

QE3: Nur Psychologie?

Description

Mit [QE3 sollen zwei Ziele erreicht werden](#): Die langfristigen Zinsen, insbesondere die von Hypothekenanleihen (MBS), sollen niedrig bleiben, Assetpreise sollen steigen. Steigende Assetpreise sollen über den Wohlstandseffekt den persönlichen Konsum steigern und so das Wirtschaftswachstum beflügeln.

Seit Bekanntgabe von QE3 sind die MBS-Zinsen tatsächlich gesunken, die Hypothekenzinsen haben allerdings kaum reagiert. Die Renditen für 10-jährige Treasuries sind deutlich angestiegen. Die unmittelbare Marktreaktion unterlegt damit erst einmal nicht, dass QE3 auf dem richtigen Weg ist.

Wenn per QE-Programm bestimmte Preise steigen, so ist der dadurch bedingte Wohlstand künstlich, er geht nicht zurück auf eine reale Zunahme des gesellschaftlichen Reichtums. Und vor allem: Dieser Wohlstand ist zeitweilig. Denn wenn die Fed eines Tages ihre vollmundigen Ankündigungen wahr macht und ihre mit QE3 jährlich um fast eine halbe Bill. Dollar verlängerte Bilanz wieder verkürzt, werden die Zinsen deutlich steigen. Diese steigenden Zinsen drücken die Assetpreise, sie belasten das Wirtschaftswachstum. Der Wohlstandseffekt wird zurückgedreht, bestenfalls (nur) so weit, als hätte es nie ein QE3 gegeben.

Die Fed unterstellt mit ihrem Wohlstandsargument offenbar irrational handelnde Wirtschaftssubjekte; denn würden sie rational handeln, würden sie auf einen künstlichen und zeitweiligen Wohlstandseffekt nicht mit steigendem Konsum reagieren, [sagen Kritiker des QE3-Programms](#).

Sie verweisen darauf, dass zu Präsident Carters Zeiten versucht worden sei, die Wirtschaft per Inflation zu stimulieren. Die Theorie war damals, dass das niemand wirklich merken würde und so würden die Reallöhne sinken, ebenso die Lohnstückkosten, Arbeitsplätze würden neu geschaffen und so die Wirtschaft stimuliert. Die Realität sah dann anders aus: Inflation und Arbeitslosigkeit stiegen gleichzeitig an und strafen die Erwartung irrationaler Wirtschaftssubjekte Lügen. Genauso, so die Kritiker, wird die Fed mit QE3 scheitern, weil sie irrationale Wirtschaftssubjekte unterstellt.

Das Argument ist schwach. Es ist einerseits schwach, weil man durchaus zu der (rationalen) Auffassung gelangen kann, die Fed werde sehr lange warten, bis sie ihre Bilanz wieder verkürzt (wenn überhaupt). Dann aber könnte besagte nominale Wohlstandssteigerung ziemlich lange anhalten, wenn sie denn überhaupt eintritt.



Andererseits ist es ein Streit um des Kaisers Bart, ob Wirtschaftssubjekte rational handeln oder nicht. Nicht nur das ist rationales Handeln, das auf einen langen Zeithorizont ausgelegt und wirtschaftswissenschaftlich begründet ist – wenn der zu lang ist, zieht sowieso der Keynesche Spruch „in the long run we are all dead“. Auch der, der etwa dem [Keynesschen Herdentrieb](#) gemäß handelt, handelt rational, obwohl klar ist, dass er sich auf eine zeitweilige (Mode-)Strömung einlässt. So haben sehr wohl auch die rational gehandelt, die bei dem US-Immobilienboom per „House-Flipping“ mitgespielt haben. Irrational wurde es erst, wenn diese 2006/2007 nicht rechtzeitig abgesprungen sind, als noch die „greater-fool“-Theorie nutzbar war.

Makropolitik, egal ob mit Mitteln der Geldpolitik oder mit der Steuerung der Staatsausgaben, ist in Marktwirtschaften nur dann erfolgreich, wenn sie den Wirtschaftssubjekten überzeugend vermittelt, dass ein bestimmtes Handeln in ihrem Sinne ist. Der in Aussicht gestellte Effekt muss auch über einen gewissen Zeitraum eintreten, denn so irrational sind die Wirtschaftssubjekte gewöhnlich nicht, dass sie leeren Versprechungen hinterher laufen.

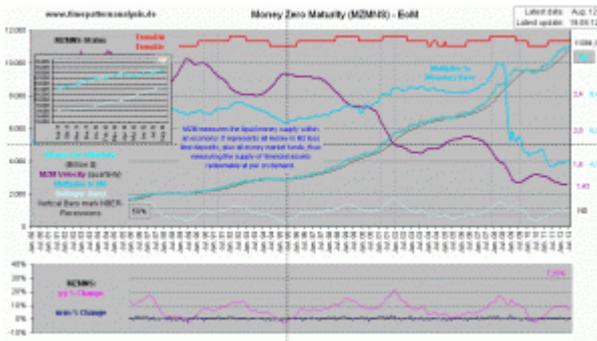
[Michael Woodford hatte in Jackson Hole die bisherigen Programme QE1 und QE2 im Sinne der Psychologie der Erwartungen fundierter kritisiert](#): Die Geldpolitik kann in einer Liquiditätsfalle nur Erfolg haben, wenn sie die Zukunftserwartungen glaubhaft beeinflusst. Das kann mit einem QE-Programm nur gelingen, wenn die Wirtschaftssubjekte zu der Auffassung gelangen, die Zinsen bleiben über einen unbeschränkten Zeitraum tief – und zwar auch dann, wenn der Aufschwung einsetzt, bzw. die Inflation steigt. Höhere Inflationserwartungen sind angesichts der Leitzinsen von nahe null zudem die einzige Möglichkeit, dem Ungleichgewicht hoher Ersparnisse und gleichzeitig geringer Investitionen zu begegnen (Liquiditätsfalle).

Wenn die Fed die Botschaft aussendet, die Zinsen bleiben nur so lange tief, so lange die Wirtschaft schwach ist, wird das als Prognose einer anhaltend gedrückten Wirtschaftsentwicklung aufgefasst. Damit beeinflussen die tiefen Zinsen aber das Ausgabe- und Investitionsverhalten der Wirtschaftssubjekte nicht – im Gegenteil. Die Botschaft verleitet bestenfalls zum Abwarten, so Woodford.

Woodford fordert daher ein anderes Kriterium für ein Anheben des Leitzinses als den Zeitpunkt, ab dem es mit der Wirtschaft wieder aufwärts geht. Wenn ein solches Kriterium die Botschaft beinhaltet, dass das Fed auch bei einer verbesserten Wirtschaftslage die Zinsen nicht erhöht, rechnen die Wirtschaftssubjekte mit dauerhaft tiefen realen Zinsen und sehen dann einen Anlass ihre Ausgaben jetzt zu steigern.

[Er schlägt als Kriterium das nominale BIP vor, dass den \(realen\) wirtschaftlichen Wohlstand und die Teuerung erfasst, konkret sollte der Wachstumspfad des nominalen BIP vor Herbst 2008 als Zielvorgabe genommen werden.](#)

Die **Ohnmacht der Geldpolitik** wird in folgendem Chart deutlich. Der Multiplier des gewählten Geldmengenaggregats MZM, dem Maß der Versorgung der Wirtschaft mit liquiden Mitteln, zur Geldmenge M0 (Monetary Base – Bargeld plus Bankreserven bei der Zentralbank), ist im Herbst 2008 eingebrochen und hat sich seitdem nicht erholt. M0 ist durch die Liquiditätsflut der Fed im Zeitraum August 2008 bis August 2012 von 850 auf 2650 Mrd. Dollar angestiegen. Die Schlussfolgerung: Die Fed kann die in der Wirtschaft umlaufende Geldmenge heutzutage nur noch in einem sehr viel geringeren Umfang als zuvor steuern. Das ist gleichbedeutend mit der Feststellung, die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik sind gestört.



Woodfords Einlassungen sind stichhaltig, was die "psychologische" Kritik an QE1 und QE2 betrifft. QE3 geht zumindest einen kleinen Schritt in die von Woodford gewiesene Richtung.

Der entscheidende Punkt ist aber nicht die psychologische, taktische Sichtweise, d.h. die Frage, wie erreicht werden kann, dass die Wirtschaftssubjekte wieder mehr Geld ausgeben. Der entscheidende Punkt ist, wohin die Reise fundamental geht. Die Notenbanken ziehen aus dem Versagen ihrer bisherigen Politik den Schluss, wenn die Liquiditätsflut bisher nicht ausgereicht hat, wird sie eben potenziert.

Den Geldhahn aufzudrehen, ist das eine, ihn wieder zuzudrehen, das andere. Technisch mag das gehen, politisch nicht. Das Rad zurück zu drehen, bedeutet nicht nur, zeitweilige Anschubeffekte wieder zu kassieren. Durch die Liquiditätsschwemme werden extreme Fehlallokationen bewirkt. Wenn die Liquidität eines Tages wieder eingesammelt würde, sterilisiert, wie es so schön heißt, bricht dieses auf billigstem Kapitalangebot aufgebaute System sofort zusammen. Vgl hierzu z.B. auch "[Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences](#)" von William R. White.

Die Konsequenz heißt statt dessen: "QEternity". Wobei „ewig“ nicht wörtlich gemeint ist... [Polleit meint, „ewig“ könnte vielleicht drei Jahre bedeuten](#). Mag sein, mag aber auch sein, dass Beobachter wie der CoBa-Chefvolkswirt Krämer recht haben, die (noch) [einige Jahre Konjunkturüberhitzung kommen sehen, die sich vielleicht zunächst sogar ganz gut anfühlt](#).