

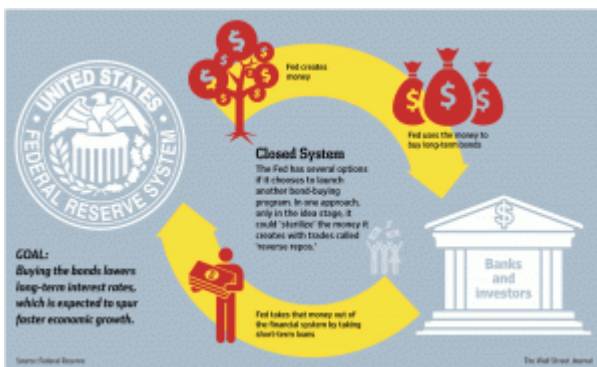
Fed – Sterilized QE

Description

Jon Hilsenrath schreibt im "Wall Street Journal" über eine neue Variante von "Quantitative Easing" QE, die die Fed zurzeit diskutiert. ["Sterilized' Bond Buying an Option in Fed Arsenal"](#) erschien am zurückliegenden Mittwoch, am Vortag war der Dow 200 Punkte abgetaucht.

Die nächste FOMC-Sitzung findet am kommenden Dienstag statt. Ob die Fed hier (jetzt doch) ein neues Anleihekauf-Programm ankündigt? Hilsenrath gilt als Mann mit guten Verbindungen zur Fed. Über ihn lässt die Fed von Zeit zu Zeit Versuchsballons los, um die Meinung der „Märkte“ zu testen.

Das neue „Werkzeug“ im Arsenal der Fed heißt gemäß Hilsenrath „Sterilized QE“: Die Fed könnte mit frischem Geld langfristige Bonds kaufen, aber zugleich darauf Einfluss nehmen, ob und wie diese zusätzliche Liquidität eingesetzt wird. Technisch soll die „Sterilisierung“ des Liquiditätseffekts dadurch bewirkt werden, dass sich die Fed kurzzeitig (für 28 Tage) Geld von den Investoren zurückleiht (siehe Chart!).



Die Zielrichtung ist wie bei den früheren QE-Programmen: Investoren sollen aus langfristigen Anleihen herausgedrängt werden, das soll die langen Zinsen drücken und die Akteure zu riskanteren Anlagen verleiten. Das wiederum soll die Ausgaben- und Investitionsfreude von Haushalten und Unternehmen steigern.

Die Fed sah sich zuletzt zunehmender Kritik ausgesetzt, mit ihren Liquiditätsprogrammen heize sie die Inflation an: Liquiditäts-Zuflüsse ließen die Preise für Aktien und Rohstoffe steigen, der Dollar würde geschwächt; über die Rohstoffpreise würde das allgemeine Preisniveau angeheizt. Die Fed hat solche

Befürchtungen immer wieder zu zerstreuen versucht. Einer der Versuche, preistreibende Effekte herunterzuspielen, gipfelte in einem [Papier der Fed von San Francisco](#), das sogar den gegenteiligen Effekt auf die Rohstoffpreise nahe legt.

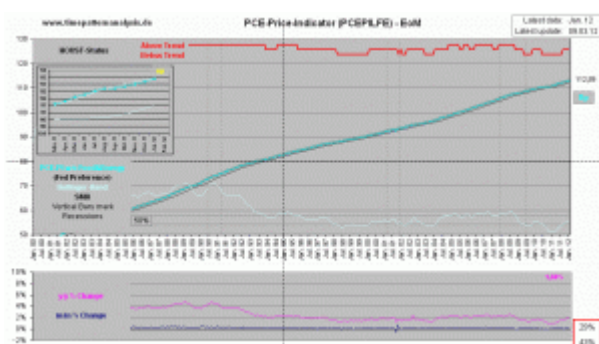
Seit 2008 hat die Fed verschiedene Bond-Kauf-Programme aufgelegt. Mit QE1 und QE2 (Quantitative Easing) wurden zwischen 2008 und Juni 2011 insgesamt rund 2,3 Bill. Dollar an Liquidität neu geschaffen, indem mit „frischen Geld“ hauptsächlich TBonds und hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS) angekauft wurden. Mit der im September beschlossenen [Operation Twist](#) verkauft die Fed im Volumen etwa 400 Mrd. Dollar kurzfristige Staatsanleihen und investiert den Erlös in langfristige Bonds. Da es sich um eine Tauschoperation handelt, wird dabei kein neues Geld geschaffen.

In allen Fällen war das Ziel, die Zinsen am langen Ende zu drücken, um Investitionen und Ausgaben von Unternehmen und Haushalten anzukurbeln. (Wenn es nur darum ginge, Ausgaben und Investitionen anzukurbeln, könnte die Fed es sich einfach machen und die Zinsen für Überschussreserven der Banken senken, ja, sie sogar negativ machen. In diesem Falle würden die Banken ihre Kreditfähigkeit verstärken – zumindest so lange es keine starke Deflation gibt.)

„Sterilized QE“ ähnelt der „Operation Twist“. Da fragt sich, warum der Aufwand? Es hat sich z.B. am SMP-Programm der EZB gezeigt, dass es schwierig ist, die langfristigen Zinsen durch direkte Ankäufe der Notenbank zu kontrollieren. Mit „Sterilized QE“ lassen sich die Effekte kurzfristig besser steuern, hofft man. Zudem könnte das Programm auch mit Finanzinstitutionen außerhalb des Bankenbereich durchgeführt werden, wie z.B. Geldmarkt-Fonds. Ein Seiteneffekt von QE ist nämlich, dass es den Vorrat an hochqualitativen Sicherheit im Markt reduziert. Das stellt für Geldmarkt-Fonds ein Problem dar. Sie müssen dann entweder mehr Risiko eingehen und etwa auf ausländische Papiere zurückgreifen, oder sie werden mehr und mehr in ihrer Möglichkeit beschränkt, Kredite gegen solche Sicherheiten zu vergeben. Mit „sterilised QE“ könnten Geldmarkt-Fonds auskömmliche Zinsen bekommen und gleichzeitig zur Liquiditätssteuerung mit herangezogen werden.

Dennoch: Das neue Programm ist so neu nicht. Umso eher liegt es nahe, dass es ein Versuchsballon ist und vor allem etwas mit dem Managen von Erwartungen zu tun hat.

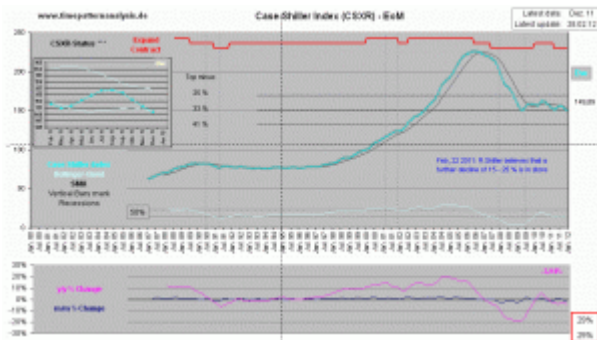
[Zu Jahresbeginn hatte die Fed zum ersten Mal in ihrer Geschichte ein Inflationsziel ausgegeben](#). Da dies mit 2% höher liegt als die mit 1,4% bis 1,8% prognostizierte Steigerungsrate des PCE-Price-Indikators (PCEPILFE – siehe Chart!), war angenommen worden, ein neues QE-Programm stecke in der Pipeline. [Fed-Chef Bernanke hat vor kurzem aber angedeutet, dass es zunächst kein neues QE-Programm geben wird](#). Die „Märkte“ hatten daraufhin umgehend mit „Enttäuschung“ reagiert.



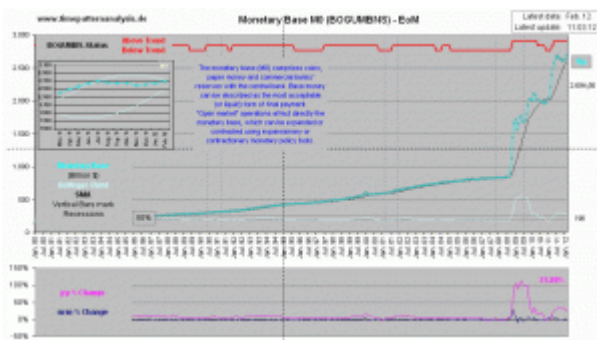
Hilsenraths Artikel dürfte damit auch die Funktion haben, zu signalisieren, dass die Fed das Thema "QE" nicht "ad aucta" gelegt hat.

Hilsenrath hat nicht erwähnt, welche Papiere mit dem in Diskussion befindlichen Programm gekauft werden könnten. Die starke Reaktion von Hausbau- und Bankaktien in den zurückliegenden Tagen legt nahe, dass

die „Märkte“ einen Fokus auf den Hypotheken-Sektor erwarten. Wenn die Banken auf diese Art MBS-Papiere los würden, verbesserten sich ihre Bilanzen. Ein Blick auf die Hauspreisentwicklung belegt, dass im Immobilienbereich noch kein Frühling angebrochen ist (siehe Chart!).



Die Auswirkungen der bisherigen Liquiditätsprogramme zeigen sich u.a. an folgenden Fakten: Die Überschussreserven im Fed-System belaufen sich auf 1,56 Bill. Dollar, die Geldbasis M0 ist im Jahresvergleich um fast 22% angewachsen (siehe Chart!). Die Überschussreserven haben das Potenzial, die Geldmenge um rund 16 Bill. Dollar zu steigern, wenn die Banken darauf basierend bei einem Mindestreserveverhältnis von 10% Kredite gewähren. So lange sich der private Sektor jedoch im „Deleveraging“ befindet, bleibt es aber bei einem rein theoretischen Potenzial.



Kein Artikel über QE ohne "ordnungspolitische" Kritik: Wenn die Zinsen künstlich gedrückt werden, werden dadurch Fehlallokationen begünstigt. Von billigem Geld (ver)leitet, werden Investitionen getätigt, die sich als wenig rentabel erweisen könnten. Zusätzliche Nachfrage entsteht durch billiges Geld erst, nachdem die Wirtschaft wieder Tritt gefasst hat. Mit künstlich niedrigen Zinsen wird die Reihenfolge umgedreht: Es ist nicht die Nachfrage, die zu Investitionen führt, sondern es wird investiert, weil es gerade so günstig ist. Indem die Reihenfolge herumgedreht wird, muss Menge und Art der zusätzlichen Nachfrage „geahnt“ werden, sie ist ja noch nicht vorhanden. Das begünstigt Fehlentscheidungen mit entsprechenden Kosten.

Mit künstlich gedrückten Zinsen besteht die Gefahr, eine zeitlang ein trügerisches Gefühl von realwirtschaftlicher Prosperität zu haben. Nicht von ungefähr wird eine Liquiditätsschwemme ja auch mit „Doping“ verglichen. Rauschmittel machen abhängig, der Abhängige braucht immer mehr.

Eines ist sicher: Sollten sich „Deflationssorgen“ in Gestalt fallender Aktienkurse und Rohstoffpreise breit machen, wird die Fed alsbald zur Geldspritze greifen. Dann dürfte auch die Kritik an inflationärer Wirkung schnell verstummen.

Ob die Tatsache, dass am Freitag griechische CDS getriggert wurden, ein Katalysator dafür sein kann? Zwar geht es saldiert „nur“ um eine Summe von rund 3,2 Mrd. Dollar, die Einzelforderungen werden jedoch 20-mal so hoch geschätzt. Dagegen spricht allerdings alleine schon, dass das alles schon lange bekannt ist.

Nachtrag:

(14.3.12) Die Fed-Bilanz (Charts con [Econbrowser](#))

