

# Investment Insights

## UBS Asset Management

Nur für professionelle Kunden / institutionelle Investoren | Juli 2017  
Marketingmaterial

In dieser Ausgabe von Investment Insights untersuchen wir die möglichen Auswirkungen eines Bilanzabbaus der US-Notenbank.

Die Quantitative Lockerung hat die Märkte maßgeblich beeinflusst. Wir analysieren, warum die Notenbank die Zeit jetzt für gekommen hält, wie sie ihre Positionen reduzieren wird und wie Investoren in den verschiedenen Anlageklassen voraussichtlich reagieren werden. Da das Sicherheitspolster der Liquidität allmählich schrumpft, erwarten wir, dass alle Anlageklassen anfälliger für plötzliche Phasen höherer Volatilität werden.

Wenn Sie mehr darüber erfahren möchten, wie wir Sie bei Ihren Anlageherausforderungen unterstützen können, sprechen Sie bitte Ihren Relationship Manager an oder besuchen Sie uns auf [www.ubs.com/deutschlandfonds](http://www.ubs.com/deutschlandfonds).

## Das Ende der Quantitativen Lockerung in den USA: Alles was Sie wissen müssen (aber bisher nicht zu fragen wagten)

Anne Anderson, Erin Browne, Dan Heron

### Das Wichtigste auf einen Blick

- Ein wesentlicher Schritt zur Rücknahme der „unkonventionellen“ Maßnahmen, mit denen die Notenbanken die Finanzkrise bekämpft haben, steht bevor
- Die US-Notenbank Federal Reserve („Fed“) hat signalisiert, dass sie im späteren Jahresverlauf 2017 beginnen will, ihre Bilanzsumme in Höhe von 4,5 Billionen US-Dollar schrittweise zu verkleinern
- Angesichts der Bedeutung der Quantitativen Lockerung („QE“) für die globalen Märkte hat die Fed wiederholt betont, die Abwicklung werde „schrittweise und berechenbar“ verlaufen
- Aus unserer Sicht belegt dieser Schritt die Zuversicht der Fed, ihre Maximalziele für nachhaltige Beschäftigung und Preisstabilität erreichen zu können
- Anhand jüngster Sitzungsprotokolle der Fed lässt sich das beabsichtigte Vorgehen umreißen: Die Wiederanlage von Kupon- und Tilgungszahlungen soll um schrittweise steigende USD-Beträge reduziert werden
- Die Fed dürfte eine weitaus größere Vermögensbasis behalten als vor 2008 – nach unserer Schätzung dauerhaft rund 3 Billionen US-Dollar
- Wir erwarten wieder steigende Laufzeitprämien bei US-Staatsanleihen, da die Duration, die dem Markt durch QE aus der Hand genommen wurde, allmählich zurückkehrt – nach unserer Schätzung um 10–15 Bp. per annum über rund fünf Jahre bei Anleihen mit zehn Jahren Laufzeit
- Die Fed hält keine Unternehmensanleihen – die Folge für Firmenkredite dürfte eine allmähliche Ausweitung der Spreads im Investment-Grade- und Hochzinsbereich sein, da Investoren teilweise zu Staatsanleihen zurückkehren
- Bei erheblich ausgeweiteten Spreads sind hypothekarisch gesicherte Wertpapiere (MBS) aus unserer Sicht potenziell verwundbar, da die Fed etwa 27% der ausstehenden Papiere hält
- QE hat die globalen Aktienmärkte wesentlich gestützt, dennoch glauben wir nicht, dass die Rücknahme zu einem faktischen Ausverkauf führt – die globale Liquidität nimmt weiter zu, wenn auch mit weniger Tempo
- Wir glauben, dass alle Anlageklassen anfälliger für plötzliche Phasen höherer Volatilität werden, da das Sicherheitspolster der Liquidität allmählich schrumpft

Es war ein langer Weg bis zur „Normalisierung“ der unkonventionellen Maßnahmen, die die Notenbanken der Industrieländer im Zuge der Finanzkrise 2008/09 getroffen haben. Aber wir nähern uns rasch einem Meilenstein auf diesem Pfad.

Seit 2008 ist die Bilanzsumme der US-Notenbank Fed von 0,9 auf 4,5 Billionen US-Dollar angewachsen. Diese Ausweitung geht vor allem auf die massiven Ankäufe von US-Staatsanleihen, staatlich unterstützten Agency-Anleihen und hypothekarisch gesicherten Wertpapieren (MBS) zurück, die von der Fed im Rahmen ihres QE-Pro-

**Tabelle 1. US-Notenbankbilanz (vereinfacht) —USD Mrd.**

	April 2007	April 2017
<b>Aktiva</b>		
Staatsanleihen	783	2.465
Agency-Anleihen	0	13
Agency-MBS	0	1.781
Pensionsgeschäfte	28	0
Sonstige Aktiva	92	272
<b>Passiva</b>		
Bargeldumlauf	810	1.541
Guthaben		
Bankreserven	8	2.368
Generalkonto US-Finanzministerium	5	119
Sonstige	0	96
Umgekehrte Pensionsgeschäfte		
Ausländische Institutionen	34	252
Sonstige	0	106
Sonstige	46	49
<b>Gesamt</b>	<b>903</b>	<b>4.531</b>

Quelle: FRB

## Die Besorgnis über die wahrscheinlichen Auswirkungen der Rücknahme ist genau der Grund, warum die Fed ihre Absichten wiederholt und offen kommuniziert hat.

gramms zwischen 2008 und 2014 durchgeführt wurden, um die Renditen zu senken, die Kreditaufnahme zu fördern und das Wachstum zu beleben. Im Protokoll ihrer Sitzung vom März 2017 machte die Fed klar, dass sie im späteren Jahresverlauf mit der allmählichen Verkleinerung ihrer Bilanz beginnen werde. In der Sitzung vom Juni gab die Fed weitere Einzelheiten ihres beabsichtigten Vorgehens.

Die Richtung, in die sich die Fed-Bilanz bewegen wird, und zuletzt auch das wahrscheinliche Ziel sind klar abgesteckt, dennoch bleiben die Folgen für die Anlageklassen unklar. Schließlich war auch QE zunächst ein Schritt auf unbekanntes Terrain. Die Besorgnis über die wahrscheinlichen Auswirkungen der Rücknahme ist genau der Grund, warum die Fed ihre Absichten wiederholt und offen kommuniziert hat.

Wir glauben, dass QE allgemein und insbesondere das QE-Programm der Fed erhebliche Auswirkungen auf die unter-

schiedlichen Anlageklassen gehabt haben, indem sie die Risikoprämien drückten und dabei zugleich Risikoanlagen über den sogenannten „Portfolio-Ausgleichseffekt“ massiv unterstützten.

Es scheint daher nur logisch zu untersuchen, ob der allmähliche Entzug von Liquidität einen umgekehrten Effekt haben könnte. Angesichts des sich abzeichnenden allmählichen Wandels der globalen Liquiditätsbedingungen untersuchen wir in dieser Ausgabe von *Investment Insights* die wesentlichen Fragen aus Investorensicht.

### Warum hält die US-Notenbank die Zeit für gekommen, ihre Bilanz zu reduzieren?

In ihrer Entschlossenheit, keine überraschenden Erklärungen zur Bilanz abzugeben, hat die Fed schon fast übervorsichtig kommuniziert. Öffentliche Erklärungen zum Prozess der Bilanznormalisierung gehen bis ins Jahr 2014 zurück, es kann also kein Investor behaupten, er sei nicht vorgewarnt worden.

Warum also jetzt? Die Fed hat vor einiger Zeit klargestellt, dass sie ihre Bilanz erst abbauen werde, wenn die Normalisierung der Zinssätze „gut vorangeschritten“ sei. Angesichts von bislang vier Zinsschritten in 18 Monaten in diesem Notenbankzyklus und einer weiteren geplanten Anhebung zum Jahresende 2017 darf man wohl annehmen, dass sie bei der Erfüllung dieser Voraussetzung gut vorangeschritten ist.

Eine weitere wichtige Voraussetzung für die Normalisierung der Geldpolitik ist die Gewissheit, dass der Fed ausreichend wirksame Werkzeuge zur Verfügung stehen, mit denen sie künftig verlangsamtes Wachstum und/oder Rezessionen bekämpfen kann. Während sich der US-Leitzins einem neutralen oder Gleichgewichtsniveau annähert, scheint die Fed jedoch auch deutlich zu machen, dass eine Veränderung der kurzfristigen Zinssätze, in eigenen Worten, „das wichtigste Mittel zur Anpassung des geldpolitischen Kurses“ bleibt, wenn sich der Leitzins über null bewegt. Der Einsatz von Bilanzmaßnahmen sollte Zeiten vorbehalten werden, in denen die wirtschaftliche Lage „eine stärkere Lockerung der Geldpolitik [erfordert], als durch ein Absenken des US-Leitzinses bis zu seiner Untergrenze erreicht werden kann.“

Das verbesserte wirtschaftliche Umfeld außerhalb der USA ist ein weiterer wichtiger Faktor für das Timing der Bilanzentscheidung. Die US-Notenbank führte eine Nachfrageschwäche im Ausland als einen der Gründe an, im Juni 2016 auf eine Zinserhöhung zu verzichten. Es ist daher kein Zufall, dass die Bereitschaft der Fed, ihre Bilanzpläne näher zu umreißen, zeitlich mit der ersten wirklich synchronen Erholung der globalen Nachfrage seit der Finanzkrise zusammenfällt.

Schließlich sind auch Elemente eines simplen Pragmatismus am Werk – insbesondere, da 2018 die Amtszeiten der US-Notenbankpräsidentin Janet Yellen und ihres Stellvertreters Stanley Fischer ablaufen. Vor einer möglichen Neubesetzung zentraler Positionen eine klare Richtung für die Bilanzentwicklung vorzugeben ist aus unserer Sicht ein Beispiel für gute Führungspraxis,

### USA: Quantitative Lockerung in Zahlen<sup>1</sup>

- Bevor die US-Notenbank gegen Ende des Jahres 2008 ihr QE-Programm initiierte, hielt sie mehr als 200 Milliarden US-Dollar in kurzfristigen Schatzwechseln (Treasury Bills). Sie besaß keine Agency-Anleihen oder hypothekarisch gesicherten Wertpapiere (MBS).
- Als QE Ende 2014 abgeschlossen war, hielt die Fed keine Treasury Bills, aber rund **1,75 Billionen US-Dollar in Agency-Wertpapieren und MBS sowie 2,5 Billionen US-Dollar in mittel- bis langfristigen Schatzwechseln und -anleihen** (Treasury Notes und Bonds).
- Die durchschnittliche Duration der Wertpapiere im Besitz der US-Notenbank verlängerte sich in diesem Zeitraum von **1,6 Jahre auf 6,9 Jahre**.
- Die US-Notenbank erwarb rund 19% aller Schuldpapiere des Schatzamtes in öffentlichem Besitz, während zugleich der Wert der gesamten staatlichen Schuldpapiere in öffentlichem Besitz von rund 35% des BIP (2007) auf 75% des BIP (2014) anstieg.
- Die Volkswirte der Fed schätzen selbst, dass ihre unkonventionellen Maßnahmen (QE und ausdrückliche zukunftsgerichtete Hinweise) **die US-Arbeitslosenquote um 1,25 Prozentpunkte gesenkt und die Kerninflation um 0,5 Prozentpunkte gesteigert haben**.

während es zugleich jedem neuen Fed-Präsidenten einen Kurswechsel erheblich erschweren wird.

### Wie wird die Fed ihre Wertpapierpositionen abbauen?

Um eine Wiederholung der Markterschütterung von 2013 („Taper Tantrum“) zu vermeiden, hat die Fed in ihrer gesamten Kommunikation immer wieder versucht, die Märkte davon zu überzeugen, dass ihre Maßnahmen zur Reduzierung der Bilanzsumme schrittweise erfolgen werden. Die Fed vertritt offenbar die Ansicht, dass die Vermeidung monatlicher Spekulationen über den QE-Abbau eine wesentliche Voraussetzung für eine geordnete Marktreaktion ist.

Die Fed hat jetzt klargestellt, dass Kupon- und Tilgungszahlen aus ihren bestehenden Positionen nur reinvestiert werden, soweit sie schrittweise wach-

sende Obergrenzen in USD übersteigen.

- Zurzeit wird mit monatlichen Obergrenzen von 6 Milliarden US-Dollar für Staatsanleihen sowie 4 Milliarden US-Dollar für Agency-Anleihen und MBS gerechnet
- Die Obergrenzen werden alle drei Monate um 6 Milliarden US-Dollar (Staatsanleihen) bzw. 4 Milliarden US-Dollar (Agency-Anleihen und MBS) angehoben, bis sie 30 Milliarden US-Dollar (Staatsanleihen) bzw. 20 Milliarden US-Dollar (Agency-Anleihen und MBS) erreichen
- Die Abwicklung wird fortgesetzt, bis die Fed „nicht mehr Wertpapiere hält, als notwendig ist, um ihre Geldpolitik effizient und wirksam auszuführen.“

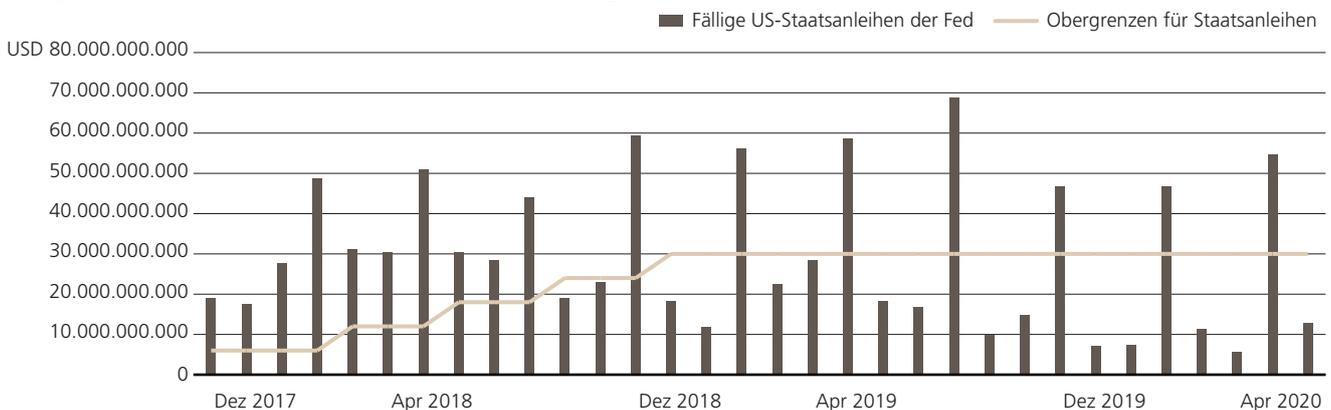
Angesichts des ungleichmäßigen Fälligkeitsverlaufs ihrer QE-Positionen (siehe Grafik unten) stimmen wir darin überein,

dass dieser Ansatz maßvoller und geeigneter ist als ein rein passives Vorgehen, bei dem die Fed bei Fälligkeit ihrer Positionen einfach die Reinvestitionen einstellt.

### Welche Auswirkungen hat QE bislang gehabt?

Über die Auswirkungen von QE auf die Vermögenspreise gibt es stark unterschiedliche Schätzungen. Eine eigene Studie der Fed<sup>1</sup> kommt zu dem Schluss, dass ihr Wertpapierkaufprogramm die Laufzeitprämie über zehn Jahre (die Zusatzrendite gegenüber Liquidität, die Investoren verlangen, um, in diesem Fall, Vermögenswerte mit einer Laufzeit von zehn Jahren zu halten) um etwa 120 Basispunkte reduziert hat. Es besteht aber auch kaum ein Zweifel daran, dass die von den Notenbanken der Industrieländer bereitgestellte Liquidität die Preise einer Fülle von Anlageklassen über einen

### Fälligkeiten von US-Staatsanleihen der Fed und Obergrenzen



Quelle: FRB, FRBNY, Annahme: Abwicklung beginnt im Dezember 2017

<sup>1</sup> Quelle: Engen, Eric M., Thomas Laubach und David Reifschneider (2015): „The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies“, Finance and Discussion Series 2015-005. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System

### Warum hat der Liquiditätsanstieg nicht zu einer erheblich höheren Inflation geführt?

Wie jeder anständige Monetarist weiß, sollte eine Ausweitung der Geldmenge, bei sonst gleichen Voraussetzungen, zu höherer Inflation führen. Es gibt daher eine Vielzahl von Theorien, warum der dramatische Anstieg der Geldmenge durch QE seit der Finanzkrise bislang keine nennenswerte Inflation hervorgebracht hat. Haben sich andere variable Größen verändert? Eine der überzeugendsten Theorien besagt, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Kapitals in den Industrieländern so stark zurückgegangen ist, dass dadurch der Anstieg der Geldmenge weitgehend ausgeglichen wurde.

Es sind eine Reihe von Erklärungen für den starken Rückgang der Kapitalumlaufgeschwindigkeit denkbar. Zunächst einmal ist ein großer Teil der durch QE bereitgestellten Liquidität einfach in den Bankbilanzen verblieben, als Reaktion auf eine konservativere Risikoeinstellung und auf regulatorische Forderungen nach höheren Eigenkapitalquoten.

QE mag unterdessen sein Hauptziel erreicht haben, nämlich die Zinskosten zu senken, um die Kreditaufnahme zu fördern, doch generell haben sich die Unternehmen nicht beeilt, dieses Kapital zu nutzen. Diejenigen, die mehr Kredite aufnahmen, taten dies nicht unbedingt, um Wachstum, Kapitalausgaben und Investitionen zu finanzieren, die dann wieder der Gesamtwirtschaft zugute kamen, sondern vor allem, um durch Dividenden und Aktienrückkäufe höhere Renditen für ihre Aktionäre zu erzielen – ein Trend, der durch den Niedrigzins und die Suche nach Erträgen noch verstärkt wurde.

längeren Zeitraum entscheidend gestützt hat: Mit dem Fall der Renditen von US-Staatsanleihen wurden Investoren dazu ermutigt, nach renditestärkeren Anlageklassen zu suchen.

Aus der makroökonomischen Perspektive schätzt die gleiche Fed-Studie, dass der Rückgang der Zehn-Jahres-Renditen das allgemeine Beschäftigungsniveau um rund 1,25 Prozentpunkte und die Konsumentenpreise und rund 0,5 Prozentpunkte gesteigert hat.

### Welche Auswirkungen wird die Abwicklung der Fed-Bilanz haben?

#### 1. US-Staatsanleihen

Es ist zunächst wichtig festzustellen, dass die Fed nicht beabsichtigt, die gesamten 3,5 Billionen US-Dollar abzubauen, um die ihre Bilanzsumme seit 2008 angewachsen ist.

Wir wissen dies, weil die Fed klargestellt hat, dass sie auf Dauer eine größere Bilanz benötigen wird. Dies reflektiert die signifikanten Veränderungen auf der Passivseite der Fed-Bilanz seit 2008. Wir sind der Ansicht, dass die „endgültige“ Bilanzsumme der Fed vermutlich rund 3 Billionen US-Dollar betragen dürfte. Zunächst einmal spiegelt dies laufende Verpflichtungen wider, die sich in etwa so zusammenfassen lassen:

- 1,5 Billionen USD in Währungen bei einem stetigen Wachstum von 6% per annum
- 300 Mrd. US-Dollar Bareinlagen des

US-Finanzministeriums bei der Fed

- 400 Mrd. US-Dollar in umgekehrten Pensionsgeschäften (Inland)
- 200 Mrd. US-Dollar in umgekehrten Pensionsgeschäften (Ausland)
- 500 Mrd. US-Dollar Reservepolster

Indem die Fed eine große Menge von Wertpapieren erwarb, hat sie die Duration ihrer eigenen Positionen erheblich verlängert, während die Duration, die dem breiten Markt zur Verfügung stand, deutlich verkürzt wurde. Wenn die technische Unterstützung zurückgeht, die Duration wieder in den Markt zurückkehrt und die Laufzeitprämien steigen, sollten auch die Renditen und die Volatilität von US-Staatsanleihen langsam und schrittweise ein höheres Niveau erreichen.

Einfach gesagt reflektiert dies die Tatsache, dass ein maßgeblicher systematischer Käufer sich allmählich zurückzieht und für die „normalen“ (und preisensiblen) Investoren wieder ihre eigenen Verfahren und Marktkräfte gelten. Wir glauben, dass der breitere Markt in Abwesenheit eines so bedeutenden Käufers eine höhere Rendite verlangen dürfte, um das zusätzliche Angebot an Staatsanleihen zu absorbieren.

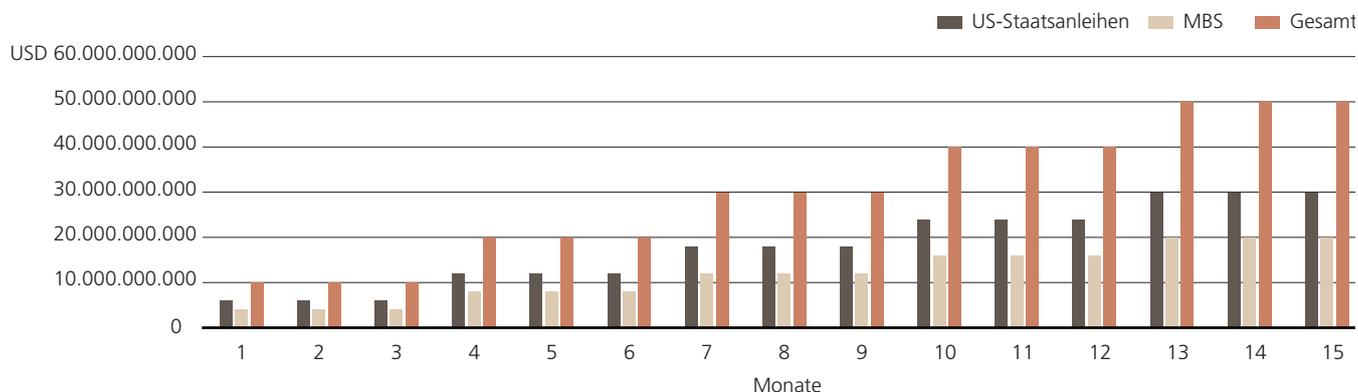
Der Markt für US-Staatsanleihen ist tief und liquide. Wir erwarten daher nicht, dass der Bilanzabbau der Fed für sich genommen wesentliche Folgen haben wird. In Zukunft werden die Wachstums- und Inflationsprognosen von zentraler Bedeutung für die Entwicklung von US-Staatsanleihen sein.

Wir erwarten eine langsame und glatt verlaufende Abwicklung, wie aktuell skizziert, und schätzen auf dieser Grundlage, dass die Laufzeitprämien vermutlich rund fünf Jahre lang im Bereich von 10–15 Bp. per annum steigen werden – entsprechend zwei oder drei Zinsschritten der Fed um jeweils 25 Bp. Strukturelle deflationäre Kräfte, große Sparguthaben sowie Zuflüsse aus der Liquidität anderer Notenbanken sollten den Renditeanstieg bei langlaufenden US-Staatsanleihen begrenzen. Wir erwarten, aus den Fed-Sitzungen der kommenden Monate weitere Details zum Bilanzabbau zu erfahren.

Wir sind der Ansicht, dass die Märkte bereits einen Teil dieser Laufzeitprämien eingepreist haben, seit deutlicher wurde, dass die Fed Veränderungen in ihrer Bilanz vornehmen wird.

**Indem die Fed eine große Menge von Wertpapieren erwarb, hat sie die Duration ihrer eigenen Positionen erheblich verlängert, während die Duration, die dem breiten Markt zur Verfügung stand, deutlich verkürzt wurde.**

## Aktuelle Fed-Vorausschau zum System ihrer Obergrenzen



Quelle: FRB

### 2. Hypothekarisch gesicherte Wertpapiere (MBS)

Agency-MBS zeichnen ein differenzierteres Bild. Die Fed hält über ein Viertel der ausstehenden Agency-MBS. Der zugrunde liegende MBS-Markt ist zwar liquider als der für Unternehmensanleihen, doch wesentlich kleiner und weniger liquide als der Markt für US-Staatsanleihen. Es bestehen daher Spielräume für eine ausgeprägtere Reaktion der Renditen am Markt für Hypothekenverbriefungen, wenn der Bilanzabbau sich mit der Zeit verstärkt.

Wir erwarten nicht nur einen langfristigen Zinsanstieg, sondern auch eine kurzfristige Ausweitung der Spreads von MBS gegenüber US-Staatsanleihen von bis zu 20 Basispunkten. Da dies sehr wahrscheinlich zu höheren Hypothekenzinsen führen wird, könnte es den Häusermarkt verlangsamen und negative Vermögenseffekte bei den Verbraucherausgaben verursachen.

Darüber hinaus könnten die MBS-Spreads anfänglich volatil sein, wenn sich der Markt auf das zusätzliche Angebot einstellt, das zuvor von der Fed-Bilanz aufgenommen wurde. Allerdings wird die Fed Staatsanleihen in noch größerem Umfang nicht mehr aufkaufen. Dies könnte die Ausweitung der MBS-Spreads dämpfen.

### 3. Unternehmensanleihen

Der sogenannte „Portfolio-Ausgleichseffekt“ von QE beruht auf einer einfachen Grundannahme: QE drückte die Renditen von Staatsanleihen und zwang

Investoren auf der Suche nach Erträgen dadurch zur Investition in andere, risikoreichere Anlagen.

Ben Bernanke, US-Notenbankpräsident beim Start des QE-Programms, sagte 2010: „Unsere Ankäufe von Staatsanleihen, Agency-Anleihen und Agency-MBS dürften sowohl die Renditen dieser Wertpapiere gesenkt als auch Investoren in andere Anlagen mit ähnlichen Eigenschaften, wie zum Beispiel Kreditrisiko und Duration, gedrängt haben.“

Bernankes Einschätzung wird von den Daten zweifellos unterstützt. In den Festzinspositionen aller US-Anlagefonds stieg der Anteil der Unternehmensanleihen von 43% im Jahr 2008 auf aktuell 55% – unterstützt durch Zuflüsse von insgesamt mehr als 1 Billion US-Dollar.<sup>2</sup>

Für die Zukunft erwarten wir, dass die Kreditspreads vor allem durch die allmähliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen getrieben werden. Angesichts der zu erwartenden kurzfristigen Wachstumsbeschleunigung und der Tatsache, dass die meisten Unternehmen ihre Kreditkosten auf niedrigem Niveau fixiert haben, gibt es auf kurze Sicht kaum Gründe für nennenswert ausgeweitete Spreads. Allerdings haben die Unternehmen in hohem Maße Fremdkapital aufgenommen, und so dürfte jeder Nachfragerückgang zu einer fundamentalen Bonitätsverschlechterung führen. Bei Spreads in Nähe der Tiefstände dürften Investoren höhere Kreditprämien verlangen.

Auf Sektorebene kann dies zu einer Marktrotation hin zu Bereichen höherer Qualität und Liquidität führen, einschließlich der Banken.

Im Hochzins-Universum bevorzugen wir Papiere, die eine geringere Volatilität, kürzere Laufzeiten und eine hohe Transparenz hinsichtlich der Kreditqualität aufweisen.

### 4. Equities

Im Kontext der globalen Aktienmärkte muss daran erinnert werden, dass ungeachtet der Selbstverpflichtung der Fed, ihre Bilanzsumme zu reduzieren, die Liquidität der wichtigsten Notenbanken weltweit immer noch ansteigt, wenn auch langsamer als zuvor.

Die Kerninflation in Europa und Japan bleibt schwach und erholt sich aus unserer Sicht in keiner der beiden Regionen kräftig genug, um die Europäische Zentralbank (EZB) oder die Bank of Japan (BoJ) zu veranlassen, ihre währungspolitische Unterstützung in nennenswerter Weise zurückzufahren. Diese Ansicht wird von den jüngsten Äußerungen des EZB-Präsidenten Mario Draghi gestützt.

Auch angesichts der bevorstehenden Wahlen in Italien glauben wir nicht, dass die EZB zu einer restriktiveren Politik übergeht, solange noch geopolitische Wachstums- und Inflationsrisiken bestehen, wie begrenzt diese auch sein mögen. Insgesamt sollte die Liquiditätsversorgung daher für den Rest des Jahres 2017 und den größten Teil von 2018

<sup>2</sup> Quelle: Morgan Stanley Research; Stand: 10. Mai 2017

expansiv bleiben – und damit dem Aktienmarkt zumindest eine gewisse Unterstützung bieten.

Auf Sektorebene sollten Durationsaktien/ Anleihen-Proxies wie Versorger und Immobilienwerte eine schwächere Wertentwicklung aufweisen, wenn die langfristigen Anleiherenditen für längere Zeit aufwärts streben.

### 5. Kurzfristige Zinspolitik der Fed

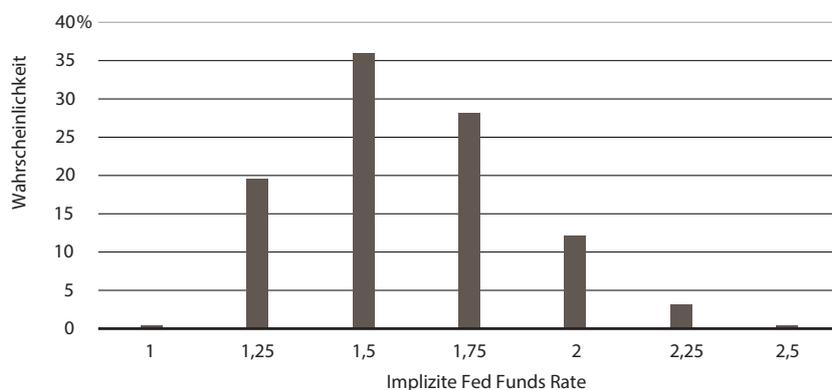
John Williams, Präsident der Notenbank von San Francisco, gab zu bedenken: „Wir müssen vorsichtig sein, wenn die Bilanzsumme auf ein niedrigeres Niveau schrumpft, und verstehen, dass sich dies im Hintergrund wie eine Zinsanhebung auswirkt.“

Die Terminmärkte haben sich diese Warnung zu Herzen genommen: Sie halten es zum Zeitpunkt dieser Veröffentlichung für wenig wahrscheinlich, dass die Fed bis Ende 2018 mehr als nur eine weitere Zinsanhebung um 25 Bp. beschließen wird. Wir glauben, dass die Zurückhaltung, weitere Zinsschritte für das Jahr 2018 einzupreisen, vor allem auf die Ungewissheit über die makroökonomischen Folgen der Bilanznormalisierung und auf die Überzeugung, die Fed werde im Zweifelsfall eine abwartende Haltung einnehmen, zurückgeht.

Auch wenn der Bilanzabbau der Fed zweifellos zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führt, halten wir dennoch die Erwartung einer lang anhaltenden Zinspause für deplatziert und zu sehr von schwächeren US-Wirtschaftsdaten in jüngster Zeit beeinflusst. Wie die Fed glauben wir, dass die leicht enttäuschenden US-Daten nur die kurzfristige Unterbrechung einer Nachfragebelebung sind, die sich ab dem zweiten Quartal dieses Jahres wieder deutlich verstärken sollte.

Angesichts des aktuell kaum eingepreisten Wachstums erwarten wir, dass das Risiko/Ertrags-Verhältnis für Renditen am kurzen Ende der US-Zinskurve jetzt Aufwärtspotenzial besitzt, wenn es Präsident Trump gelingt, irgendeinen wesentlichen

### Implizites Zinsniveau Dez 2018, Wahrscheinlichkeit nach Fed Funds Futures



Quelle: SOMA Federal Reserve, UBS. Stand: 17. Mai 2017

Teil seiner Wachstumsagenda zu verwirklichen.

#### Besteht das Risiko einer stärkeren Marktreaktion, auch bei US-Staatsanleihen?

Für sich genommen stellt die schrittweise Reduzierung der Fed-Bilanzsumme aus unserer Sicht keine große Bedrohung für US-Staatsanleihen dar. Auch die Sorgfalt, mit der die Fed bislang kommuniziert, lässt stark vermuten, dass sie alles in ihrer Macht Stehende tun wird, um die Märkte nicht zu überraschen. Der Ausblick für US-Staatsanleihen wird stärker von der Wachstums- und Inflationsentwicklung in den USA und von der Frage bestimmt, wie effektiv Präsident Trump seine Wachstumsagenda vorantreiben kann.

Aktuell erwarten Investoren, dass die Inflation in den wichtigsten Industrieländern in den nächsten zehn Jahren schwach und generell unter den Zielwerten der Notenbanken bleiben wird. Diese Erwartung wird wesentlich davon bestimmt, wie glaubhaft die Fiskalpolitik nach dem Rückzug geldpolitischer Anreize die Rolle des wichtigsten Nachfrage-treibers übernehmen kann. Nach anfänglichem Optimismus infolge von Donald Trumps Wahlsieg bleiben die Investoren jetzt skeptisch.

Doch auch wenn die globale Liquidität derzeit (in langsamerem Tempo) weiter zunimmt, dürfte der verstärkte Bilanzabbau der Fed gegen Ende des kommenden Jahres mit reduzierten Anleihekäufen der

EZB zusammenfallen – was bedeutet, dass die Liquidität der wichtigsten Notenbanken etwa zu dieser Zeit auf Nettobasis zurückgehen könnte. Dem Vorbild der Fed folgend dürfte die allmähliche Normalisierung des EZB-Einlagesatzes erst starten, wenn das Anleihekaufprogramm ausgelaufen ist. Und erst nachdem die Normalisierung der Einlagesätze begonnen hat, dürfte die EZB anfangen, ihre Nettokäufe zu reduzieren. Wahrscheinlich wird die Bank of Japan als Letzte auf den Zug der geldpolitischen Straffung aufspringen – aber selbst hier ist ein Anstieg der Zielrendite für japanische Staatsanleihen 2018 möglich.

Im Moment lässt die Aussicht auf den allmählichen Entzug von US-Liquidität die Investoren weitgehend ungerührt – das ist zu großen Teilen ein Erfolg der offenen Kommunikation der Fed mit ihrem beständigen Mantra „schrittweise und berechenbar“. Doch mit einer Verringerung der globalen Liquidität wird die Aufnahmefähigkeit für Risikoanlagen abgebaut. Es scheint daher offensichtlich, dass Risikoanlagen anfälliger für plötzliche Phasen kurzfristiger Volatilität werden dürften.

Während die Weltwirtschaft mit dem Schrittmacher USA eine allmähliche Reflation erlebt, stehen uns höhere Renditen und eine höhere Volatilität bevor – auch wenn es einige Zeit dauern kann, bis beide Trends wirklich in Erscheinung treten.

## Literaturhinweise

- Bernanke, B. (2010) *Remarks (Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium)*, Jackson Hole, Wyoming
- Federal Open Market Committee (2017) *Minutes of the Federal Open Market Committee*, 14-15 March 2017, Washington, D.C
- The Federal Reserve (2017). *FOMC issues addendum to the Policy Normalization Principles and Plans*, 14 June 2017
- Williams, J. (2017). *From Sustained Recovery to Sustainable Growth: What a Difference Four Years Makes (Remarks to the Forecasters Club)*, 29 March 2017, New York
- Yellen, J. et al (2015) *Transcript of Chair Yellen's Press Conference*, 16 December 2015

**Für Marketing- und Informationszwecke von UBS.** Nur für professionelle Kunden/Anleger. Herausgeberin des vorliegenden Dokumentes ist die nach deutschem Recht registrierte UBS Europe SE, eine Tochtergesellschaft der unter schweizerischem Recht registrierten UBS AG. Die Verteilung des vorliegenden Dokumentes ist nur unter den in dem anwendbaren Recht abgefassten Bedingungen gestattet. Das Dokument wurde unabhängig von spezifischen oder künftigen Anlagezielen, einer besonderen finanziellen oder steuerlichen Situation oder individuellen Bedürfnissen eines bestimmten Empfängers erstellt. Das Dokument dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch eine Einladung zur Abgabe eines Angebotes, zum Vertragsabschluss, zum Kauf oder Verkauf von irgendwelchen Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten dar. Die im vorliegenden Dokument beschriebenen Strategien, Produkte und/oder Wertpapiere können in verschiedenen Ländern oder für gewisse Anlegertypen für den Verkauf/Erwerb ungeeignet oder unzulässig sein. Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit und Vollständigkeit hinsichtlich der im Dokument erwähnten Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen. Die Angaben in diesem Dokument werden ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt, dienen ausschließlich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Die vergangene Performance (ob simuliert oder effektiv) ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die dargestellte Performance, soweit nicht ausdrücklich anders vermerkt, versteht sich nach Kosten, lässt aber allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen unberücksichtigt. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Sollte die Währung eines Finanzproduktes oder einer Finanzdienstleistung nicht mit Ihrer Referenzwährung übereinstimmen, kann sich die Performance aufgrund der Währungsschwankungen erhöhen oder verringern. Jegliche Information oder Meinung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Sowohl UBS AG als auch die übrigen Mitglieder der UBS-Gruppe sind zu Positionen in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten sowie zu deren Kauf bzw. Verkauf berechtigt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis einer der oben genannten Gesellschaften – zu welchem Zweck auch immer – weder reproduziert noch weiterverteilt noch neu aufgelegt werden. Dieses Dokument enthält «zukunftsgerichtete Aussagen», die unter anderem, aber nicht nur, auch Aussagen über unsere künftige Geschäftsentwicklung beinhalten. Während diese zukunftsgerichteten Aussagen unsere Einschätzung und unsere Geschäftserwartungen ausdrücken, können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. Quelle für sämtliche Daten und Grafiken (sofern nicht anders angegeben): UBS Asset Management (ein Geschäftsbereich des UBS-Konzerns).

© UBS 2017. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

[www.ubs.com/deutschlandfonds](http://www.ubs.com/deutschlandfonds)

Nur für professionelle Kunden / institutionelle Investoren | Juli 2017