

QE-Politik gescheitert?

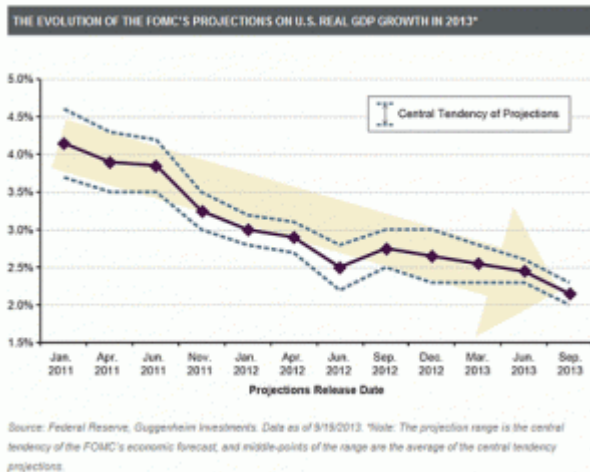
Description

Die Fed hat erwartungsgemäß auf ihrer jüngsten FOMC-Sitzung die QE- und Zins-Politik beibehalten. Auch sonst nichts Neues: Erst wenn die Arbeitslosenquote 6,5% erreicht und/oder die Inflationsrate 2,5% überschritten hat, stellt sich hinsichtlich Anleihekäufen eine neue Situation dar. Die nachhaltig geringe Teuerungsrate wird als ein Risiko für die wirtschaftliche Entwicklung herausgestellt. Auch nach Auslaufen des QE-Programms und in einer stärkeren wirtschaftlichen Erholung sollen die Leitzinsen noch längere Zeit tief bleiben.

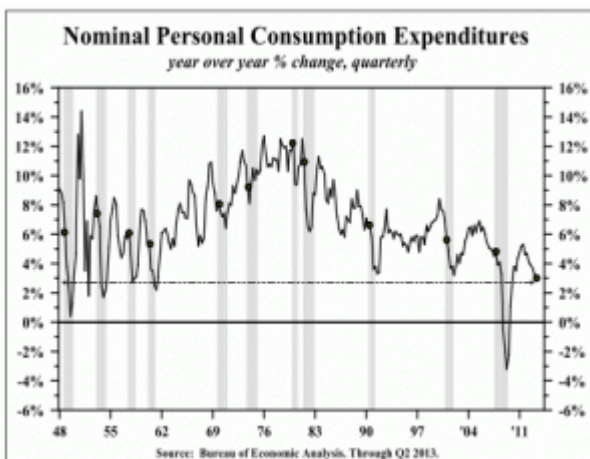
[Hoisington beschäftigt sich im Bericht zum dritten Quartal](#) mit den Möglichkeiten der Zentralbanken, Wachstum und Inflation zu beeinflussen. Ihre Instrumente seien zwar gut geeignet, um überbordende Nachfrage und anziehende Inflation zu bekämpfen. Wenn aber in einer stark überschuldeten und disinflationären Situation die Leitzinsen erst einmal nahe Null heruntergefahren wurden, erweisen sich die Zentralbanken als machtlos, um Inflation und Wachstum anzuregen.

Vier Überlegungen legen nahe, dass dies auch aktuell der Fall sein wird, heißt es. Erstens waren die Fed-Prognosen zuletzt stets zu optimistisch, was darauf hindeutet, dass sie die Wirkungsweise ihrer QE-Aktivitäten falsch einschätzt. Zweitens sind die Schuldenpegel in den USA so hoch, dass die traditionellen Transmissionsmechanismen der Geldpolitik nicht greifen. Drittens haben neuere, unterschiedlich angelegte Untersuchungen gezeigt, dass die QE-Politik ineffektiv ist. Viertens raubt die abnehmende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes der Fed die Möglichkeit, effektiven Einfluss auf die wirtschaftlichen Aktivitäten zu nehmen.

Die Fed irrt sich bei ihren Projektionen regelmäßig. Während der laufenden Expansion waren ihre Vorhersagen des realen BIPs und der Inflation konsistent höher als es die Wirklichkeit dann zeigte. Im Herbst vergangenen Jahres sagte sie z.B. im Mittel für 2013 ein Wachstum von 2,7% voraus. Die Vorhersage könnte um fast 50% verfehlt werden, heißt es. Der nachfolgende Chart zeigt eine Übersicht von [Guggenheim Investments](#).

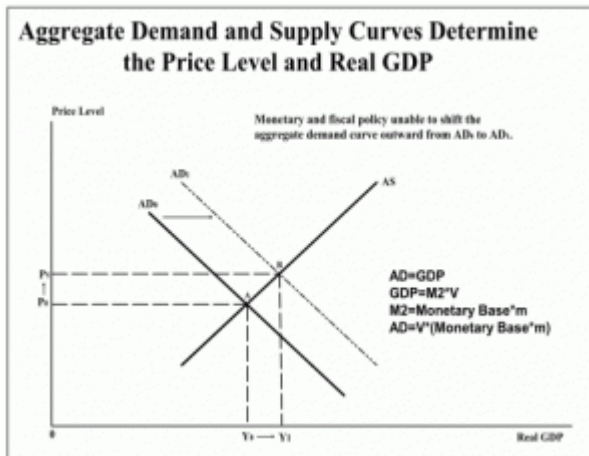


Ein Grund für diese Abweichungen dürfte darin bestehen, dass die Fed den Wohlstandseffekt steigender Aktienkurse auf die Verbrauchsausgaben überschätzt. Das zeigt sich z.B. am jährlichen Wachstum der Konsumausgaben, das in den zurückliegenden drei Jahren von über 5% im Frühjahr 2011 auf gerade mal 2,9% per Halbjahr 2013 abgenommen hat.



Das sinkende Wachstum der Konsumausgaben steht in Einklang mit dem sinkenden Wachstum der Gesamtwirtschaft. In den USA wuchs die Wirtschaft zwischen 1870 und den späten 1990er Jahren jährlich im Schnitt um 3,7%. Das Wachstum lässt nach, wenn öffentliche und private Schulden zusammen 260 bis 275% des BIP übersteigen, schreibt Hoisington. In 2000 wurde die genannte Schuldenwallmauer durchbrochen und seitdem hat sich das Wachstum auf 1,8% jährlich ermäßigt. (Siehe hierzu auch "[Wachstumsillusionen | Teil 3](#)")

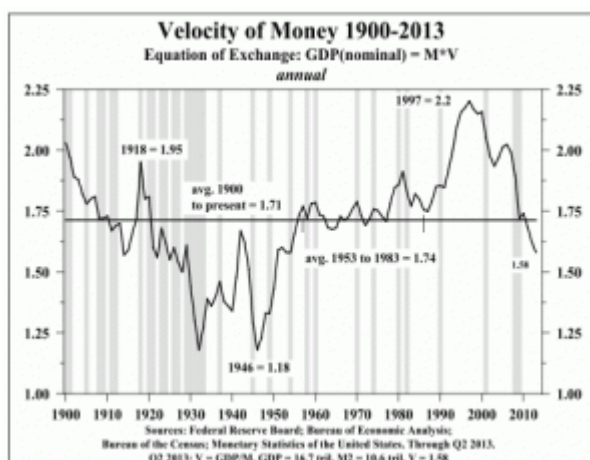
Überbordende Verschuldungspegel blockieren den monetären Einfluss auf die real-wirtschaftlichen Aktivitäten. Die USA hat nun fünf Jahre Erfahrung mit massiver QE-Politik, die Bilanz der Fed hat sich in dieser Zeit vervierfacht. Drei unabhängige, auf der diesjährigen Zentralbankerkonferenz in Jackson Hole vorgestellte Studien haben gezeigt, dass diese Maßnahmen keinen Erfolg hatten und haben werden. Die QE-Maßnahmen sind (im aktuellen Kontext) nicht in der Lage, die aggregierte Nachfrage (AD) im nachfolgend gezeigten Diagramm nach rechts zu verschieben. AD bestimmt durch den Schnittpunkt mit dem aggregierten Angebot (AS) Preisniveau und BIP. Das nominale BIP entspricht Irving Fisher zufolge dem Produkt aus Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit.



Zur Begründung gibt z.B. Robert E. Hall, u.a. auch Mitglied im "NBER Cycle Dating Committee", an, dass eine Expansion der Reserven im Bankensystem eher zu wirtschaftlicher Kontraktion führt (siehe unten). Zudem führt die Kombination von niedrigen Investitionen und niedrigem Konsum zu einem außergewöhnlich starken Rückgang der Nachfrage. Das müsste deutlich negative reale Zinsen bewirken, wegen der Null-Grenze bei den nominalen Zinsen und geringer Inflation ergibt sich aber nur ein leicht negativer Effekt. Das trägt dazu bei, dass die Reaktion hierauf weniger deutlich ausfällt, d.h. weniger Anleger aus Zinsanlagen heraus- und in produktivere Anlagen hineingetrieben.

Die QE-Maßnahmen der Fed sind offensichtlich nicht in der Lage, die **Umlaufgeschwindigkeit des Geldes** zu kontrollieren und die AD-Kurve nach außen zu verschieben. Die Umlaufgeschwindigkeit erreichte 1997 ihre Spitze, als private und öffentliche Schulden auf die Schallmauer zustrebten, oberhalb derer sie unproduktiv werden. Sie lag im zweiten Quartal 2013 so tief wie in sechs Dekaden nicht. Indem die Fed seit den 1990ern einen Anstieg der Schuldenpegel zuließ, legte sie die Grundlage für ihre eigene Machtlosigkeit.

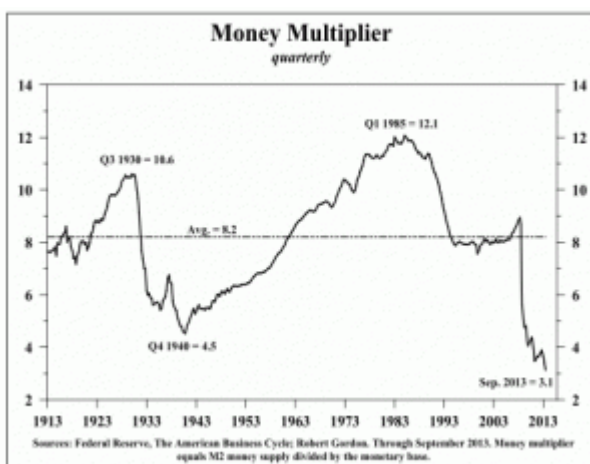
Fisher hatte recht, als er 1933 sagte, eine sinkende Umlaufgeschwindigkeit sei genau wie auch eine schwache Gesamtnachfrage ein Symptom extremer Verschuldung. Eugen von Böhm-Bawerk hatte damals bereits festgestellt, dass ausufernde Schulden zukünftiger Konsumverzicht sind. Auch Minskys Feststellung gehört hierher, wonach ein Kredit einen Einkommensstrom generieren muss, der geliehenen Betrag und Zinsen darstellen kann. In diesem Sinne gibt es gute (produktive) Schulden und schlechte (unproduktive). Je höher die Verschuldung, je höher ist das Risiko schlechter Schulden.



Die massive QE-Politik der Fed hat nicht nur nicht viel bewirkt, sie hat **unerwartete negative Konsequenzen**

produziert. So wird die Ressourcen-Allokation im Bankensystem tangiert. Mit ihrem Kapital haben Banken zwei große Optionen. Sie können sich einerseits auf ihre historisch überkommene Rolle besinnen und Kredite auszureichen. Mit künstlich niedrigen Zinsen ist jedoch das Gewinnpotenzial hieraus minimal – v.a. auch angesichts des Risikos in der eingetretenen Wachstumsschwäche. Sie können sich aber auch auf den Eigenhandel an den Börsen konzentrieren, spekulieren. Das verspricht mehr Gewinn – bei höherem Risiko. Wenn Mittel in riskantere Geschäfte gesteckt werden, sind angesichts ihrer Knappheit weniger für das traditionelle Kreditgeschäft vorhanden. Das fehlt der Wirtschaft dann für Wachstum.

Das bestätigt auch die These von Hall, dass durch Überschussreserven steigende Aktienkurse für wirtschaftliches Wachstum benötigte Mittel von Krediten abziehen. Allerdings ist es nicht ganz einfach, diesen Zusammenhang zu belegen. Eine Möglichkeit ist die Analyse des Verlaufs des **Geld-Multiplikators**, der die Verbindung zwischen Geldbasis und Geldversorgung darstellt. Er steht aktuell mit 3,1 auf dem tiefsten Stand in der 100-jährigen Geschichte der Fed. 1940 hatte er bei 4,5 den zuvorigen Tiefstand markiert. Bevor die Fed mit ihrer QE-Politik begann, stand er bei 9,32. Die Geldbasis umfasste damals 850 Mrd. Dollar, heute sind es 3,5 Bill. Dollar.



Wenn die im Zuge der QE-Politik geschaffenen Reserven wie früher in die Wirtschaft gingen, sollte der Multiplikator höher liegen, schreibt Hoisington. Da diese Reserven spekulative Aktivitäten, aber kaum Kredite finanzieren, verbleiben sie bei den großen Banken und lassen den Multiplikator sinken. Damit ist eine der unbeabsichtigten Konsequenzen der QE-Politik, dass sie das Wachstum schwächt, wie Hall ausführt. Aktionäre haben profitiert, ein durch den Wohlstandseffekt herbeigeführter Nachfrageimpuls ergab sich aber kaum. Das ist auch besonders dann nicht verwunderlich, wenn Aktien vor allem von institutionellen Anlegern gehalten werden.

Die Nominalzinsen sind in diesem Jahr angestiegen, die Realzinsen sogar noch stärker wegen der schwachen Teuerungsrate. Das Wachstum dürfte für den Rest des Jahres kaum über 1% kommen, also weniger als die 1,6% in den zurückliegenden vier Quartale. Eine spürbare Verbesserung in 2014 ist zweifelhaft: Wegen Zeitverzögerungen wird etwa die Hälfte der diesjährigen Steuererhöhung in Höhe von 275 Mrd. Dollar erst nächstes Jahr wirksam, zudem werden die finanziellen Konsequenzen von "Obamacare" zurzeit von den Unternehmen auf die Haushalte transferiert und wirken dann als eine de-facto Steuererhöhung. In einem solchen Szenario ist kaum zu erwarten, dass die Inflation zulegt. Der Abwärtstrend bei langfristigen Zinsen sollte daher bald wieder aufgenommen werden, glaubt Hoisington.

Hoisington stellt plausibel dar, dass die Möglichkeiten der Zentralbanken asymmetrisch sind. je weiter sich die Leitzinsen gegen Null absenken, je ohnmächtiger werden sie. Hinzu kommt, dass die Geldflut Banken einen zusätzlichen Anreiz gibt, ihre Kreditfähigkeit einzuschränken und den Eigenhandel zu präferieren – sichtbar am Geld-Multiplikator. Die

Geldumlaufgeschwindigkeit ist Anzeichen für erlahmende wirtschaftliche Aktivität und überbordende Schuldenlast.

Im folgenden Chart sind Geldbasis, Umlaufgeschwindigkeit und Multiplikator zusammengefasst. Phasen problematischer wirtschaftlicher Entwicklung zeichnen sich dadurch aus, dass eine sinkende Umlaufgeschwindigkeit zusammentrifft mit einer aufgehenden Schere zwischen Geldbasis und Multiplikator. In diesem Sinne "gesunde" Phasen gab es dementsprechend in der ersten Hälfte der 1990er Jahre, zwischen Mitte 2003 und Mitte 2006, sowie zwischen August 2009 und September 2010.

