# Von QE zu UC

## Description

Mit QE3 will die Fed monatlich 40 Mrd. Dollar ausgeben, um MBS zu kaufen. Das macht knapp 500 Mrd. Dollar jährlich so lange, bis das erklärte Ziel erreicht und die Arbeitslosenquote auf einem akzeptablen Niveau angekommen ist. Zwar hat Fed-Chef Bernanke nicht gesagt, was damit gemeint ist, er hat sogar bestritten, dass die Fed eine bestimmte Zahl ins Auge gefasst hat. Dafür hat der Präsident der Fed von Minneapolis, Kocherlakota, eine Zahl genannt: 5,5%.

Jeden Monat müssen in den USA 125.000 Jobs neu geschaffen werden, um mit der Bevölkerungsentwicklung Schritt zu halten. Mit 250.000 neuen Arbeitsplätzen monatlich kann die Arbeitslosenquote nach einem Jahr um gut ein Prozent sinken. Damit das geschieht, muss die Wirtschaft aber um mehr als 3% pro Jahr wachsen. Diesen günstigen Umstand angenommen, braucht es rund drei Jahre oder 1,5 Bill. Dollar Bilanzverlängerung der Fed, um QE3 zum Ziel zu führen. Realistisch gerechnet, könnte es auch doppelt so lange dauern – oder noch länger, z.B. „ewig“…

Der Präsident der Dallas Fed, Fisher, und Gegner der neuesten QE-Runde, sagte kürzlich: „Die Wahrheit ist, dass niemand (…) wirklich weiß, was die Wirtschaft zurückhält. Niemand weiß wirklich, was die Wirtschaft wieder auf Kurs bringt. Und niemand –tatsächlich keine Zentralbank auf diesem Planeten- hat die Erfahrung, wie wir erfolgreich nach Hause zurückkehren von einer solchen Fahrt, auf der wir noch nie waren.“ Fisher sieht mit weiterem QE mehr Risiken als Chancen und warnt vor unbeabsichtigten Konsequenzen, "unintended consequences" – "UC", die mit "QE" folgen könnten.

Nicht zufällig hat die Dallas-Fed ein Arbeitspapier veröffentlicht, dessen Kernpunkte ich im folgenden wiedergebe.

Der Verfasser, William R. White, ehemals Chefvolkswirt der BIS und jetzt bei der OECD tätig, sieht den roten Faden der Zentralbank-Politik in den zurückliegenden fünfundzwanzig Jahre seit dem Aktien-Crash 1987 darin, mit Mitteln der Geldpolitik wirtschaftliche Abschwünge abzufedern. Das führte zu einer Folge von platzenden Blasen an den Finanzmärkten, die von der japanischen Hauspreis- und Aktienmarktblase 1991 über die Asienkrise 1997, die Schieflage des LTCM 1998, die Technologie-Blase 2000 bis zur Hauspreis-Blase im 2007 reicht. Mit QE1,2,3 fahren die Zentralbanken auf diesem Weg ungehemmt fort.

Die immer größeren Finanzmarktblasen sind eine Nebenwirkung einer solchen Geldpolitik. Je lockerer die Geldpolitik heute ist, je stärker muss die Liquiditätsflut künftig sein. In dieser exponentiellen Entwicklung büßen die geldpolitischen Instrumente der Zentralbanken allmählich an Wirksamkeit ein.

Andere Nebenwirkungen gehen weit über eine mittelfristig wirksame Inflationsgefahr hinaus. Billiges Geld fördert eine leichtfertige Kreditvergabe, was ohnehin geschwächte Banken bedroht. Versicherungen büßen mit sinkenden Zinsen Ertragskraft ein, das bedroht die Altersvorsorge. Dasselbe gilt, wenn Versicherungen versuchen, dem entgegen zu wirken, indem sie höhere Renditen in spekulativeren Anlageformen suchen. Je stärker die Aktionen der Notenbanken sich in einzelnen Märkten niederschlagen, je stärker sind diese Märkte verzerrt und verlieren ihre Funktion, „echte“ Marktpreise zu bilden. Das führt zu Fehlallokationen in der Finanz-, wie in der Realwirtschaft.

Regierungen werden durch künstlich niedrige Zinsen zu höherer Verschuldung angehalten, die Sanierung des Staatshaushalts wird herausgezögert. Der Kauf von Staatsanleihen gefährdet die Unabhängigkeit der Zentralbanken. Je stärker die Geldpolitik die Stabilität des Finanzsystems fokussiert, je mehr verlieren die

Notenbanken die Preisstabilität aus dem Auge. Niedrigzinspolitik verstärkt die ungleiche Entwicklung der Einkommen, konservative Sparer werden benachteiligt. Sie begünstigt Schuldner gegenüber Kreditgebern. So wenig wie Sparen begünstigt wird, so wenig wird die Akkumulation von Kapital gefördert.

Allen diesen „unintended consequences“ steht gegenüber, dass die Politik der Liquiditätsflut ein unmittelbar drohendes Desaster vermeiden kann und Zeit kauft. Die muss genutzt werden, um durch geeignete wirtschaftspolitische Maßnahmen die Nachfrage neu zu beleben und durch explizite Schuldenreduzierung, sowie strukturelle Reformen die Basis für künftiges Wachstum zu schaffen. Das erste würde Keynes gefallen, das zweite Hayek. Eines kann die ultralockere Geldpolitik nach White aus sich selbst heraus aber nicht leisten: Ein starkes, nachhaltiges und gleichgewichtiges Wachstum erzeugen.

Also kommt es darauf an, dass die Regierungen die mit der Liquiditätsflut gekaufte Zeit nutzen. Wenn das allerdings nicht geschieht, überwiegen die längerfristigen Effekte der „unintended consequences“ und man muss folgerichtig fordern, dass die Geldpolitik in die Gegenrichtung gehen muss, und zwar unabhängig davon, in welchem Zustand sich die Wirtschaft gerade befindet. Das wäre sehr schmerzhaft, aber immer noch weniger schmerzhaft als wenn man es bei der ultralockeren Geldpolitik beließe, schreibt White.

Selbst wenn die von der kurzfristigen geldpolitischen Lockerung gekaufte Zeit genutzt würde, ist der Ausstieg aus der Liquiditätsflut schwierig. Man zögert, die Zinsen anzuheben, so lange das Wachstum niedrig ist. Außerdem fürchtet man nachteilige Effekte auf die Finanzstabilität. Regierungen sind gegen höhere Zinsen, weil sie dann womöglich damit konfrontiert werden, dass die Staatsverschuldung zwischenzeitlich auf ein nicht haltbares Niveau angestiegen ist. Nicht zuletzt ist auch die „gut vernetzte“ Finanzindustrie dagegen, weil das zu gefährlich sei.

Wenn die Krise vorüber ist, schreibt White, sollten die Zentralbanken Kreditgetriebene Aufschwünge aggressiver unterbinden und nachfolgende Abschwünge zulassen.

Er schließt: „Wenn die Regierungen die gekaufte Zeit nicht weise nutzen, dann kann sich die andauernde wirtschaftliche und finanzielle Krise nur verschlimmern, indem sich die unbeabsichtigten Konsequenzen der gegenwärtigen Geldpolitik materialisieren.“

> White zeigt richtig auf, dass eine ultralockere Geldpolitik ein Finanz-Desaster kurzfristig verhindern, aber keinen nachhaltigen Aufschwung produzieren kann. Er befasst sich eingehend und zutreffend mit den „unintended consequences“ einer solchen Politik. Ob aber tatsächlich das Zeitfenster für eine angemessene Aktion der Regierungen noch offen ist (oder anders gesagt: Die Grundsteine für die „unintended consequences“ noch nicht so weit gelegt sind, dass man diese Politik sofort beenden muss), halte ich für zweifelhaft. White sieht keine grundsätzlichen Probleme bei der Zurücknahme der ultralockeren Geldpolitik, sondern stellt auf „weiche Faktoren“ ab. Auch hier, denke ich, haben die Zentralbanken mittlerweile kaum noch Spielraum. Abgesehen davon dürfte auch der Wille hierzu fehlen.