

# Die Rückabwicklung des Fed-Experiments - Eine kurze Erklärung

02.10.2017 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

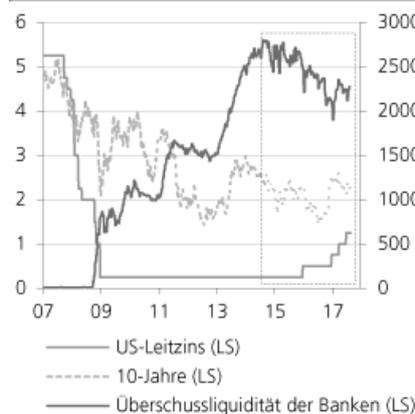
Die US-Notenbank (Fed) wird ihr wichtigstes Instrument - das "Sicherheitsnetz", das sie unter den Finanzmärkten aufgespannt hat - wohl nicht einziehen. Damit bleibt eine Normalisierung der Geldpolitik bis auf Weiteres ein Trugschluss.

Ab Oktober 2017 beginnt die US-Zentralbank (Fed), die Wertpapiere in ihrer Bilanz, die sie im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise gekauft hat, zu reduzieren; das ist der "Fed-Plan". Dazu wird die Zentralbank die Zins- und Tilgungszahlungen, die sie von den Schuldern der Wertpapiere erhält, nicht mehr reinvestieren - und die Folge ist ein Schrumpfen der Fed-Bilanz in den kommenden Jahren.

Bislang haben die Finanzmärkte auf die bevorstehende Rückführung der Wertpapierkäufe recht entspannt reagiert: Die US-amerikanischen Langfristzinsen befinden sich nach wie vor auf einem relativ niedrigen Niveau. Sie spiegeln damit weder die Erwartung eines sich bald "normalisierenden" Zinsumfeldes wieder, noch signalisieren sie die Sorge vor wiederkehrenden Problemen, die die Rückabwicklung des Fed-Experimentes verursachen könnte.

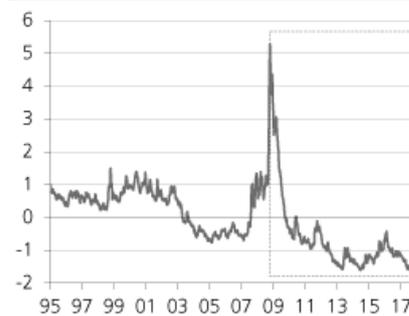
## 1 Dollar-Liquidität schrumpft, Kapitalmarktzinsen sind dennoch niedrig

US-Zinsen in Prozent und Überschussreserven der US-Banken (Mrd. US-Dollar)



## 2 „Finanzmarkt-Stress“ auf Rekordtief seit Mitte der 1990er Jahre

Finanzmarkt-Stress-Index der Federal Reserve Bank of St. Louis<sup>(1)</sup>



## 3 Geplante Schrumpfkur der Fed-Bilanzsumme

Bilanzsumme der US-Zentralbank (Fed) in Mrd. US-Dollar

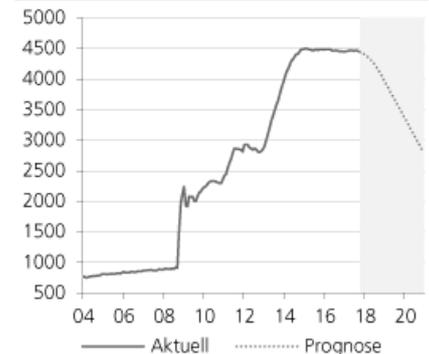


Abbildung links: Quelle: Thomson Financial

Abbildung Mitte: Quelle: Thomson Financial. (1) Steigt (fällt) die Linie, so steigt (fällt) der Stress in den Finanzmärkten

Abbildung rechts: Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

## Konsequenzen

Die aktuelle Sorglosigkeit der Finanzmarktakteure ist zunächst einmal erstaunlich. Zwar ist der Rückbau der Fed-Bilanz rein technisch gesehen eine recht einfache Sache. Er hat jedoch eine Reihe von bedeutsamen Konsequenzen. Zu denken wäre dabei zum Beispiel an das Folgende: (1) Zinsauftrieb, (2) konjunkturelle Bremswirkung, (3) Verschlechterung der Kreditqualität und (4) steigende Krisenanfälligkeit des Finanzsystems.

Zu Punkt (1): Fährt die Fed ihre Nachfrage nach Wertpapieren zurück (indem sie fällige Anleihen nicht mehr durch Käufe neuer Anleihen ersetzt), fallen die Wertpapierkurse und entsprechend steigen die Renditen (und zwar im Vergleich zu einer Situation, in der die Fed ihre Wertpapiernachfrage beibehält).

Zu Punkt (2): Steigen die Kapitalmarktzinsen (weil die rückläufige Wertpapiernachfrage der Fed nicht nur durch andere Investoren aufgefangen wird), wird die US-Konjunktur abgebremst - und das wiederum dürfte auch andere Volkswirtschaften der Welt belasten. Steigende Zinsen verringern den Konsum auf Pump und

entmutigen das Ingangsetzen von neuen Investitionsprojekten.

Zu Punkt (3): Wenn die Kreditkosten steigen und die Konjunkturkräfte sich abschwächen, verschlechtert sich die Kreditqualität. Es wird schwieriger für Kreditnehmer, ihren Schuldendienst zu leisten. Das Risiko von Kreditausfällen steigt, und damit nehmen die Abwärtsrisiken für das Wirtschaftsgeschehen zu.

Zu Punkt (4): Gerät die Wirtschaft aufgrund von steigenden Zinsen in Probleme, wird auch der Banken- und Finanzsektor in Mitleidenschaft gezogen - und kann dadurch die Probleme in der Realwirtschaft noch zusätzlich verstärken.

Kurzum: Wenn der Fed-Plan zu steigenden Zinsen führen sollte, könnte das Konjunkturgebäude, das in Zeiten niedriger Zinsen aufgebaut wurde, einstürzen. Und das würde nicht nur die Vereinigten Staaten von Amerika treffen, sondern es würde vermutlich auch negative Rückwirkungen auf die gesamte Weltkonjunktur haben.

Die entscheidende Frage ist daher: Bedeutet der Fed-Plan wirklich den Ausstieg aus der Politik der extrem niedrigen Zinsen? Ist mit einer Rückkehr zu "normalen Zinsen" zu rechnen - mit den oben skizzierten Nega-tiveffekten? Vermutlich nicht. Das zeigt sich, wenn man den geplanten Rückbau der Fed-Bilanz genauer betrachtet.

### Liquiditätsentzug

Der Abbau der Wertpapierbestände wird nur sehr langsam vonstattengehen. Die Deckelung für das Reinvestieren der fälligen Anleihebeträge ist zunächst sehr niedrig, steigt nur nach und nach an und erreicht im Oktober 2018 einen Höchstwert von 50 Mrd. US-Dollar pro Monat. Dadurch wird die Fed-Bilanz von derzeit 4,5 Billionen US-Dollar bis Ende 2020 auf etwa 2,8 Billionen US-Dollar abgeschmolzen. Der unmittelbare Zinsaufwärtsdruck ist damit als recht gering einzustufen.

Allerdings verringert die Fed durch den Abbau ihres Wertpapierbestandes die US-Geldmengen: die Basisgeldmenge und die Geschäftsbankengeldmenge (siehe hierzu die nachstehende Box). Schrumpft die Geldmenge, übt das einen Abwärtsdruck auf die Güterpreise aus - und kann die Konjunktur, die durch einen fortwährenden Zufluss von neuer Liquidität angetrieben wird, ins Wanken bringen oder gar zusammenbrechen lassen.

#### Was passiert, wenn die Fed ihre Bilanz schrumpft

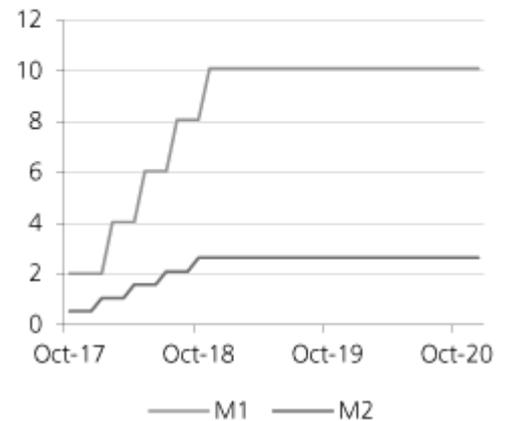
Aktiva	Fed		Passiva
Wertpapiere	500	Basisgeld	100
	-100		-100
Aktiva	Geschäftsbanken		Passiva
Basisgeld	100	Sichteinlagen	+1000
	-100		-100
Aktiva	Schuldner		Passiva
		Verbindlichkeiten	500
			-100

*Wenn die Schuldner ihren Schuldendienst an die Fed leisten, schrumpfen sowohl die Basisgeldmenge als auch die Geschäftsbankengeldmenge (M1 bzw. M2). Würde beispielsweise der Staat 100 Geldeinheiten seiner Schuld in Höhe von, sagen wir, 500 zurückzahlen, und hält die Fed seine Anleihe, so schrumpfen Basisgeldmenge und die Geschäftsbankengeldmenge in Höhe von 100.*

*Derzeit beträgt die Geldmenge M1 3,6 Billionen US-Dollar, die Geldmenge M2 13,7 Billionen US-Dollar. Bei einem geplanten Abbau der Fed-Bilanz in Höhe von 1,7 Billionen US-Dollar von Oktober 2017 bis Ende 2020 ist der Liquiditätsabzug beträchtlich (siehe hierzu Abb. 4). Doch durch den "Beistand", den die Fed dem Banken- und Finanzsystem gibt, wird der Fed-Plan vermutlich letztlich ohne große Probleme oder Verwerfungen abgewickelt werden können.*

#### 4 Das Schrumpfen der Fed-Bilanz bremst das Geldmengenwachstum

Abbremsung der Jahreswachstumsrate der Geldmengen in Prozentpunkten<sup>(1)</sup>



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. (1) Die Grafik zeigt, um wieviel Prozentpunkte das Geldmengenwachstum pro Jahr fällt, wenn die Fed wie geplant ihre Bilanz schrumpft. Annahme: M1 und M2 bleiben konstant bei ihrem Wert vom August 2017.

Wenn die Fed ihren Plan in die Tat umsetzt, werden zunächst kleine und dann immer größere Anleihebeträge fällig, die von der Fed nicht mehr reinvestiert werden; bis Oktober werden es 50 Mrd. US-Dollar pro Monat sein. Reinvestiert die Fed nicht mehr in die Staatsanleihen, schrumpfen Basis- und Geschäftsbankengeldmenge (M1 beziehungsweise M2). Bleibt die Reinvestition in Hypothekenanleihen aus, schrumpft nur die Basisgeldmenge. Bezogen auf M1 und M2 wird der Fed-Plan ab Oktober 2017 das jährliche M1-Wachstum um schätzungsweise 10,1 Prozent, das der M2-Geldmenge um knapp 2,6 Prozent verringern. Könnte das zu einem Problem führen?

Nicht notwendigerweise. Es wird vielmehr darauf ankommen, dass (1) die Schuldner der fällig werdenden Anleihen (also vor allem die US-Regierung und die privaten Hypothekenschuldner) in der Lage sein werden, neue Kredite von US-Banken zu erhalten. Und dass (2) die Fed den US-Banken bei Bedarf über reguläre Offenmarktgeschäfte neues Basisgeld zu niedrigen Zinsen bereitstellt. Unter diesen beiden Bedingungen wird der Liquiditätsabfluss aus dem Bankensystem, für den der Fed-Plan sorgt, kompensiert.

Mit anderen Worten: Die Fed zieht sich aus der Kreditvergabe zurück, und der US-Bankensektor springt in die Bresche. Die Kreditmärkte müssen allerdings aufnahmefähig bleiben. Vor allem ist das Engagement der Banken erforderlich, denn nur ihre Kreditvergabe (oder Anleiheaufkauf) erhöht die Geldmenge.

Damit es nicht zu einer ungewollten Kredit- und Geldmengenverknappung kommt ("Credit Crunch"), muss folglich die aus dem Bankenapparat abgezogene Liquidität wieder ersetzt werden. Das geschieht quasi automatisch, wenn der US-amerikanische Bankenapparat willens und in der Lage ist, fällige Kredite an die US-Regierung und die Hypothekenbanken (die die Fed fortan nicht mehr gewährt) durch neue zu ersetzen.

Der Rückbau der Fed-Bilanz läuft letztlich darauf hinaus, dass die US-Notenbank sich aus dem Kreditvergabegeschäft zurückzieht, und die US-Geschäftsbanken die dadurch entstehende Angebotslücke im Kreditmarkt schließen. Die Wahrscheinlichkeit, dass dies ohne Erschütterungen ablaufen kann, ist recht hoch. Dafür wird die Fed schon sorgen.

#### Sicherheitsnetz

Die Fed hat nämlich de facto ein "Sicherheitsnetz" unter der US-Wirtschaft und den Finanzmärkten aufgespannt - hat quasi eine Versicherung ("Zentralbank-Put") gegen Konjunkturinbruch und den Verfall der Finanzmarktpreise ausgesprochen. Das dürfte die Erwartungshaltung auf den Finanzmärkten entscheidend prägen - beflügelt zudem von der Erfahrung der letzten Dekade.

Die geldpolitischen Manöver im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 haben den Finanzmarktakteuren unmissverständlich zu verstehen gegeben, dass die Fed nicht nur die Konjunktur, sondern auch die Finanzmärkte vor einem Einbrechen bewahren will. Das ermutigt jetzt Investoren, Risiken einzugehen, die sie ohne das Sicherheitsnetz der Fed nicht eingehen würden.

Die Fed kann daher die Leitzinsen (leicht) anheben und die Überschussliquidität im Bankenapparat reduzieren, ohne das Wirtschafts- und Finanzmarktgeschehen durcheinander zu bringen: Solange die Investoren zuversichtlich sind, dass die Fed, sollte sich die Lage plötzlich eintrüben, wieder zu ihrer "Rettungspolitik" greift, bleibt ihre Risiko- und Investitionsfreude erhalten, selbst wenn jetzt die Fed ihr großes Experiment rückabzuwickeln scheint. (\*)

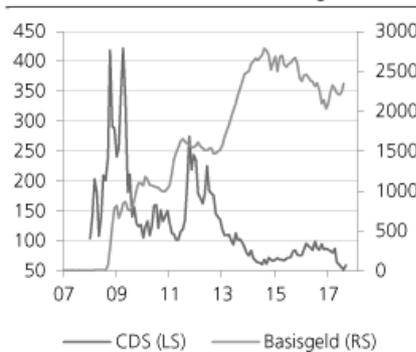
**5 Aktienkurse steigen weiter, obwohl die Basisgeldmenge bereits fällt**

S&P 500 und Überschussliquidität der US-Banken (US-Dollar)



**6 Kreditausfallsorgen sind vertrieben – dank der Markteingriffe durch die Fed**

Liquidität der US-Banken (US-Dollar) und Preis der Kreditausfallversicherung<sup>(1)</sup>



**7 Goldpreis steigt seit 2014 wieder, trotz erhöhter US-Leitzinsen**

Ausgewählte US-Zinsen in Prozent und Goldpreis (USD/oz)<sup>(1)</sup>

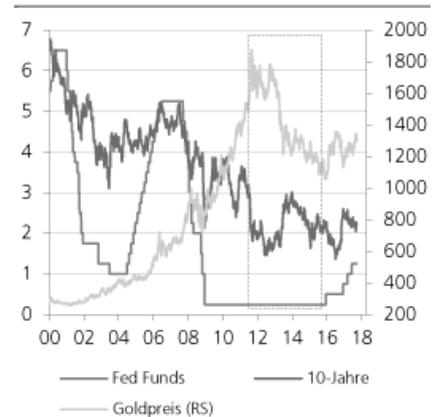


Abbildung links: Quelle: Thomson Financial

Abbildung Mitte: Quelle: Thomson Financial. (1) Credit Default Swap Spread in Basispunkten für 5-jährige Bankschuldverschreibungen

Abbildung rechts: Quelle: Thomson Financial

**Die Währung Gold**

Solange das Sicherheitsnetz aufgespannt bleibt - und danach sieht es aus -, ist daher auch an eine Normalisierung der Preisbildung auf den Finanzmärkten nicht zu denken. Die Märkte rechnen vermutlich damit, dass die US-Geldpolitik die Wirtschaft und die Finanzmärkte weiter monetär antreiben wird. Die Folgen sind absehbar: Früher oder später wird es erneute Erschütterungen in der internationalen Kredit- und Geldarchitektur geben.

Die Reaktion auf eine erneute Krise ist absehbar: Die Zentralbanken werden rasch zur extrem expansiven Geldpolitik - Null- oder Negativzins, Anleihekäufe und Geldmengenvermehrung - zurückkehren. Denn Kredit- und Zahlungsausfälle aufgrund von Finanzmarkterschütterungen werden politisch weit mehr gefürchtet als die Folgen, die von einer Flutung der Märkte und des Banksystems mit neuem, aus dem Nichts geschaffenem Geld rühren.

Das Risiko, das daraus für den Anleger erwächst, macht das Halten von Gold vernünftig: als Währung und als Versicherung gegen die Widrigkeiten des ungedeckten Papiergeldsystems. Als Teil der liquiden Mittel ist Gold ein "natürlicher" Konkurrent zu US-Dollar, Euro und anderen ungedeckten Währungen. Zudem dient Gold als Schutz: Es kann weder durch die Geldpolitik entwertet werden, noch trägt es (wie Bankeinlagen) ein Zahlungsausfallrisiko.

(\*) Siehe hierzu auch die Veröffentlichung "The Fed Remains on Course - to Trouble", 26. Juli 2017, veröffentlicht beim Ludwig von Mises Institut, Auburn, US Alabama.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Quelle: Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](http://www.degussa.com)

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/348311--Die-Rueckabwicklung-des-Fed-Experiments---Eine-kurze-Erklaerung.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

---

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!  
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2024. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).