



Aquila & Co. AG | 3. Juli 2017

Gibt es einen FED-Call? Können US-Aktien eine Reduktion der FED-Bilanz verkraften?

Die FED hat ein Interesse, dass Aktien, Anleihen und Immobilien weder zu billig, noch zu teuer sind. Die Notenbankpolitik versucht deshalb gezielt, die Preise in die Höhe zu treiben, falls Sie „zu tief“ sind, wie dies während der globalen Finanzkrise der Fall war. Derzeit sind in den USA Aktien, Anleihen und Immobilien „sehr teuer“. Aus Gründen der Finanzmarktstabilität wird es immer wahrscheinlicher, dass die FED kein Interesse an einer Fortsetzung der Aktienhaussache hat. Vielmehr wird sie aktiv versuchen, eine Überhitzung an den Märkten zu bekämpfen, indem sie schneller die Zinsen erhöht oder beginnt, ihre aufgeblähte Bilanz zu schrumpfen.

Sind Immobilien, Aktien und Anleihen zu günstig, kollabiert die Wirtschaft

Die US-Wirtschaft ist seit Jahrzehnten eine „assetpreisgetriebene Volkswirtschaft“. Sinkt der Preis von Immobilien, Aktien oder Anleihen unter ein bestimmtes Niveau, haben die Kreditnehmer und die Kreditgeber ein „Collateral Problem“. Angstsparen, Kreditklemmen und ein Zusammenbruch der Konjunktur sind die regelmässige Folge.

Die FED hasst zu tiefe Assetpreise wie der Teufel das Weihwasser

Deshalb ist die FED eine Institution, die nicht nur auf die Inflationsrate und die Arbeitslosenquote „schaut“. Ganz im Gegenteil: die FED bemüht sich sehr zu verhindern, dass Aktien, Immobilien und Anleihen unter die „kritischen Werte fallen“.

Im Finanzjargon spricht man in diesem Zusammenhang vom sogenannten FED-Put. Gemeint ist, dass die FED sozusagen an die Finanzmärkte einen „kostenlosen Put“ schreibt und dadurch ein Absinken der Aktien-, Anleihen- und Immobilienmärkte unter den (unbekannten) Strike verhindert. Der Begriff Put ist hierbei, zumindest bis jetzt noch, nicht wörtlich zu nehmen, da die FED nicht bereit ist, unlimitiert Aktien, Anleihen und Immobilien zum Strike zu kaufen, um Kurseinbrüche unter dem Strike zu verhindern.

Ihre Methoden sind indirekter Natur: Sie senkt die Zinsen, versucht die Märkte durch entsprechende Aussagen zu beruhigen und weitet, falls die ersten beiden Massnahmen ungenügend sind, ihre Bilanz aus, indem sie sogenannte „kontrollierte quantitative Lockerung“ durch das Aufkaufen von Anleihen durchführt. Letztere Massnahme stellte ebenfalls noch keinen expliziten Put für Anleihen dar, da der Aufkauf nicht unlimitiert erfolgte, sondern nach einer im Voraus festgelegten und kommunizierten Menge, sodass ein Durchschlagen der Anleihenpreise unter den Strike möglich war.

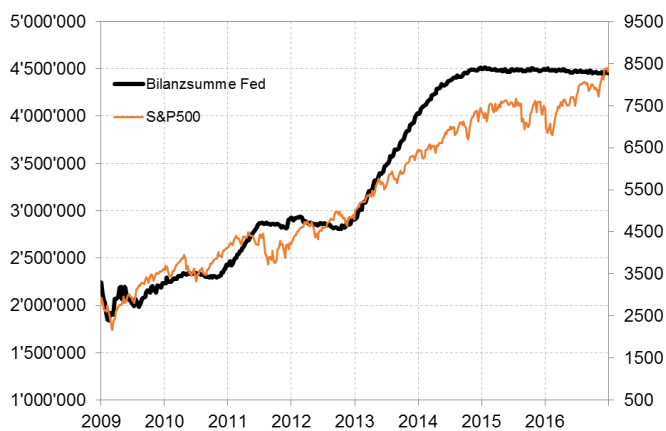
Trotzdem ist es wohl, grob betrachtet, richtig davon auszugehen, dass die FED versucht, die Assetpreise nicht unter ein bestimmtes Niveau fallen zu lassen und bereit ist, nahezu alles Zentralbankmögliche zu unternehmen, um dieses Ziel auch zu erreichen.

Der Unterschied zwischen zentralbankmöglich und menschenmöglich ist hierbei leider vernachlässigbar. Der Phantasie sind kaum Grenzen gesetzt, wie die Diskussionen über Helikoptergeld und Abschaffung des Bargeldes zeigen.

Grafik 1 zeigt die Fed-Bilanzsumme und den S&P500 seit 2009.

Es scheint, dass zumindest über diesen Betrachtungszeitraum ein enger Zusammenhang zwischen der Bilanzausweitung und dem S&P500 bestand.

Grafik 1: FED-Bilanzsumme in Mio. USD (linke Skala) und S&P500 Total Return Index (rechte Skala)



Quelle: Thomson Reuters & Datastream

Wie Grafik 2 zeigt, war die FED-Politik, was die Erhöhung der Assetpreise betrifft, äusserst erfolgreich: Das Nettovermögen aller US-Haushalte war noch nie so hoch wie „heute“.

Die orange Linie zeigt den Durchschnittswert seit 1950 an. Aktuell beträgt das Nettovermögen der Haushalte fast 500% des Bruttoinlandproduktes. Bis Mitte der 90er Jahre schwankte die Kennzahl um 350%.

Dies ist ein Hinweis darauf, dass Aktien, Anleihen und Immobilien gesamthaft betrachtet sehr teuer sind. Die letzten lokalen Maxima konnte man im März 2000 und im Juni 2007 beobachten.

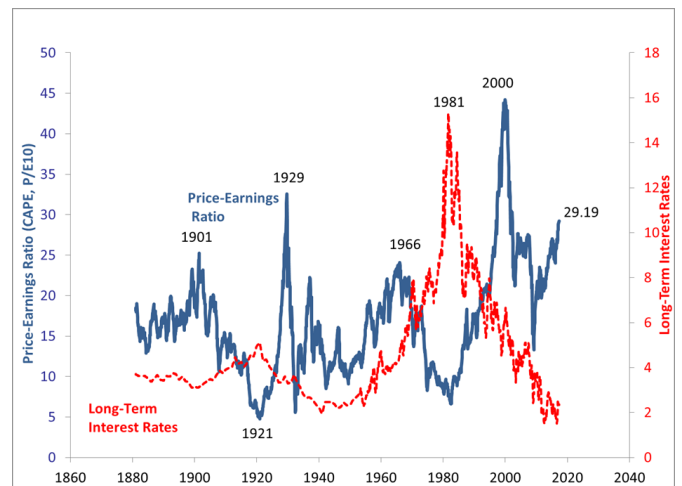
Grafik 2: Nettohaushaltsvermögen der US-Haushalte in Prozent des Bruttoinlandproduktes



Quelle: Bloomberg

Die Shiller-PE's zeigen ebenfalls klar auf, dass US-Aktien extrem teuer sind:

Grafik 3: Shiller PE für US-Aktien und Verzinsung langfristiger Staatsanleihen



Quelle: Homepage von Prof. Shiller <http://www.econ.yale.edu/~shiller/>

Ausser während der Tech-Bubble 2000 und 1929 waren US-Aktien, gemessen am Shiller-PE, noch niemals so teuer wie heute.

FED sollte aufgrund hoher Assetpreise ebenfalls beunruhigt sein

Genauso, wie die FED bei „zu tiefen“ Assetpreisen beunruhigt ist, sollte sie eigentlich im Falle „zu hoher“ Assetpreise beunruhigt sein, da diese ebenfalls die Finanzmarktstabilität gefährden und das Platzen von Überbewertungsblasen meistens zu heftigen Finanzkrisen und Rezessionen führt.

Assymetrische Angstfunktion

Leider zeichnet sich die Zentralbankpolitik weltweit durch eine hohe Asymmetrie der Geldpolitik aus: Im Krisenfall und im Falle „tiefer Assetpreise“ wird exzessiv stimuliert, im umgekehrten Falle einer boomenden Wirtschaft und „hoher Assetpreise“ werden die vergangenen Stimuli zu zaghaft und in der Regel nicht vollständig zurückgefahren. Diese Asymmetrie wird den Finanzmarktteilnehmern sogar regelmässig kommuniziert. Problematisch an dieser Vorgehensweise ist, dass das geldpolitische Munitionslager irgendwann leer ist, wie das bei jedem Munitionslager ist, wo mehr verschossen, als aufmunitioniert wird.

Es braucht also mit anderen Worten wesentlich deutlichere Signale, dass die Zeiten „gut“ sind, die Assetpreise „zu hoch“ sind, um die FED zum „Schreiben eines FED-Calls“ zu bewegen. Im umgekehrten Falle werden wesentlich weniger deutliche Signale, dass die Zeichen schlecht sind, die Assetpreise tief sind, benötigt, um die FED zum „Schreiben eines FED-Puts“ zu bewegen.

Es scheint der FED mittlerweile nicht entgangen zu sein, dass die „Zeiten nicht mehr so schlecht“ sind: Die Arbeitslosenquote beträgt mittlerweile nur noch 4.3%, die Kapazitätsauslastung ist in den meisten Industrien „normal“. Ebenfalls scheint die FED sich langsam Gedanken darüber zu machen, dass US-Aktien teuer sein könnten. Im März Communiqué des Federal Open Market Committee finden sich kritische Gedanken der FED zur hohen Bewertung von US-Aktien.

Bereits im Juni äusserte sich Frau Yellen erneut besorgt über die hohe Bewertung von US-Aktien. Sie erwähnte ausdrücklich, dass diverse Bewertungsmassstäbe zur Konklusion führen, dass klassische Bewertungsbänder, die man als fair erachten könnte, überschritten wurden.

Interessant ist nun, dass die FED sich im selben März-Communiqué Gedanken über die Reduktion der FED-Bilanz gemacht hat. Diese Massnahme kann man bereits als ersten zaghaften Versuch der FED interpretieren, einen Call zu schreiben.

Vor 2 Wochen wurde den Märkten nun konkret mitgeteilt, wie die Bilanzreduktion durchgeführt werden würde. Ein konkretes Datum wurde jedoch noch nicht mitgeteilt.

Fazit: Alle US-Assets, Anleihen, Aktien, Immobilien, Private Equity usw. sind nach traditionellen Massstäben sehr hoch bewertet. Die notwendige Asymmetrie hinsichtlich der Deutlichkeit des Überbewertungssignals, welches die FED zur aggressiveren Reduktion der Stimuli verlangt, dürfte gegeben sein. Somit ist die Wahrscheinlichkeit sehr hoch, dass die FED einer weiteren Fortsetzung der Hausse an den US-Aktienmärkten nicht tatenlos zuschauen wird, sondern beginnen wird, „Calls zu schreiben“. Letzteres ist natürlich nicht wörtlich gemeint, sondern beinhaltet solche Massnahmen, wie beispielsweise die Reduktion der FED-Bilanz, schnellere Zinserhöhungen und die Beeinflussung der Anleger durch Statements.

Investoren sollten deshalb hinsichtlich des US-Aktienexposures nicht zu sportlich unterwegs sein. Europäische Aktien und ausgewählte Schwellenländeraktien bieten sich als Alternativen an.

Kontakt: Thomas Härter, Investment Office
Tel.: +41 58 680 60 44