



Dr. Andreas A. Busch
Senior Analyst Economics

Ausstieg aus ultraexpansiver Geldpolitik: Fed dürfte sich auf Leitzinsen fokussieren

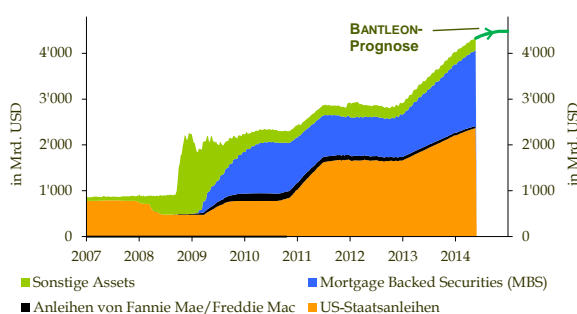
12. Juni 2014

www.bantleon.com

Bald ist das letzte QE-Programm beendet – wie soll es danach weitergehen?

Während die *Europäische Zentralbank* sich dazu durchgerungen hat, den Geldhahn weiter aufzudrehen, geht die Entwicklung bei der US-Notenbank genau in die entgegengesetzte Richtung. So ist die Fed auf gutem Weg, die monatlichen Anleihenkäufe im Herbst dieses Jahres komplett auf null zurückzufahren. 5½ Jahre nachdem die Währungshüter das erste QE-Programm begonnen haben, deutet sich damit ein Ende der – mehr oder weniger – stetigen Ausweitung der Notenbankbilanz an (vgl. Abb. 1). Der erste vorsichtige Schritt auf dem Weg zum Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik wäre getan.

Abb. 1: Die letzte Runde an QE-Massnahmen geht ihrem Ende entgegen



Quellen: Federal Reserve Board, BANTLEON

Vor rund drei Jahren hatte die Fed schon einmal geglaubt, langsam zur Normalität zurückkehren zu können. Der Offenmarktausschuss stellte im Sommer 2011 seine Pläne vor, wie eines Tages die expansive Ausrichtung der Geldpolitik zurückgeführt werden könnte. Damals holte die Währungshüter allerdings die Realität einer nochmaligen wirtschaftlichen Abschwächung ein. Statt die Notenbankbilanz zu reduzieren und die Leit-

zinsen anzuheben, musste die Fed sogar mit neuen Anleihenkäufen (Operation Twist und QE 3) nachlegen.

Dieses Mal könnte es aber ernst werden. Zwar rechnen wir im Laufe des 2. Halbjahres mit einer vorübergehenden Wachstumsverlangsamung. Sie dürfte indes – verglichen mit der Quasi-Stagnation im ersten Halbjahr 2011 (BIP-Wachstum von +1,0%, annualisiert) – weniger bedrohlich ausfallen, sodass keine neuen QE-Massnahmen vonnöten sind. Im Gegenteil. Angesichts eines anhaltenden Abwärtstrends bei der Arbeitslosenquote und einer wieder anziehenden Inflationsrate sollte spätestens zum Jahreswechsel 2014/2015 der Exit stärker in den Fokus der Finanzmärkte rücken. Zwei Fragen stehen neben dem Zeitpunkt des Beginns des Ausstiegs im Mittelpunkt:

1. Was kommt zuerst: Leitzinsanhebungen oder ein Abschmelzen der Notenbankbilanz?
2. Welche Instrumente werden eingesetzt?

Was kommt zuerst: Bilanzreduktion oder Leitzinsanhebungen?

In ihrer vor rund drei Jahren vorgestellten Exit-Strategie gab die Fed bekannt, in einem ersten Schritt die Notenbankbilanz reduzieren zu wollen, indem die fällig werdenden Anleihen nicht mehr wie bisher reinvestiert werden. Erst im zweiten Schritt sollten Leitzinsanhebungen folgen. Die jüngsten Äusserungen der FOMC-Mitglieder deuten auf eine Abkehr von diesem Vorhaben hin.

So erklärte der Präsident der regionalen Notenbank von New York, *William Dudley* (der zugleich ständiges Mitglied im Offenmarktausschuss ist), er sehe die Gefahr, dass ein derartiges Vorgehen die Kommunikation der Fed erschwere. Nach der

Beendigung der Anleihenkäufe wolle die Fed nämlich dahin zurückkehren, dass die Kurzfristzinsen und nicht die Notenbankbilanz das zentrale Steuerungsinstrument der Geldpolitik darstellen. Die Notenbankbilanz würde gleichsam auf »Autopilot« geschaltet und die aktive Anpassung der geldpolitischen Ausrichtung wieder über die Leitzinsen vorgenommen.

Diese Strategie könnte aber torpediert werden, wenn die Bilanz verringert würde, bevor die Leitzinsen angehoben werden. So wäre eine ungewollte Verschärfung der Finanzierungskonditionen möglich, ähnlich wie im Frühjahr 2013. Damals hatte der amtierende Notenbankpräsident *Ben Bernanke* zum ersten Mal über eine mögliche Reduktion der Anleihenkäufe gesprochen, was an den Finanzmärkten zu einem von der Fed ungewollten Vorziehen der Leitzinserhöhungserwartungen geführt hatte.

Andere FOMC-Mitglieder haben sich zuletzt ähnlich geäußert und ebenfalls für eine Abkehr von der 2011 formulierten Exit-Strategie plädiert (z.B. der Präsident der regionalen Notenbank von Atlanta, *Dennis Lockart*). Zwar gibt es auch Stimmen im FOMC, die zuerst ein Abschmelzen der Notenbankbilanz fordern, bevor mit Leitzinserhöhungen begonnen wird (z.B. *Esther George* von der Kansas City-Fed) – wir gehen aber davon aus, dass diese Einschätzung im Offenmarktausschuss der Fed keine Mehrheit findet. Das Ende der Reinvestments von Anleihen der Fed-Bilanz dürfte folglich noch geraume Zeit auf sich warten lassen.

Leitzinsanhebungen – aber wie?

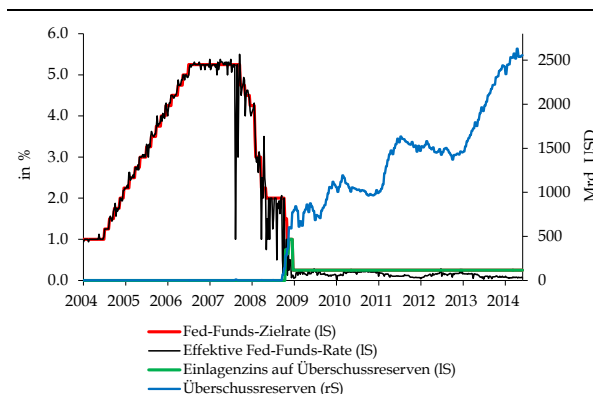
Die Leitzinssteuerung der Fed zielt auf die sogenannte Fed-Funds-Rate ab, den Zins, den sich die Banken gegenseitig für die Ausleihung von Zentralbankgeld zahlen. Diesen Zins kann die Fed aber gar nicht direkt festlegen. Vielmehr ergibt er sich aus dem Wechselspiel von Angebot und Nachfrage am Markt für Zentralbankgeld.¹ Deshalb muss genau genommen zwischen zwei Fed-Funds-Rates unterschieden werden: der Fed-Funds-Zielrate, die das angestrebte Niveau der

Notenbank widerspiegelt, und der effektiven Fed-Funds-Rate, die sich am Markt bildet.

Will die Notenbank die geldpolitischen Rahmenbedingungen straffen, ist folglich die Anhebung ihres Zielwertes für die Fed-Funds-Rate lediglich ein wichtiges Signal. Zusätzlich muss sie über Offenmarktgeschäfte das Angebot an im Bankensystem umlaufenden Zentralbankreserven reduzieren, bis die effektive Fed-Funds-Rate auf das Zielniveau angestiegen ist.

Seit die Fed jedoch im Jahr 2008 damit begonnen hat, ihre Notenbankbilanz durch die verschiedenen QE-Massnahmen auszuweiten, ist parallel dazu der Umfang der Überschussreserven massiv angestiegen – von knapp 20 Mrd. USD vor der Finanzkrise auf inzwischen mehr als 2.500 Mrd. USD (vgl. Abb. 2). Um unter diesen Voraussetzungen die Überschussreserven so weit zu verknappen, dass die effektive Fed-Funds-Rate tatsächlich ansteigt, müsste die Notenbank klassische Offenmarktgeschäfte in nie dagewesenem Umfang tätigen. Bei der geringen Zahl von nur 22 Banken, die für solche Operationen als Gegenpartei zur Verfügung stehen (die sogenannten *Primary Dealer*), wäre dies ein wenig vielversprechendes Vorhaben.

Abb. 2: Massiver Anstieg der Überschussreserven erschwert der Fed die Steuerung der Kurzfristzinsen



Quellen: Federal Reserve Board, BANTLEON

Der neu geschaffene Einlagenzins reicht zur Geldmarktsteuerung nicht aus

Wohlwissend, dass dieses Problem eines Tages auftreten würde, hat der US-Kongress bereits im Herbst 2008 die Notenbank ermächtigt, Zinsen auf die Überschussreserven der Geschäftsbanken zahlen zu dürfen (*Interest on Excess Reserve Rate*,

¹ Im Unterschied zur Fed stellt bei der EZB der Hauptrefinanzierungssatz den Leitzins dar (der Zins, zu dem sich die Geschäftsbanken bei der EZB Zentralbankgeld besorgen), den die EZB direkt festlegen kann.

IOER, vgl. Abb. 2).² Dadurch sollte die Fed eine Untergrenze beim Zinssatz für Zentralbankgeld einziehen können. Schliesslich würden die Banken keinen Anreiz haben, sich Geld untereinander zu einem geringeren Zinssatz zu leihen, wenn sie bei der Notenbank einen höheren Ertrag erzielen könnten.

Unterlaufen wird dieser Wirkungsmechanismus indes von den staatlichen Hypothekenfinanzierern (u.a. *Freddie Mac* und *Fannie Mae*). Diese verfügen als einzige Nichtbanken ebenfalls über Konten bei der Zentralbank. Gleichzeitig ist es ihnen aber per Gesetz verboten, Zinsen auf die bei der Fed hinterlegten Gelder zu beziehen – für sie besteht also ein Anreiz, Zentralbankgeld auch zu Zinsen unterhalb der IOER zu verleihen. Entsprechend bewegt sich die effektive Fed-Funds-Rate seit Einführung des Einlagenzinses regelmässig unterhalb des Fed-Funds-Zielsatzes – zuletzt sackte sie auf 0,06% ab (vgl. Abb. 2).

Um trotz der Flut an Überschussliquidität die Leitzinsen anheben zu können, hat die US-Notenbank daher zwei spezielle Instrumente geschaffen. Zum einen die *Term Deposit Facility* und zum anderen die *Reverse Repo Facility*.

Termineinlagen und Reverse Repos

Bei der *Term Deposit Facility* bietet die Fed den Geschäftsbanken die Möglichkeit, ihre Überschussreserven in Termineinlagen zu tauschen, wodurch sich die überschüssige Liquidität im Interbankenmarkt verringern würde. Teilnahmeberechtigt sind indes nur die Geschäftsbanken und nicht die staatlichen Hypothekenfinanzierer. Um diese (und auch andere Institutionen wie Geldmarktfonds) mit ins Boot zu holen, kann die Fed auf *Reverse Repos* zurückgreifen. Hierzu verkauft die Fed Wertpapiere aus ihrem Bestand quasi auf Zeit – der Rückkauf zu einem höheren Preis zu einem späteren Zeitpunkt (einen Tag oder auch länger) wird bereits beim Verkauf festgelegt. Seit dem Herbst 2013 testet die Fed die *Reverse Repo Facility*. Die Zahl der Institute, die als Gegenpartei in Frage kommen, beläuft sich dabei auf 140³. Das dadurch absorbierte Volumen ist inzwischen auf über 200 Mrd. USD angewachsen – der Zinssatz

lag zuletzt bei 0,05%.

Fazit: Die Fed ist gut gerüstet

Alles in allem sehen wir die Fed als gut gerüstet an, um eines Tages die Leitzinsen trotz der umfangreichen Überschussreserven anzuheben. Eine Reduktion der Notenbankbilanz als Begleitmassnahme von Leitzinsanhebungen ist damit nicht nötig. Folglich sollten sich die Währungshüter wie geplant auf die Leitzinsen als zentrales Steuerungsinstrument der Geldpolitik fokussieren können. Dem Zinssatz der *Reverse Repo Facility* dürfte dabei eine besondere Bedeutung zukommen.

Wir gehen davon aus, dass die Fed in den kommenden Monaten – je näher das Ende von QE 3 rückt – ihre Exit-Strategie deutlicher kommunizieren wird. Dabei dürfte sie jedoch immer voranstellen, dass die tatsächliche Umsetzung des Exits entscheidend von der weiteren Entwicklung der Konjunktur- und Inflationsdaten abhängt. Die Währungshüter werden alles daran setzen, eine Wiederholung der Kommunikationsprobleme im Nachgang der ersten »Tapering«-Andeutungen im Frühjahr vergangenen Jahres zu verhindern.

Gleichwohl – wenn anhaltend robuste Wirtschaftsdaten Anfang 2015 ein aktives Zurückfahren der expansiven Geldpolitik später im Jahr wahrscheinlich machen, wird auch alle Vorsicht bei der Fed-Kommunikation einen Anstieg der Treasuryrenditen nicht verhindern können. Wir rechnen mit der ersten Anhebung der Fed-Funds-Zielrate nach wie vor im 3. Quartal 2015.

² Der EZB ist diese Möglichkeit bereits bei ihrer Gründung zugestanden worden (Depositrate).

³ 22 *Primary Dealer*, 18 Banken, 6 staatliche Hypothekenfinanzierer, 94 Geldmarktfonds

Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.