokus auf die Bilanzverkürzung ist etwas untergegangen, dass die Fed ihre Projektion für den weiteren Zinsverlauf leicht angepasst hat. Zwar rechnet sie unverändert mit noch einem Zinsschritt in diesem Jahr sowie drei weiteren Zinsanhebungen 2018. Für 2019 und in ihrem Langfristausblick haben die Fed-Mitglieder hingegen ihre Prognose um rund einen ¼-Prozentpunkt nach unten angepasst.

### Fed-Bilanz und Rendite Staatsanleihen

(01.2007 bis 12.2019)



### Dollar legt nach Fed-Entscheid zu

(19.09.2017 bis 21.09.2017)



## BoE vor Zinserhöhung?

Steht in Grossbritannien die erste Zinserhöhung seit über einem Jahrzehnt an? In der letzten Woche hatte bereits das geldpolitische Komitee der Bank of England (BoE) mit "hawkishen" Äusserungen überrascht und für höhere Zinsen sowie ein stärkeres Pfund gesorgt. Der BoE-Vorsitzende Mark Carney sprach sich am Montag anlässlich einer Rede ebenfalls für weniger Stimulus aus. Dies primär aufgrund der Inflation, die mit 2.9% klar über dem Zielwert von 2% notiert. Die Zinserhöhungen dürften jedoch gemäss Carney limitiert und graduell ausfallen. Zurzeit preist der Markt einen Zinsschritt im November oder Dezember ein. Dies erscheint angesichts der unsicheren Konjunktorentwicklung allerdings verfrüht. Insbesondere da der Inflationsanstieg - das Hauptargument der Befürworter einer Zinserhöhung - vor allem der Pfundschwäche und den dadurch höheren Importpreisen zuzuschreiben ist. Dieser Effekt läuft dank des zuletzt erstarkten Pfundes aus.

## Wenig Neues vom Rest

Die EZB, die SNB sowie die Bank of Japan haben an ihren jüngsten Meetings die Fortführung der bisherigen Geldpolitik beschlossen. Bemerkenswert war einzig die Tatsache, dass die SNB den Wortlaut zum Franken-Wechselkurs angepasst hat. Sie sieht den Schweizer Franken nach dem jüngsten Euro-Anstieg nur noch "hoch bewertet", und nicht wie bis anhin "deutlich überbewertet".

## Fazit: Neuland, aber verkraftbar

Fällt ein Nachfrager am Anleihenmarkt aus, so wirkt das tendenziell restriktiv. Die Fed könnte deshalb in den kommenden 2-3 Jahren auf den einen oder anderen Zinsschritt verzichten. Einige Marktakteure hatten darauf spekuliert, dass dies bereits in diesem Jahr der Fall sein könnte und die Zinsen bis Ende Jahr nicht mehr angehoben werden. Diese Erwartung wurde nun nicht erfüllt, was vor allem dem US-Dollar Auftrieb gegeben hat. Der Greenback legte nach dem Fed-Entscheid gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken klar zu (vgl. Abb. Seite 1). Ansonsten fielen die Marktreaktionen angesichts der im Wesentlichen erwarteten Ergebnisse verhalten aus.

Wir gehen davon aus, dass die von Yellen erhoffte "sanfte" Bilanzverkürzung, die quasi im Hintergrund abläuft, tatsächlich gelingen könnte und es deswegen zu keinen Verwerfungen an den Märkten kommen wird. Aber auch wir betreten Neuland, Gewissheit dafür gibt es nicht.

