



#10 **Quantitative Tightening in vollem Gange**

Dr. Jens Bies

Guten Tag!

Es sind aktuell unbestreitbar harte Zeiten für Geldpolitiker. Ende 2008 / Anfang 2009 war die Aufgabe zwar nicht einfach, aber zumindest klar umrissen. Es musste alles Notwendige getan werden, um die rezessiven Tendenzen in den Volkswirtschaften abzumildern bzw. den Kollaps des Finanzsystems zu verhindern. Mit anderen Worten, man senke die Zinsen soweit wie möglich und flute den Kapitalmarkt mit Liquidität, so dass genügend Mittel für Investments in risikoreiche Anlagen zur Verfügung stehen. In 2015 stellt sich die Situation jedoch anders dar. Die wirtschaftliche Erholung hat sowohl in den USA als auch in Großbritannien stattgefunden, viele ökonomische Indikatoren sind wieder auf Vorkrisenniveaus, lediglich deutliche inflationäre Tendenzen sind aufgrund fallender Rohstoffpreise und dem Strukturwandel der chinesischen Wirtschaft nicht zu erkennen (siehe dazu auch Kolumne #8 des August Newsletters). Trotzdem verschieben die Zentralbanker die notwendigen Maßnahmen immer wieder nach hinten. So hat die U.S. Notenbank Federal Reserve (Fed) die Zinsen im September abermals unverändert belassen. Als konkrete Begründung hat die Fed auf die Probleme in China und den Emerging Markets verwiesen sowie deren Auswirkungen auf das weltwirtschaftliche Wachstum. Der Markt fragt sich nun vermehrt, ob die Entscheidung nichts zu tun schlimmer ist, als eine Zinserhöhung und/oder einen moderaten Zinserhöhungszyklus anzustreben. Fakt ist, dass die Kapitalmärkte wieder deutlich unsicherer bezüglich zukünftiger Maßnahmen der Fed sind. Viele bezweifeln sogar, dass die amerikanische Notenbank 2015 überhaupt noch die Zinsen erhöht. Durch ihre Inaktivität hat die Fed weitere Unsicherheit geschürt und dem Markt das Gefühl vermittelt, man fürchte sich vor den Auswirkungen der notwendigen Maßnahmen. Die Reaktion der risikoreichen Anlagen hat dies ganz deutlich bestätigt. Im Gegensatz zu früher, wo ein Verschieben von strafferer Geldpolitik zu positiven Reaktionen bei risikobehafteten Anlagen, wie z.B. Aktien, geführt hätte, überwiegen nun Misstrauen bzgl. einer konstruktiven, vorhandenen Zentralbankstrategie. Hohe Volatilitäten sind unweigerlich die Folge einer solchen Politik. Von daher bleibt zu hoffen, dass die Fed, aber auch die Bank of England (BoE), die sich seit der in 2009 gestarteten wirtschaftlichen Erholung mit einem ähnlichen Datenkranz beschäftigt, sehr bald eine valide Strategie veröffentlichen, um den Normalisierungsprozess ihrer Geldpolitik einzuleiten.

Im Zuge dieses Normalisierungsprozesses werden seitens der Fed nicht nur die Zinsen erhöht, sondern mittelfristig sollen auch die Kupons und Tilgungen aus den Anleihekäufen des Quantitative Easing (QE) Prozesses nicht wieder reinvestiert werden. Dies führt zu einer deutlich reduzierten Nachfrage im U.S. Staatsanleihenmarkt, da die U.S. Notenbank nach den Ankaufsprogrammen der letzten Jahre mittlerweile der größte Halter dieser Wertpapiere

geworden ist. Diese Tatsache ist jedoch nicht die größte Sorge der U.S. Notenbank. Viel entscheidender ist die Entwicklung der globalen Reserven auf die Liquiditätssituation der Finanzmärkte. Diese sind seit Monaten rückläufig und vermindern den liquiditätsinduzierenden Effekt der Ankaufsprogramme, die immer noch von vielen Zentralbanken dieser Welt, allen voran der EZB und der Bank of Japan (BoJ), bei denen die Fundamentaldaten deutlich schlechter aussehen, als in den USA oder in UK, ausgeübt wird. Dieser Anti QE-Effekt wird auch als Quantitative Tightening (QT) bezeichnet.¹ Doch was ist QT genau, welche Auswirkungen hat dies auf die globalen Finanzmärkte und wie kann dieser Prozess gestoppt werden? Diesen Fragestellungen möchte ich in dieser Kolumne nachgehen.

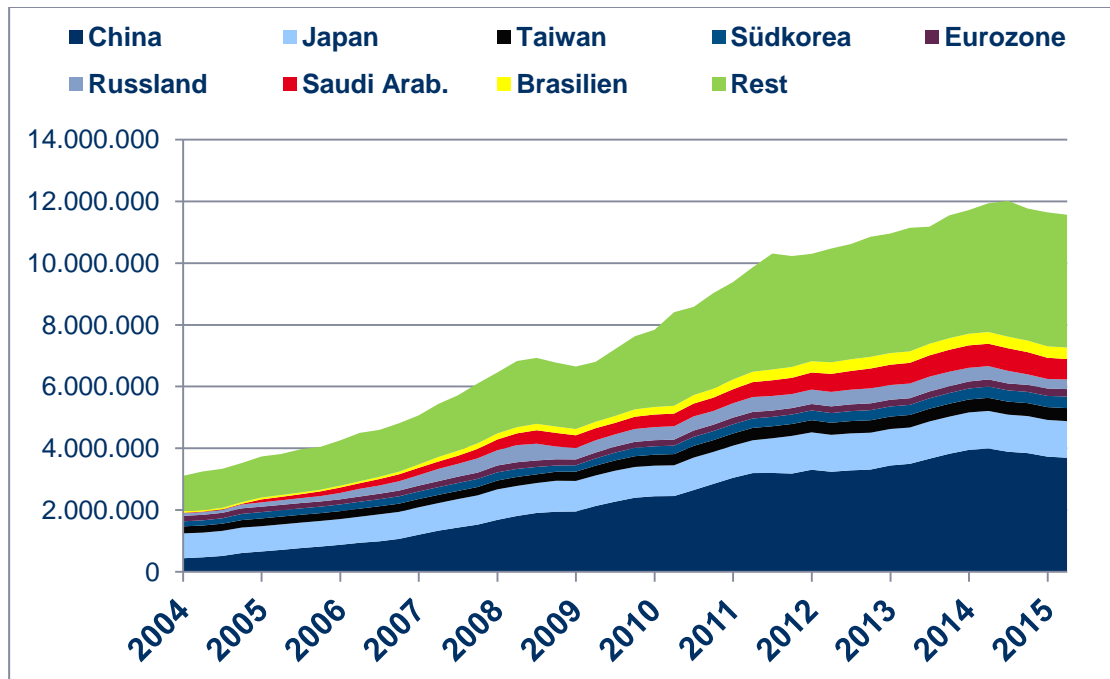
Viele Zentralbanken, allen voran China, haben im letzten Jahrzehnt enorme Mengen an Währungsreserven angehäuft. Diese riesige Anhäufung („Great Accumulation“) wurde unternommen, um v.a. Schwellenländer vor den Erfahrungen zu schützen, die sie speziell in der Asienkrise 1997-98 gemacht hatten. In diesen Zeiten fehlte offenbar „Munition“, um die eigene, stark fallende Währung durch Marktintervention zu stützen. Zudem dienten die in der Folgezeit angehäuften Währungsreserven auch als generelles Steuerungsinstrument der eigenen Währung. Speziell vor dem Hintergrund, dass man eine zu starke Aufwertung gegen den Greenback, wie der USD auch genannt wird, verhindern wollte. Dies erschien wichtig, da der Greenback während der QE-Programme der Fed deutlich abgewertet wurde und gerade Emerging Markets-Währungen, trotz Eingriffen, eine signifikante Aufwertung gegen die amerikanische Währung verzeichnet. Vor 2008 wurden Reserven im Wesentlichen aufgrund von Leistungsbilanzüberschüssen aufgebaut. Das änderte sich seitdem die QE-Programme ins Leben gerufen wurden. Aufgrund der zusätzlichen Liquidität strömte seit 2009, speziell aus den USA und Europa, viel Kapital in die Schwellenländer. Diese Kapitalüberschüsse, die in der Form von Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen und Krediten vorliegen können, erklären seitdem einen zunehmenden Anteil der Veränderung der Währungsreserven. Zusammenfassend lässt sich also sagen, dass Reserven im Wesentlichen aus zwei Gründen aufgebaut bzw. gehalten werden. Zum einen aus unternehmerischen Gründen, indem die Sparaufkommen einer Volkswirtschaft durch gezielte Investmententscheidungen optimiert werden. Die Anlage dieser Reserven geschieht i.d.R. durch Staatsfonds. Lediglich China gilt als große Ausnahme, wo die Reserven staatlich durch eine Agency und die chinesische Zentralbank verwaltet werden. Zum anderen dient die Reservehaltung als Vorsichtsmaßnahme, um exzessive Währungsvolatilitäten und/oder Kapitalflucht abzumildern. Gefährlich ist in diesem Zusammenhang immer, wenn ausländische Verbindlichkeiten (Liabilities) eine kürzere Laufzeit als die dagegen stehenden Forderungen (Assets) haben. Dann droht ein sog. Asset-Liability Mismatch, der bei ungünstigen Marktbewegungen Zahlungsschwierigkeiten einer Volkswirtschaft hervorrufen kann.

In den letzten 10 Jahren akkumulierten die Zentralbanken im Schnitt knapp 850 Mrd. USD pro Jahr. Speziell Volkswirtschaften aus aufstrebenden Ländern, die seit 2004 aufgrund der Rohstoffhausse und/oder den Exportüberschüssen deutliche Zahlungsbilanzüberschüsse generiert haben, waren an dieser Anhäufung überproportional beteiligt. Die meisten Reserven wurden von den Chinesen, die mehr als 3,5 Billionen USD besitzen, den Japanern, Saudi Arabien und Schwellenländern in Asien angehäuft (siehe Diagramm 1). Obwohl viele Zentralbanken Reserven angehäuft haben, ist die Verteilung sehr ungleich. China, Japan und Saudi Arabien besitzen mehr als 50% der globalen Währungsreserven. 75% der Reserven werden von 11 Ländern gehalten. Darüber hinaus werden

¹ Dieser Begriff wurde erstmals vom Research der Deutschen Bank geprägt.

schätzungsweise ca. zwei Drittel der weltweiten Reserven in USD gehalten.² Nur ca. ein Fünftel sind EUR-denominiert. Der Status des USD als Weltreservewährung liegt natürlich auch darin begründet, dass viele Rohstoffe in USD notiert sind und zahlreiche Währungen immer noch komplett oder teilweise an die Entwicklung des USD gekoppelt sind.

Diagramm 1: Entwicklung weltweiter Währungsreserven seit 2004 (Mio. USD)



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 30.09.2015

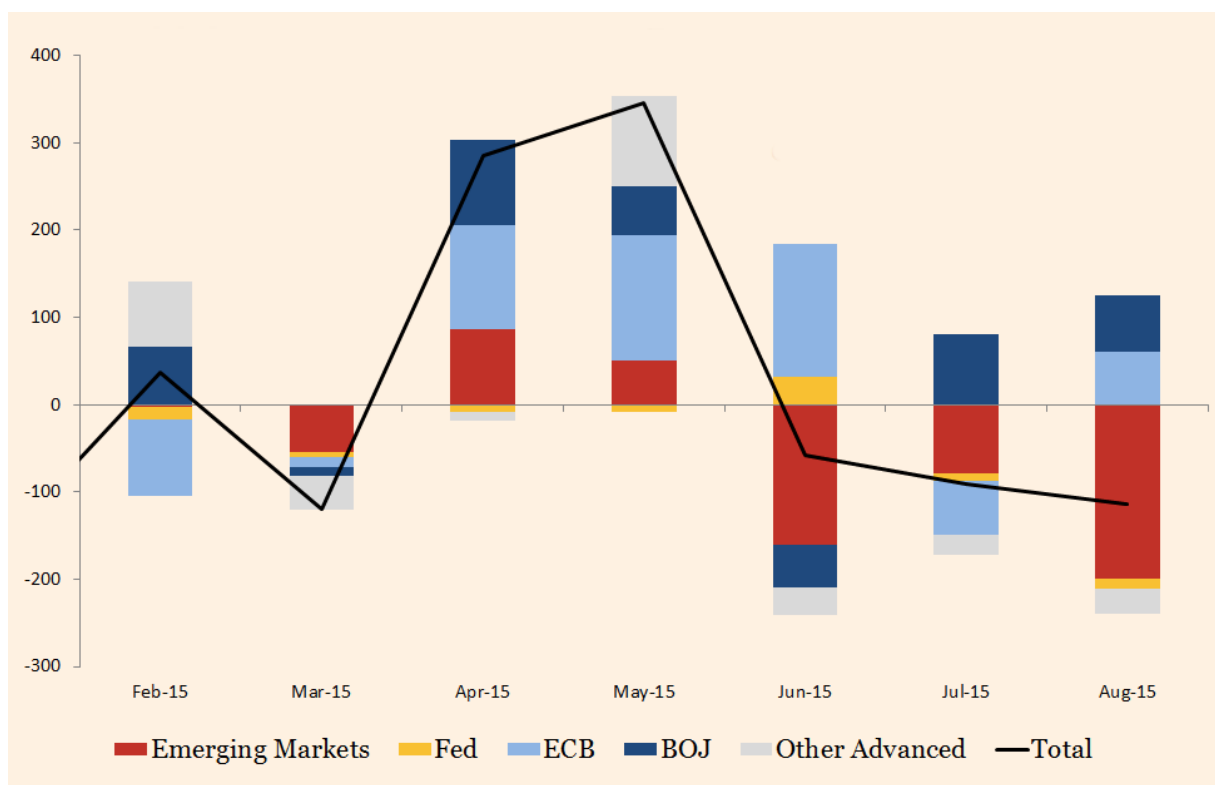
Seit Mitte 2014, als die globalen Reserven knapp 12 Billionen USD erreicht hatten, scheint die Anhäufung nicht nur gestoppt, sondern auch rückläufig zu sein. Die Tatsache, dass in den letzten Monaten viele Schwellenländer mit Kapitalflucht zu kämpfen hatten, führte in der Konsequenz zu einer Liquidation eines Teil ihrer Reservebestände, um die eigene Währung zu stützen. Ursache für diese Kapitalflucht sind das Ende des Superzyklus bei Rohstoffen, das generelle Anzweifeln des Wachstumsmodells bei Schwellenländern und deren Beitrag zum weltwirtschaftlichen Wachstum und die strukturellen Probleme sowie der Transformationsprozess der Chinesen von einer export- zu einer konsumorientierten Volkswirtschaft. Darüber hinaus hat der Ölpreisverfall dafür gesorgt, dass viele ölexportierenden Länder (u.a. Saudi Arabien) ihre Gewinne nicht mehr in USD anlegen mussten, um den Aufwertungsdruck ihrer Währung entgegenzuwirken (sog. Petrodollars). Ein weiterer, wichtiger Grund für den Rückgang der globalen Reservebestände waren aber auch Bewertungseffekte, da der USD seit der Ankündigung des Taperings der Fed massiv angestiegen ist. So werden Zentralbanken gezwungen, USD-Bestände gegen Fremdwährungsbestände zu liquidieren, um den Währungsmix des Gesamtportfolios beizubehalten.

Diese Probleme und die damit verbundenen, notwendig gewordenen Eingriffe der Zentralbanken in den Emerging Markets führte sogar dazu, dass seit Ende Juni bei den

² Schätzungsweise deshalb, weil nur gut 50% der Reservebestände offiziell gemeldet werden. Diese Daten werden in der COFER-Datenbank vom IMF verwaltet. China als größte Reservenhalter meldet seine Bestände im Übrigen nicht an den IMF.

globalen Zentralbankbilanzen ein konstanter monatlicher Rückgang festzustellen ist. Dieser Rückgang, der im Wesentlichen dem Reserveabbau bei den Schwellenländern zu verdanken ist, überkompensiert sogar die noch vorhandenen Ankaufsprogramme der BoJ und der EZB (siehe Diagramm 2). Seit der deutlichen Verschlimmerung der Emerging Markets-Krise seit Sommer 2015 haben die Zentralbankbilanzen um ca. 450 Mrd. USD abgenommen, wovon alleine auf China gut ein Drittel zurückzuführen ist. Im August sind die chinesischen Währungsreserven um 100 Mrd. USD geschrumpft, was einen enormen Liquiditätsentzug für die Finanzmärkte darstellt! So ist es mittlerweile nicht mehr verwunderlich, dass die monatliche Veröffentlichung von Chinas Währungsreserven eine der meist beachteten Makrozahlen geworden ist. Dass dieser Liquiditätsentzug die Finanzmärkte augenscheinlich stark belastet hat, sieht man nicht zuletzt auch an dem deutlichen Abverkauf der Risikomärkte im August. So ist es nicht verwunderlich, dass die Fed in ihrer September-Sitzung die Verschiebung der Leitzinserhöhung auch mit der Eintrübung des globalen Liquiditätsumfelds begründet hat. Eventuell glaubt die Fed sogar, dass das globale QT v.a. durch die Turbulenzen bei den Emerging Markets bereits ein oder zwei Zinsschritte ersetzt haben dürfte.

Diagramm 2: Monatsveränderung der globalen Zentralbankbilanzen (Mrd. USD)

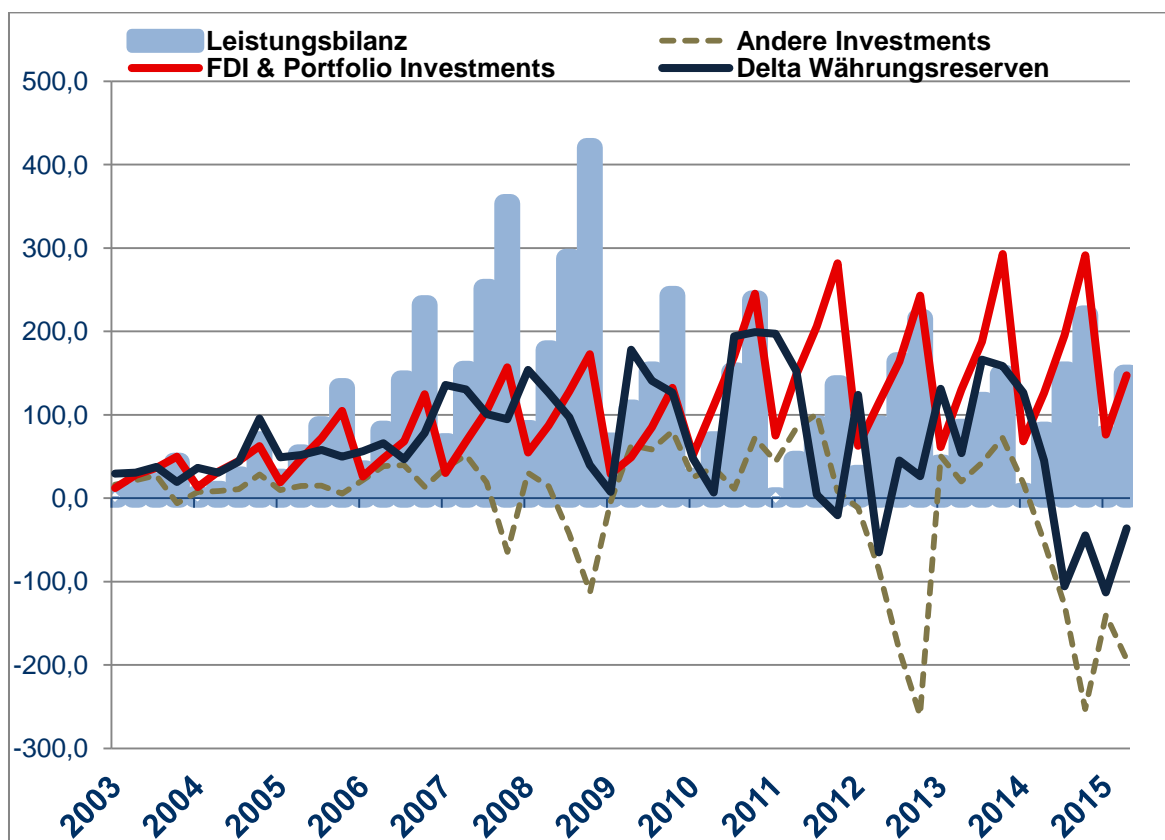


Quellen: IMF, Financial Times; Stand: 31.08.2015

In China haben abnehmende Restriktionen bei Kapitaltransfers kombiniert mit niedrigeren Wachstumserwartungen und sinkenden Renditen für Investitionskapital zu stark zunehmender Kapitalflucht geführt. Erstmals seit 2000 hat China fünf Quartale hintereinander Kapitalflucht erlebt, wobei das jährliche Volumen des Abflusses rekordverdächtig ist. Somit herrscht Abwärtsdruck auf die chinesische Währung und die PBoC versucht mit dem Verkauf von Reserven diesem Abwärtsdruck entgegenzuwirken. Somit wird China aktuell von einem ehemaligen Käufer von Fremdwährung zu einem

Verkäufer von Fremdwährung. Interessanterweise konnte China aber während der Zeit des gestiegenen Reserveabbaus einen Anstieg der Leistungsbilanz verzeichnen. Diese Tatsache ist zumindest nicht mehr untypisch, da seit den QE-Programmen zur Bekämpfung der Auswirkungen der Finanzkrise nicht mehr Leistungsbilanzüberschüsse Veränderungen der Währungsreserven bestimmen, sondern vordergründig Veränderungen der Kapitalbilanz. Haupttreiber sind aber nicht Foreign Direct Investments (FDI) oder Portfolioströme, sondern sog. „Andere Investments“. Diese umfassen Darlehen von Unternehmen, die sich in USD verschuldet haben und im Ausland investiert haben. Gleichzeitig reduzierten ausländische Banken ihr Risiko in chinesischer Währung aufgrund des riskanteren Wachstumsausblicks. Diese Komponente beinhaltet ebenfalls Kapitalströme, wo sog. Carry Trades aufgrund einer erwarteten Währungsabwertung des Renminbi (RMB) reduziert wurden. Da chinesische Unternehmen seit 2009 enorme USD-Verbindlichkeiten aufgebaut haben, könnte der Prozess von weiteren negativen Entwicklungen dieser Bilanzkomponente weitergehen, nämlich in dem Fall, wenn USD-Verbindlichkeiten aufgrund des gestiegenen USD weiter reduziert werden müssten. Wie Diagramm 3 zeigt, ist es sehr wahrscheinlich, dass dann ein Abbau weiterer Reservebestände droht.

Diagramm 3: Entwicklung der chinesischen Leistungs- und Kapitalbilanz seit 2003 (Mrd. USD)

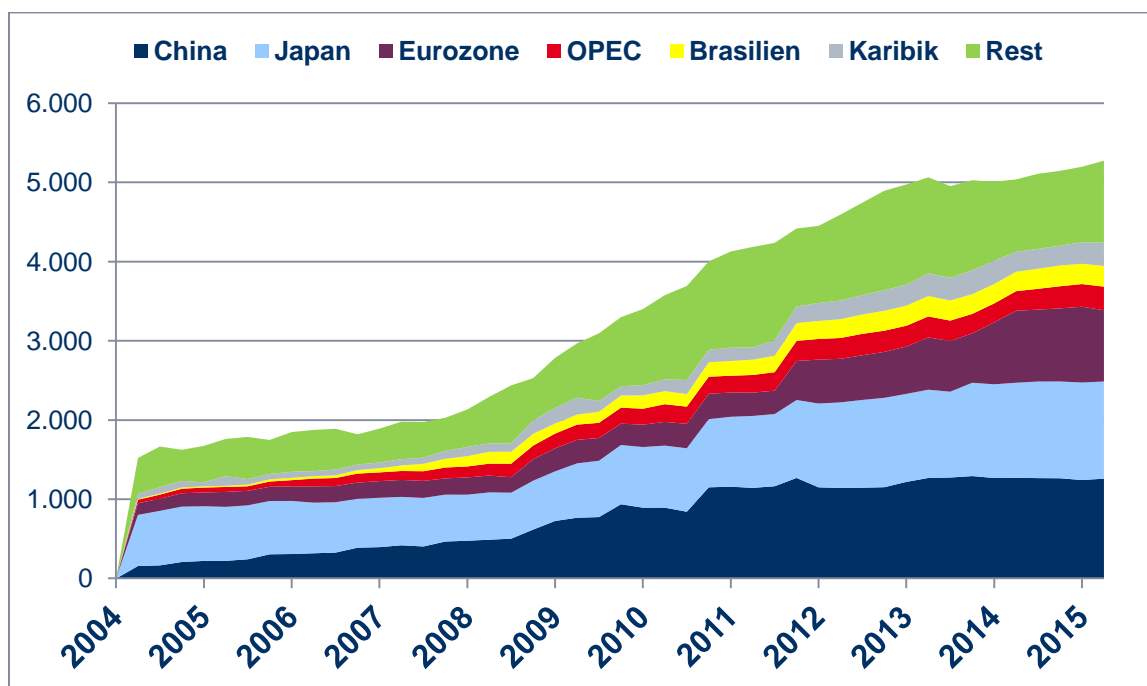


Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 30.06.2015

Bleibt also festzuhalten, dass der Trend eines globalen Reservebeständeabbaus ernst zu nehmen ist und dass es durchaus im Bereich des Möglichen ist, dass dieser Trend anhält, speziell wenn der USD weiter aufwertet, die Kapitalflucht bei Emerging Markets weiter anhält und/oder wenn die Fed weiter an Zinserhöhungen denkt. Für diesen Fall möchte ich noch erörtern, wie die Auswirkungen von weiterem QT für die Kapitalmärkte aussehen könnten?

Viele Marktteilnehmer haben aktuell große Sorge, dass im Zuge dieser strukturellen Änderung die Renditen von U.S. Staatsanleihen aufgrund des Verkaufsdrucks massiv ansteigen werden. Ganz unberechtigt ist die Sorge nicht. Schon allein deshalb, weil China der größte Halter von U.S. Staatsanleihen außerhalb der Vereinigten Staaten ist (siehe Diagramm 4). In den Zeiten nach der Finanzkrise, wo zur Finanzierung des Budget- und Leistungsbilanzdefizits viele Schulden gemacht werden mussten und zu diesem Zweck sehr viele U.S. Staatsanleihen emittiert wurden, durfte das U.S. Treasury dankbar für die weltweit ansteigenden, in USD gehaltenen Währungsreserven gewesen sein, die logischerweise vermehrt in amerikanische Staatsanleihen investiert wurden. Diese Tatsache verhindert, neben anderen Aspekten, einen Anstieg der Treasury-Renditen zu einer Zeit, wo niedrige Langfristzinsen benötigt wurden, um die amerikanische Volkswirtschaft und speziell den Häusermarkt wieder zum Laufen zu bringen.

Diagramm 4: Bestandsentwicklung der U.S. Staatsanleihen seit 2004 (Mrd. USD)

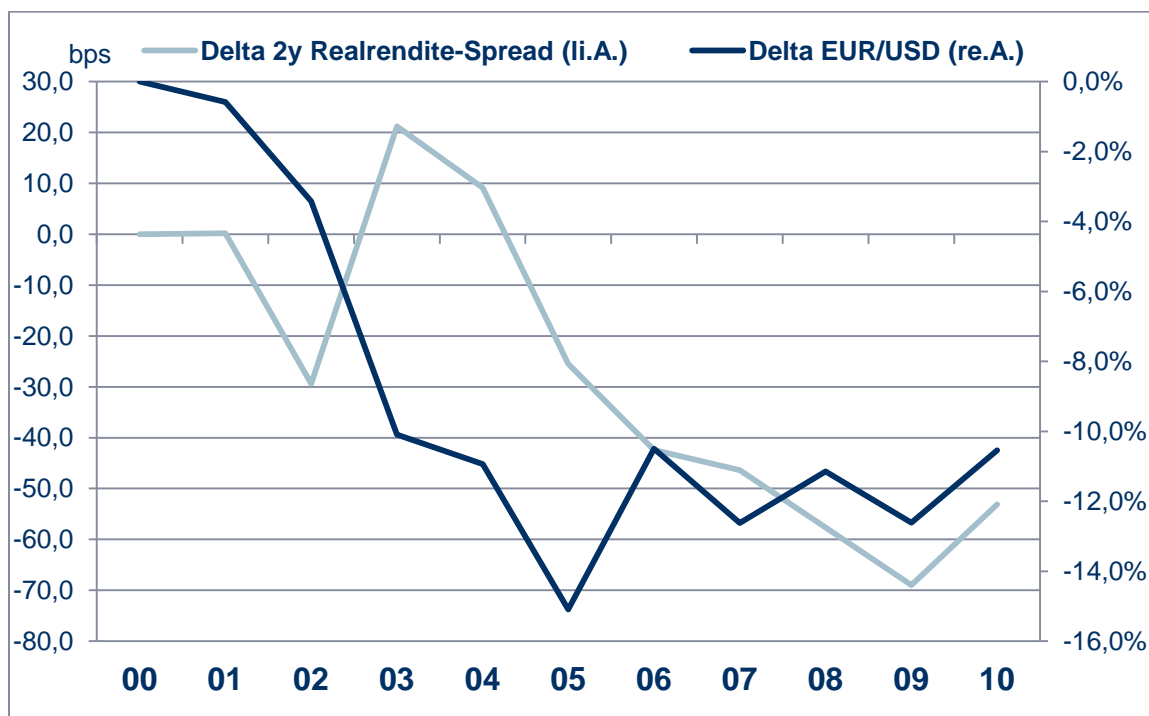


Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 30.09.2015

Ein Abbau der Treasury-Bestände im großen Stil im Zuge der globalen Reservebestandsreduktion dürfte definitiv negative Auswirkungen auf den Staatsanleihenmarkt haben. Dabei ist zu beachten, dass China mit ca. 55% einen Großteil ihrer Staatsanleihenbestände in kurzlaufenden Wertpapieren hält, so dass dieser Bereich, zumindest gemessen am reinen Handelsvolumen, am meisten gefährdet ist. Bezieht man jedoch Zinssensitivitäten mit ein, besteht im Falle von weiteren Reserverauflösungen im 5-10-jährigen Segment sicherlich das meiste Potential für einen Abverkauf. Wichtig ist in diesem Zusammenhang zu verstehen, dass bei Reserverauflösungen zur Stützung der eigenen Währung bzw. zur Eindämmung der Kapitalflucht in Schwellenländern nicht nur U.S. Staatsanleihen verkauft werden, sondern auch eine ganze Reihe von Staatsanleihen anderer entwickelter Länder. Da der USD jedoch die Weltreservewährung ist, sind U.S. Staatsanleihen besonders gefährdet. Citibank schätzt, dass eine Reduktion von ca. 500 Mrd. USD-Währungsreservebestände aus Schwellenländern einen Anstieg von ca. 1,08% im 5-

10-jährigen Bereich nach sich ziehen könnte.³ Gesetz dem Fall, diese Analyse wäre richtig, müsste China seine kompletten USD-Währungsreserven am mittleren bis langen Ende der Treasurykurve reduzieren, um ca. 1% Renditeanstieg auszulösen. Sollten andere Länder mit dazu kommen, könnte dieser Renditeanstieg allerdings deutlich intensiver ausfallen. Dagegen muss man natürlich halten, dass viele Amerikaner gleichzeitig ab gewissen Renditeniveaus wieder U.S. Staatsanleihen kaufen würden, speziell wenn QT bewirken würde, dass die Risikomärkte abverkaufen. Dann würden Repatriierungsflows einsetzen, die in der Summe eher positiv für das mittlere bis lange Ende der Treasury-Kurve ausfallen dürften. Insgesamt sollte QT oder auch ein Anti QE-Effekt für Risikomärkte eher negativ zu bewerten sein, da ein globaler Liquiditätsentzug bei einem Kapitalmarkt, dessen Aufwärtsbewegung sehr stark von der Liquiditätsinduktion der Zentralbanken gelebt hat, nicht zu steigenden Kursen führen sollte. Dieser August war das beste Beispiel. Auf der Währungsseite ist es sinnvoll, sich anzuschauen, ob es einen statistischen Zusammenhang zwischen der Veränderung globaler Währungsreserven und besser noch von Währungsreserven aus dem Emerging Market Bereich und der Veränderung von EUR/USD gibt. Beide Veränderungen sollten entsprechend mit einem 6-Monatsschnitt geglättet werden. Interessanterweise ist die Korrelation durchaus signifikant. Der Koeffizient beträgt bei den globalen Reserven 0,6 und bei den Schwellenländern sogar 0,73. Dies bedeutet also, dass bei einem Abbau von 1% der Währungsreserven bei Schwellenländern der EUR gegenüber dem USD um ca. 0,73% abwerten würde.

Diagramm 5: Monatsentwicklung EUR/USD und 2y Realrenditespread USA-EU nach 170 Mrd. Abbau globaler Währungsreserven



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 30.09.2015

In diesem Zusammenhang sollte auch einen Blick darauf geworfen werden, was im Oktober 2014 geschah, als ein sehr signifikanter Abbau der weltweiten Währungsreserven von ca.

³ Citibank (2015): It's official-China confirms it has begun liquidating Treasuries, warns Washington, aus Zero Hedge, 27.08.2015.

170 Mrd. USD stattfand (siehe Diagramm 5). Ebenso wäre es auch interessant zu wissen, wie sich in dieser Phase die Differenz zwischen amerikanischen und europäischen Realrenditen entwickelt hat. Nach diesem Schock am Ende des letzten Jahres haben sich sowohl die Zinsdifferenz der Realrenditen als auch der EUR/USD negativ entwickelt. Somit hatten die Amerikaner weniger negative Entwicklungen der Realrenditen, was entweder bedeutet, dass die Nominalrenditen deutlicher gestiegen sind oder dass die Inflationserwartungen dynamischer nach unten gingen. Beide Fälle sind nicht zwingend positiv für Kapitalanleger. EUR/USD ist im ersten Monat nach dem Schock sogar um ca. 4% gefallen. Natürlich hat dieses eine Ereignis noch keine statistische Signifikanz, aber das Ausmaß der möglichen Auswirkung von QT soll an diesem Beispiel verdeutlicht werden.

Fazit:

Aufgrund obiger Analyse lässt sich daher feststellen, dass QT bereits im vollen Gange ist. Geht man also davon aus, dass durch QE über den Portfolioeffekt Investoren dazu bewegt wurden, ihre Zinsrisiken zu verlängern und/oder riskantere Investments zu erhöhen, kann dieser Portfolioeffekt sich auch wieder umkehren, so dass QT ein sehr relevanter, weiterer Punkt ist, um den sich Investoren aktuell Sorgen machen sollten. Seitens der Fed werden zwar keine U.S. Staatsanleihen verkauft, jedoch könnten aufgrund eines widererstarteten Dollars Verkäufe anderer Zentralbanken im Zuge der Stabilisierung ihrer Währung diesen Effekt weiter verstärken. Speziell China ist in diesem Zusammenhang ein Sorgenkind. Bleibt zu fragen, was diesen Effekt aufhalten oder zumindest vermindern könnte?

Aus meiner Sicht gibt es da nur zwei Wege: Entweder andere Zentralbanken füllen die Lücke, die die BoE und die Fed hinterlassen haben, auf oder die Fed entscheidet sich auf lange Sicht wieder zu einem QE4-Programm, was allerdings das Vertrauen der Marktteilnehmer komplett zerstören dürfte. Erstere Variante scheint sehr realistisch, da speziell die BoJ und die EZB Kandidaten sind, die ihrer Programme zeitnah aufstocken und/oder verlängern dürften. Auch die PBoC könnte zeitnah weitere Stabilisierungsmaßnahmen einleiten. Im Prinzip stehen ihr hierfür Mittel in unbegrenzter Höhe zur Verfügung, da es sich bei einem QE-Programm um eine binnenwirtschaftliche Angelegenheit handelt, für die im Gegensatz zu Devisenmarktinterventionen keine Währungsreserven eingesetzt werden müssten.

Hinweis: Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.