

New York Times - BESTSELLERAUTOR
JAMES RICKARDS

NACH DEM KOLLAPS

DIE SIEBEN GEHEIMNISSE
DES VERMÖGENSERHALTS
IM KOMMENDEN CHAOS

FBV

manager
magazin
Bestseller-
Autor

James Rickards
NACH DEM KOLLAPS

Die sieben Geheimnisse
des Vermögenserhalts
im kommenden Chaos

New York Times -BESTSELLERAUTOR
JAMES RICKARDS

NACH DEM KOLLAPPS

DIE SIEBEN GEHEIMNISSE
DES VERMÖGENSERHALTS
IM KOMMENDEN CHAOS

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:

info@finanzbuchverlag.de

1. Auflage 2019

© 2019 by FinanzBuch Verlag,
ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

Die englische Originalausgabe erschien 2016 bei Portfolio unter dem Titel »Aftermath«.

© 2019 by Portfolio.

All rights reserved including the right of reproduction in whole or in part in any form.

This edition published by arrangement with Portfolio, an imprint of Penguin Publishing Group, a division of Penguin Random House LLC.

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Die im Buch veröffentlichten Ratschläge wurden von Verfasser und Verlag sorgfältig erarbeitet und geprüft. Eine Garantie kann dennoch nicht übernommen werden. Ebenso ist die Haftung des Verfassers beziehungsweise Verlages und seiner Beauftragten für Personen-, Sach- und Vermögensschäden ausgeschlossen.

Übersetzung: Karsten Petersen
Redaktion: Werner Wahls
Korrektur: Anja Hilgarth
Umschlaggestaltung: Marc-Torben Fischer, München
Umschlagabbildung: C.J. Burton
Satz: ZeroSoft, Timisoara
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck
Printed in Germany

ISBN Print 978-3-95972-249-0
ISBN E-Book (PDF) 978-3-96092-465-4
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-96092-466-1

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de

INHALT

Vorwort zur deutschen Ausgabe	8
Einführung: Kein Land in Sicht	13
Kapitel 1: Scattergoods	35
Kapitel 2: Öl ins Feuer gießen	72
Kapitel 3: Die Kosten der Freiheit finden.	109
Kapitel 4: Die Alpha-Falle	151
Kapitel 5: Geschenktes Geld	188
Kapitel 6: Das Abkommen von Mar-a-Lago.	227
Kapitel 7: Godzilla	262
Kapitel 8: Nach dem Kollaps.	291
Schlussfolgerungen.	325
Danksagung	345
Ausgewählte Quellen.	348
Anmerkungen	353

Für Ann

Dann sah ich: Das Lamm öffnete das erste der sieben Siegel; und ich hörte das erste der vier Lebewesen wie mit Donnerstimme rufen: Komm! Da sah ich und siehe, ein weißes Pferd; und der auf ihm saß, hatte einen Bogen. Ein Kranz wurde ihm gegeben und als Sieger zog er aus, um zu siegen.

Offenbarung 6, 1-2

VORWORT

ZUR DEUTSCHEN AUSGABE

Der Aufstieg von populistischen und nationalistischen Parteien in vielen Ländern der Welt ist nicht zu übersehen. Er ist auf der politischen Führungsebene zu beobachten (in Österreich, Brasilien und den Vereinigten Staaten), in Form von Regierungskoalitionen (in Italien), wachsenden Minderheiten (in Deutschland und Frankreich) und erfolgreichen populistischen Volksabstimmungen (Großbritannien). Ein weiteres wichtiges Land in diesem Feld ist die Türkei. Russland wird schon seit der Jahrtausendwende von einem autoritären Populisten regiert, und China, das zwar formal ein kommunistisches Land ist, wird inzwischen von einem quasi-totalitären Nationalisten regiert, der sich einen kommunistischen Anstrich gibt. Diese Trends in entwickelten Nationen und bedeutenden Schwellenländern vollziehen sich, während zahlreiche andere Staaten in Lateinamerika, im Nahen Osten und in Afrika schon lange autoritär oder populistisch regiert werden, oder beides.

Diese populistisch-nationalistische Welle hat die Globalisten zur Verzweiflung getrieben. Sie beklagen den Niedergang des Multilateralismus, der die internationalen Beziehungen seit dem Fall der Berliner Mauer im Jahr 1989 bis zu den Regierungen von Barack Obama und Angela Merkel dominiert hat; beide sind eingefleischte Globalisten, die nach dem Ende des Kalten Krieges die Hoffnungen der politischen Eliten verkörperten. Auf ihrer Agenda stehen multilaterale Handelsabkommen, reibungslose Einwanderung, globale Lieferketten, Klimawandel-Ideologie und die wirtschaftliche Entwicklung Chinas, selbst auf Kosten von Arbeitsplätzen im Westen. Heute sind die meisten dieser Ziele in weite Ferne gerückt oder liegen völlig in Trümmern. Die politischen Führer der Globalisten sind im Ruhestand oder werden es bald sein. Nachfolger, die dem Populismus widerstehen, sind nicht in Sicht. Stattdessen beobachten wir den Aufstieg radikaler politischer Führer, die für einen kruden Sozialismus und noch extremere Ziele eintreten, zum Beispiel Steuererhöhungen,

ein bedingungsloses Grundeinkommen, die »Modern Monetary Theory« (ein direkter Weg in die Insolvenz) und den undurchführbaren und unnötigen Green New Deal, wie er in den USA vorangetrieben wird. Aus Sicht des US-Normalbürgers reisen die Befürworter des Green New Deal im Privatjet, während sie uns erzählen, wir müssten unsere CO₂-Emissionen reduzieren. Wann ich mit dem Zug von Boston nach Berlin werde reisen können, kann mir freilich niemand sagen.

Die populistische Rechte und die radikale Linke befinden sich heute in einer eskalierenden Schlacht der Ideen, und hin und wieder auch in Straßenschlachten, die eine beklemmende Ähnlichkeit zu den Schlachten zwischen Kommunisten und angehenden Nazis aufweisen, die auf den Straßen Deutschlands zu Zeiten der Weimarer Republik tobten. Leider könnte sich diese Ähnlichkeit in den kommenden Jahren noch verstärken.

Wie ist es so weit gekommen?

Nach dem Kollaps beantwortet diese und viele andere Fragen mit einem umfassenden Blick auf machtvolle Trends in Wirtschaft, Politik und auf anderen Gebieten wie Verhaltenspsychologie, Physik und geostrategischen Entwicklungen. Die Antworten sind nicht nur erstaunlich, sondern machen Hoffnung auf einen nicht-katastrophalen Gang der Ereignisse. Die Frage ist nämlich nicht, ob wir positive Entwicklungen werden erreichen können (das können wir), sondern ob wir klug genug sind und schnell genug handeln werden, um sich bietende Chancen zu ergreifen. In dieser Hinsicht sind Zweifel angebracht.

Ab einer gewissen Schwelle ist der Aufstieg von Nationalismus und Populismus nicht mehr als spontane Aktion, sondern als vorhersehbare *Reaktion* auf die Exzesse und blinden Flecken der globalistischen Eliten zu verstehen. Wenn die Eliten chinesisches Wachstum auf Kosten westlicher Arbeitsplätze fördern, wieso haben sie nicht damit gerechnet, dass die Arbeiterschicht dieses Programm ablehnt? Wenn die Eliten eine multikulturelle Agenda – die selbst ein soziales Konstrukt ist – verfolgen, wieso haben sie nicht damit gerechnet, dass Menschen mit starken kulturellen, religiösen und regionalen Bindungen diese Agenda ablehnen? Ab welchem Punkt werden polnische Kindermädchen in Liverpool, honduranische Erntehelfer im kalifornischen Salinas und syrische Ladenbesitzer in Berlin unter der einheimischen Bevölkerung die Frage

provozieren, ob sie ihnen Arbeitsplätze wegnehmen und ihre beruflichen Chancen schmälern? Hier kommt es nicht darauf an, Partei zu ergreifen, sondern einfach nur zu erklären, warum eine globalistische Agenda, die ohne Rücksicht auf ihre empfundenen oder tatsächlichen Auswirkungen auf die Arbeiterschicht durchgesetzt wird, eine Totgeburt ist.

Darüber hinaus beschäftigt sich *Nach dem Kollaps* mit anderen Themen, welche die politische Debatte in Deutschland und anderen Teilen der Welt befeuern. Die Geschichte der US-Staatsverschuldung wird skizziert, von George Washington bis Donald Trump. Dabei wird klar, dass diese Schulden nicht kontinuierlich gestiegen sind, sondern hauptsächlich zu Kriegszeiten erhöht wurden, um dann im Frieden wieder dramatisch reduziert zu werden. Noch 1836 hatten die USA überhaupt keine Schulden – sie waren während der Amtszeit von Präsident Andrew Jackson zurückgezahlt worden, der auch die US-Zentralbank (damals: Nationalbank) abschaffte, bis sie 1913 als »The Fed« wiedergeboren wurde. Durch diese akkordeonartige Expansion und Kontraktion der Staatsschulden wurde erreicht, dass Washington sich Spielräume verschaffte, um die Verschuldung sehr schnell wieder erhöhen zu können, wenn Notsituationen oder existenzielle Krisen wie der Sezessionskrieg dies notwendig machten. Dieses Muster wurde erst in diesem Jahrhundert durchbrochen – zuerst von Präsident George W. Bush, der die Staatsverschuldung verdoppelte, und dann von seinem Nachfolger Barack Obama, der sie noch einmal verdoppelte. Das hat dazu geführt, dass die US-Verschuldungsquote heute bei über 105 Prozent liegt (in Deutschland waren es 2018 60 Prozent). Die USA sind zwar nicht insolvent, haben jedoch den Spielraum verloren, in einer Krise ihre Verschuldung erhöhen zu können. Allein dieser verlorene Spielraum und die Unredlichkeit ihrer politischen Führung könnten von sich aus eine Krise herbeiführen.

Sodann werfen wir einen Blick auf den Aufstieg der Verhaltenspsychologie und wie sie auf finanzielle Entscheidungsprozesse in der Wirtschaft und im privaten Umfeld angewendet wird, unter dem Banner der »Entscheidungsarchitektur«. Diese neue Disziplin ist wissenschaftlich fundiert, doch ihre praktische Anwendung ist geprägt von Überheblichkeit, Manipulation und Eigennutz, und zwar auf eine Art, die von den Betroffenen nur schwer zu durchschauen ist. Der Leser wird gewarnt, nicht in verhaltenspsychologische Fallen zu tappen, die ihm beim Ausfüllen

alltäglicher Formulare von Anlageberatern, Versicherungen oder Banken gestellt werden. In anderen Kapiteln wird die Modern Monetary Theory (MMT) betrachtet, die als Feigenblatt herhalten muss, damit der Staat hemmungslos Schulden machen kann, um damit ein Sammelsurium an progressiven Wohltaten zu finanzieren – kostenlose Gesundheitsfürsorge, kostenlose Kinderbetreuung, kostenlose höhere Bildung, bedingungsloses Grundeinkommen und andere Leistungen. Aber natürlich gibt es nichts umsonst. Wir untersuchen die versteckten Kosten der MMT und zeigen, dass sie langfristig untragbar sind. Wir sehen uns auch die historischen Ursprünge der MMT an, die auf das 1905 erschienene Werk *Die Staatliche Theorie des Geldes* des deutschen Ökonomen Georg Friedrich Knapp zurückgehen. Dabei stellen wir fest, dass die MMT eine Art von Geld propagiert, dessen Wert auf staatlichem Zwang beruht – durch die erzwungene Besteuerung des Bürgers. Die Ähnlichkeiten zwischen dem Denkgebäude der MMT und neofaschistischer Ideologie sind kaum zu übersehen.

Und schließlich werfen wir einen Blick auf die Zukunft der internationalen Währungsordnung, in der die Weltwährung des IWF, das sogenannte Sonderziehungsrecht (SZR), eine wichtige Rolle spielen könnte, neben durch Gold gedeckte digitale Währungen, die von Russland und China kontrolliert werden, oder einem echten Goldstandard für Länder, die nur geringe oder gar keine Goldreserven besitzen. Solche denkbaren Entwicklungen werden einem unheilvollen Szenario gegenübergestellt, nach dem es zu einem Zusammenbruch des Finanzsystems kommt und zu einer Rückkehr zu einer stärker merkantilistisch und landwirtschaftlich geprägten Weltwirtschaft, wie sie den Menschen im ausgehenden 19. Jahrhundert vertraut war.

Für seine Anstrengungen in Bezug auf Inklusion und fiskalische Besonnenheit verdient Deutschland Respekt. Es wird aber auch für seine neo-merkantilistische Handelspolitik kritisiert, die zu Handelsbilanzüberschüssen auf Kosten der Eurozonen-Mitgliedsländer und der Vereinigten Staaten führt. Deutschland ist weder besonders tadelnswert noch sonderlich lobenswert; vielmehr ist auch Deutschland zum Ziel der gleichen populistischen Reaktion auf globalistische Exzesse geworden wie die USA, Großbritannien und andere westliche Industrieländer. Da Deutschland es allerdings besser versteht, mit diesen widerstreitenden

Kräften umzugehen, ist es in der Lage, zu kreativen Lösungen zu kommen, während die USA und Großbritannien unter Polarisierung, Dysfunktion und politischen Grabenkriegen leiden.

Das zentrale Anliegen von *Nach dem Kollaps* ist nicht, Ängste zu schüren, sondern zu warnen. Ob Sie das, was kommen wird, beeinflussen können oder nicht, sei dahingestellt, aber jeder von uns kann sich darauf vorbereiten. Sie können Ihren Wohlstand für sich und Ihre Familie bewahren, indem Sie Trends erkennen, Signale verstehen und Ihr Portfolio auf Anlageklassen diversifizieren, die in jeder Krise der Menschheitsgeschichte ihren Wert behalten haben – Cash, Gold, Kunstwerke und Land. Wir sind dem Gang der Ereignisse nicht hilflos ausgeliefert. Diejenigen, die am besten informiert und vorbereitet sind, werden die kommende Krise und ihre Nachwirren mit dem geringsten Schaden überstehen.

James Rickards im August 2019

EINFÜHRUNG

KEIN LAND IN SICHT

Das Thema dieses Buches sind die Nachwirren der globalen Finanzkrise von 2008 und die Bestrebungen von Zentralbanken, zunächst einen völligen Zusammenbruch der Finanzmärkte zu verhindern, dann ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum herbeizuführen und schließlich ihre andauernden politischen Interventionen zu beenden. Außerdem wird dargelegt, dass die Krise nie wirklich beendet wurde, und es wird ein Weg aufgezeigt, wie in ihrer nächsten Phase Wohlstand gesichert werden kann. Wie die *Odyssee* ist diese zehn Jahre lange Reise nicht zu verstehen, ohne sich mit den Kämpfen zu beschäftigen, die ihr vorangingen. In diesem Buch werden wir die Vorgeschichte, die Nachwirren und die Zukunft der größten Finanzkrise seit der Weltwirtschaftskrise, die 1929 ihren Anfang nahm, betrachten.

In der *Odyssee*, dem epischen Drama des altgriechischen Dichters Homer, wird erzählt, wie der Held Odysseus und seine Mannen von Skylla und Charybdis bedroht werden, als sie nach dem Trojanischen Krieg heimwärts segeln. Skylla und Charybdis sind die gefürchtetsten Wesen der griechischen Mythologie, die nur einen Bogenschuss voneinander entfernt auf den gegenüberliegenden Felsen einer schmalen Meerenge hausen. Ihrem Wesen nach sind sie zwar weiblich, aber sie sind Ungeheuer. Skylla hat sechs Köpfe, und jedes ihrer Mäuler ist mit rasierklingscharfen Zahnreihen besetzt, die den furchterregenden Raubfisch aus dem Hollywoodthriller *Der Weiße Hai* wie einen zahmen Pudel erscheinen lassen. Ihre Taille ist ringsum mit geifernden Hundeköpfen bestückt, sie bewegt sich zu Wasser wie zu Lande mit zwölf tentakelartigen Beinen fort und verschlingt alles, was in ihre Reichweite kommt.

Über das Aussehen von Charybdis ist weniger bekannt, aber ihre Fähigkeiten sind ebenso furchterregend wie die der Skylla. Nach der griechischen Mythologie ist sie eine Tochter von Poseidon, des Gottes der Meere, und dreimal am Tag verschlingt sie das Meer und spuckt es

wieder aus. So erzeugt sie einen gewaltigen Meeresstrudel, in dem jedes Schiff, das ihm zu nahe kommt, mitsamt seiner Besatzung auf Nimmerwiedersehen verschwindet.

Odysseus hat eine schwere Entscheidung zu treffen. Er muss mit seinem Schiff die Meerenge passieren, und wenn er das eine Ungeheuer vermeiden will, kommt er dem anderen zu nahe. Er befiehlt seinen Mannen, das Schiff in sicherer Entfernung an Charybdis vorbeizulenken und sich der Gefahr durch Skylla auszusetzen. Er denkt sich, dass der Meeresstrudel das ganze Schiff mitsamt seiner Mannschaft verschlingen würde, während Skylla eine selektivere Bedrohung ist – eine klassische Anwendung von Risikomanagement. Das Wagnis zahlt sich aus: Zwar verschlingt Skylla sechs seiner Männer, doch die anderen und er selbst überleben, ihr Schiff bleibt heil, und sie können weitersegeln Richtung ihrer Heimat Ithaka.

Auf diesem Dilemma des antiken Helden Odysseus beruht die moderne Redewendung, sich »zwischen Skylla und Charybdis« zu befinden. Sie ist eine perfekte Metapher für den heutigen Zustand der Weltwirtschaft und die Entscheidungen, mit denen Staatenlenker und Politiker* konfrontiert sind. Odysseus war in der Lage, seine Entscheidung trotz der drohenden Gefahren mit kühlem Kopf abzuwägen. Die Entscheidungsträger von heute sind mit ähnlich schwierigen Alternativen konfrontiert, ohne jedoch vorhersehen zu können, welche schlimmer sein wird. Die Geschichte der Politik der Zentralbanken seit 2008 ist eine Odyssee auf dem Weg zurück zu normalen Zinssätzen und Bilanzen. In der ursprünglichen *Odyssee* erreicht der Held zu guter Letzt die Heimat, allen Gefahren zum Trotz. Im Jahr 2019 sind die Zentralbanken nach wie vor auf hoher See, ohne dass Land in Sicht wäre.

Dieser Odyssee der Zentralbanken im 21. Jahrhundert ging ihre eigene Version eines Trojanischen Krieges voraus. Ab dem Jahr 2000 war

* Anmerkung des Übersetzers: Um den Lesefluss nicht zu stören, wird in diesem Buch der Einfachheit halber bei der Bezeichnung von Personen und Personengruppen stets die männliche Form verwendet. Selbstverständlich ist dabei die weibliche Form (»Leserin«, »Politikerin« usw.) gleichrangig miteinbezogen.

Alan Greenspan, der damalige Chef der amerikanischen** Notenbank Federal Reserve, in schneller Folge mit vier Problemen konfrontiert, die beinahe zu einer Deflation führten. Das erste war das Platzen der Dot-com-Aktienblase ab März 2000. Das zweite war eine zyklische Rezession, die in den Vereinigten Staaten im März 2001 begann, im Rahmen eines globalen Abschwungs in den entwickelten Volkswirtschaften. Das dritte Problem waren die Terroranschläge vom 11. September 2001 und ihre geopolitischen Konsequenzen historischen Ausmaßes, die zu Versicherungsschäden von 40 Milliarden Dollar und einem Einbruch der Aktienmärkte um 7,1 Prozent an einem einzigen Tag führten. Auf diesen Absturz folgte die längste Aussetzung des Börsenhandels seit 1933, vom 11. bis zum 14. September 2001. Und schließlich eröffnete im Dezember 2001 Chinas Vollmitgliedschaft in der World Trade Organization (WTO) der größten Agglomeration von billiger Arbeitskraft und überschüssigem Kapital in der Geschichte der Menschheit den Zugang zu den Weltmärkten. Chinas Aufstieg als wirtschaftliche Großmacht setzte zahlreiche Preise unter einen Abwärtsdruck, der bis heute nicht nachgelassen hat.

Das Ergebnis war ein Flirt mit der Deflation, dem schlimmsten Albtraum eines jeden Zentralbankchefs. Der US-Verbraucherpreisindex (VPI) stieg 2001 um nur 1,55 Prozent, der niedrigste Anstieg seit 1986, und davor seit 1964. Nachdem er 2002 auf 2,38 Prozent geklettert war, fiel er 2003 wieder, nämlich auf 1,88 Prozent. Auf diese Entwicklung reagierte die Fed, indem sie ihren annualisierten effektiven Tagesgeldzinsatz von 6 Prozent im Januar 2001 bis zum Ende des Jahres auf 1,8 Prozent senkte. Dann hielt Greenspan diesen Leitzins bis November 2004 unter 2 Prozent, um die Gefahr einer Deflation zu bannen.

Eine Deflation ist das größte Schreckgespenst eines jeden Zentralbankchefs, weil sie den realen Wert von Schulden erhöht, was zu Insolvenzen führt, die wiederum die Solvenz der Zentralbank gefährden. Dementsprechend wirft die Erhöhung des realen Werts von Schulden ein Schlaglicht auf die wachsende Bürde der Staatsverschuldung und

** Anmerkung des Übersetzers: Mit »Amerika«, »Amerikaner« und »amerikanisch« sind in diesem Buch jeweils die »Vereinigten Staaten von Amerika«, der »US-Bürger« und »US-amerikanisch« gemeint. Um den Lesefluss nicht zu stören, wurde dieser Sprachgebrauch auch in der deutschen Übersetzung beibehalten.

stellt die Solvenz der USA infrage. Darüber hinaus führt eine Preisdeflation zu realen Verbesserungen des Lebensstandards der Bürger, die der Staat nicht wirkungsvoll besteuern kann. Durch Deflation wird Bargeld allmählich wertvoller, wodurch der Konsum gedämpft wird, mit dem das Wirtschaftswachstum steht und fällt. Schlimmer noch: Deflation ist eine Falle, aus der Zentralbankchefs mit den bekannten politischen Werkzeugen nicht entkommen können – ein Phänomen, das John Maynard Keynes als »Liquiditätsfalle« bezeichnet hat.

Greenspan gelang es, die Deflation in den Griff zu bekommen. Im Jahr 2005, dem letzten vollen Jahr seiner Amtszeit als Zentralbankchef, war der VPI wieder auf 3,42 Prozent geklettert, auf einen komfortablen Abstand zur Nullmarke. Doch Greenspan errang einen Pyrrhussieg. Die drei Jahre von 2001 bis 2004, in denen der Leitzins unter 2 Prozent lag, wurden zu Recht kritisiert als »zu lange zu niedrig«. Die niedrigen Zinssätze ließen die Immobilienblase entstehen und führten dazu, dass 2007 die Subprime-Hypothekenkrise ausbrach. Im Jahr darauf kam es zu einer globalen Finanzkrise, die beinahe den Bankensektor und das gesamte internationale Währungssystem zerstört hätte.

Was dann folgte, war eine noch extremere Version von Greenspans Antideflations-Medizin. Im Jahr 2008, dem Jahr der Krise, lag der VPI bei 0,09 Prozent, sogar noch niedriger als die 1,55 Prozent, die Greenspan 2001 verstört hatten. Greenspans Nachfolger Ben Bernanke senkte im Dezember 2008 den Leitzins auf 0 Prozent, auf dessen Niveau er bleiben würde, bis Janet Yellen, die nächste Fed-Chefin, ihn am 17. Dezember 2015 auf 0,25 Prozent erhöhte. Wenn Greenspans drei Jahre andauerndes Experiment mit Zinssätzen unter 2 Prozent die globale Finanzkrise in die Wege geleitet hatte, was sollte dann die Welt von der Nullzinspolitik halten, die seine Nachfolger Bernanke und Yellen sieben Jahre lang verfolgten?

Die Nullzinspolitik war keineswegs die einzige außergewöhnliche Maßnahme, die von der Federal Reserve unter Bernankes Führung ergriffen wurde. Bernanke leitete zudem eine noch nie da gewesene Orgie des Gelddruckens in die Wege, das sogenannte Quantitative Easing (QE, »quantitative Lockerung«). Dabei „druckte“ die Fed neues Geld, indem sie lang laufende Wertpapiere von großen Banken kaufte, die als Primärhändler an den Finanzmärkten auftraten. Diese Käufe wurden mit Geld

bezahlt, das die Fed aus dem Nichts geschöpft und den Banken einfach über entsprechende Buchungen gutgeschrieben hatte.

Diese quantitative Lockerung wurde in drei Runden vollzogen. Die erste, QE1, dauerte von November 2008 bis Juni 2010 an. QE2 begann im November 2010 und erfolgte bis Juni 2011, QE3 startete im September 2012 und wurde bis Oktober 2014 fortgesetzt. Durch diese drei Läufe der Notenpresse wurde die Geldbasis (im Fed-Jargon: die Geldmenge »Mo«) von 800 Milliarden auf 4,5 Billionen Dollar^{***} ausgeweitet. Die Gegenposition in den Büchern der Fed war ein 4,5 Billionen Dollar großer Berg aus US-Treasurys (Staatsanleihen) und »mortgage-backed securities« (MBS, »hypothekenbesicherte Wertpapiere«).

Die Auswirkungen von QE sind nach wie vor umstritten. Die meisten Experten räumen ein, dass QE1 eine sinnvolle Reaktion einer Zentralbank auf eine Liquiditätskrise gewesen sei, die mit dem Bankrott der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 in eine akute Phase eingetreten war. QE2 und QE3 ähnelten allerdings eher einem von Bernanke ausgebrüteten, historisch beispiellosen wissenschaftlichen Experiment.

Die Kritiker von QE waren rasch zur Hand mit der Behauptung, dass es zu einer Inflationswelle führen würde, so viel neues Geld zu drucken. Doch die Inflation ließ auf sich warten, da diese wenig mit der Geldmenge an sich zu tun hat. Inflation ist vielmehr ein psychologisches Phänomen, das auf Erwartungen und einer Form von adaptivem Verhalten beruht, die in der Mathematik als »Hypersynchronizität« bezeichnet wird. Die Geldmenge kann wie trockener Zunder sein, doch ohne einen Katalysator werden die Flammen der Inflation nicht ausbrechen. Von 2008 bis 2018 fehlte dieser Katalysator, weil die Verbraucher sparten, Schulden zurückzahlten und ihre finanziellen Verhältnisse konsolidierten. Nach 2008 ging die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes stark zurück, eine Entwicklung, die schon 1998 begonnen hatte. Die seelischen Wunden, die der Zusammenbruch der Märkte von 2008 geschlagen hatte, waren noch nicht verheilt. Aber der Zunder war da. Zehn Jahre nach der Krise zeichnete sich die Gefahr ab, dass die Sparneigung der Menschen rasch

*** Anmerkung des Übersetzers: Für einen besseren Lesefluss ist im Folgenden die Nennung von Dollar mit US-Dollar gleichzusetzen.

umschlagen konnte und sich zu einem selbst verstärkenden Verlust des Vertrauens in den Dollar und einer rapide steigenden Inflation auswachsen würde, wie es Ende der 1970er-Jahre der Fall gewesen war.

Die Befürworter von Bernankes QE verteidigten ihn gern mit der rhetorischen Frage: »Was hätte er denn sonst machen sollen?« Ende 2008 mussten die Vereinigten Staaten mit der schwersten Finanz- und Liquiditätskrise seit 1933 fertig werden. Bernankes akademischer Ruf beruhte darauf, dass er die Weltwirtschaftskrise gründlich studiert hatte, vor allem das entscheidende Jahr 1933, in dem US-Präsident Herbert Hoover von Franklin D. Roosevelt abgelöst wurde. Als ich Bernanke 2015 in Seoul traf, sprach er voller Bewunderung über Roosevelts Rolle bei der Bewältigung der Weltwirtschaftskrise. Er erzählte mir, dass Roosevelt kaum einmal genau gewusst habe, welche Folgen seine politischen Maßnahmen herbeiführen würden, und dass er viele Fehler gemacht habe. Dennoch habe Roosevelt es für besser gehalten, in einer Krise zu handeln statt gar nichts zu tun. Hippokrates wäre sicherlich anderer Meinung, aber Bernanke ist kein Arzt, sondern Ökonom. Wie Roosevelt war auch er entschlossen, eine wirtschaftliche Depression abzuwenden.

Bernankes QE beruht auf einer akademischen Theorie, die als »portfolio balance channel« (»Portfolio-Gleichgewicht-Kanal«) bezeichnet wird. Sie beruht auf der Idee, dass das Geld der Anleger ja irgendwohin fließen muss. Durch den Erwerb von lang laufenden US-Staatsanleihen reduzierte die Fed deren Gesamrendite und machte sie dadurch weniger attraktiv für Investoren. Dadurch wiederum wurden Aktien und Immobilien attraktiver, relativ gesehen. Wenn mehr Anlegergeld in die Aktien- und Immobilien-Kanäle floss, würden dadurch diese Anlagen im Wert steigen. Durch solche Wertsteigerungen würden mehr Sicherheiten für Kredite geschaffen. Die höheren Bewertungen solcher Assets würden außerdem einen Vermögenseffekt bewirken, der den Konsum fördern werde, da die Verbraucher sich wohlhabender fühlen und bereitwilliger mehr Geld ausgeben würden. Insgesamt würden mehr aufgenommene Kredite und höhere Konsumausgaben die Inflation in Richtung des Fed-Zielwerts von 2 Prozent hochtreiben, eine Normalisierung des Leitzinses erleichtern und das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu seinem früheren nachhaltigen Trendwert von über 3 Prozent zurückkehren lassen.

Tatsächlich stellte sich keines dieser Ergebnisse ein. Die aufgrund der von der Fed bevorzugten Kennzahl – der »core personal consumption expenditure« (PCE, »persönliche Kern-Konsumausgaben«) – ermittelte jährliche Inflationsrate verharrte sechs Jahre lang, bis 2017, unter 2 Prozent. Der Leitzins der Fed lag Mitte 2018 nach wie vor unter 2 Prozent, also deutlich unter den erwünschten 3,5 Prozent. Das reale BIP-Wachstum lag zwischen Juni 2009, dem Ende der vorangegangenen Rezession, und dem Ende des ersten Quartals 2018 bei unter 2,2 Prozent, also deutlich unterhalb des Langzeittrends. Als ab 2014 immer mehr wissenschaftliche Studien zum QE-Experiment veröffentlicht wurden, zeigte sich, dass die Ökonomen bestenfalls sagten, es habe keinen Schaden angerichtet. Es gab keinen Konsens, dass es irgendwelchen Nutzen gebracht hätte.

Bis 2015 wurden QE und die Nullzinspolitik beendet. Die Kritiker hatten falsch gelegen mit ihren Befürchtungen über Inflation; sie blieb aus. Die Fed hatte falsch gelegen mit ihrem Konjunkturprogramm; das Wirtschaftswachstum kehrte nicht wieder zu seinem Langzeittrend zurück. Die zehn Jahre andauernde Episode mit niedrigen Zinssätzen und aufgeblähten Zentralbankbilanzen entsprach weder den schlimmsten Befürchtungen der Kritiker noch den großen Erwartungen der politischen Entscheidungsträger.

Gleichwohl hatten QE und Nullzinsen durchaus einen Effekt: Es war der gleiche, den Greenspan in geringerem Umfang am Anfang des Jahrhunderts produziert hatte, nämlich Börsenblasen. Der Unterschied war jedoch, dass Greenspans Blase sich auf den Hypothekenmarkt beschränkte, obgleich die darauf folgende Panik auch alles andere erfasste, aufgrund von Leverage (überhöhter Fremdfinanzierungsquote), der wachsenden Zahl von Derivaten und der engen Vernetzung des globalen Bankensystems. Dagegen bildeten sich spätestens Ende 2018 überall Blasen – bei Aktien, Anleihen, Luxusimmobilien, in Schwellenländern und auf den chinesischen Kreditmärkten. Auch die Vernetzung der Märkte war noch dichter. Und wenn die Probleme von 2008 durch niedrige Zinssätze von 2001 bis 2004 verursacht wurden, dann waren jetzt die Risiken eine Folge niedriger Zinssätze *und* aufgeblähter Wertpapierbestände in den Büchern von Zentralbanken. Tatsächlich wurden diese Fehler nicht nur von der Fed gemacht, sondern waren ein typisches Merkmal der Aktionen von Zentralbanken in aller Welt.

Spätestens Ende 2015 waren die Zentralbanken krampfhaft bemüht, ihre Zinssätze und Bilanzen in den Bereich des Normalen zurückzuführen. Die Definition von »normal« war dabei spekulativ, da es ja noch nie ein historisches Beispiel für hochgradig abnorme Zinssätze und eine QE-Politik gegeben hatte. Selbst die Bank of Japan, die schon seit 1990 mit extremen Rezepten experimentiert, etwa mit negativen Zinssätzen und dem Kauf nicht nur von Staatsanleihen, sondern auch Aktien, hat angedeutet, ihren Kurs umkehren zu wollen. Im Fall der Federal Reserve könnte »normal« eine Bilanzsumme von 2,5 Billionen Dollar und einen Leitzins-Zielwert von 3,5 Prozent bedeuten – beide liegen weit entfernt von der tatsächlichen Position der Fed Anfang 2019.

Wenn von 1998 bis 2008 ein finanzieller Trojanischer Krieg tobte und danach der Weg zurück zur finanziellen Normalität einer Odyssee gleicht, dann stellt sich heute, im Jahr 2019, die Frage: Wo stehen wir nun? Die Antwort muss lauten: Leider ist nach wie vor kein Land in Sicht. Tatsächlich segeln wir direkt auf Skylla und Charybdis zu, die schon in Sichtweite sind. Wie Odysseus muss Fed-Chef Jerome Powell sich für einen Kurs entscheiden. Skylla ist eine globale Rezession und ein Einbrechen der Aktienmärkte um 60 Prozent; gravierend, aber noch zu bewältigen. Charybdis, der unersättliche Meeresstrudel, ist eine neue globale Liquiditätskrise, die das internationale Währungssystem nicht überleben würde.

Nach außen hin gibt die Fed sich zuversichtlich, was eine Rückkehr zur geldpolitischen Normalität angeht. Sowohl Janet Yellen als auch ihr Nachfolger Jerome Powell waren der Meinung, die Erhöhung des Leitzinses solle ganz allmählich erfolgen. In der Praxis bedeutet das vier Zinserhöhungen um je 0,25 Prozent im Jahr, jeweils im März, Juni, September und Dezember, mit gelegentlichen Unterbrechungen, die von starken Anzeichen für desinflationäre Tendenzen, ungeordnete Märkte oder nachlassende Schaffung von Arbeitsplätzen, ausgelöst werden könnten.

Die Normalisierung der Bilanzsumme soll noch stärker einem Automatismus folgen als die Zinserhöhungen. Die Fed wird ihre Wertpapierbestände nicht auf den Markt werfen, sondern vielmehr darauf verzichten, auslaufende Wertpapiere zu ersetzen. Wenn das US-Finanzministerium der Fed das Kapital einer auslaufenden »Treasury Note« (US-Staatsanleihe) auszahlt, verschwindet dieses Geld einfach, wenn es von der Fed vereinnahmt wird. Es ist das Gegenteil von Gelddrucken,

nämlich das Löschen von Geld. Statt QE haben wir jetzt QT: »Quantitative Tightening« (»quantitative Straffung«). Die Fed hat transparent kommuniziert, wie sie auf diese Weise ihre Bilanzsumme verkleinern will; allerdings sollte diese Transparenz nicht zu nachlassender Wachsamkeit führen. Anfang 2019 lag das Tempo der Bilanzverkleinerung bei 600 Milliarden Dollar pro Jahr, was die gleiche Wirkung hat wie vier Zinserhöhungen um 0,25 Prozent im gleichen Zeitraum. Die Gesamtwirkung von Zinserhöhungen und QT entspricht einem Anstieg des Leitzinses um 2 Prozent pro Jahr. Für eine Wirtschaft, die süchtig ist nach billigem Geld, ist das ein kalter Entzug.

Die Fed will Anleger glauben machen, die Kapitalmärkte hätten ihre Zinserhöhungen bereits eingepreist und QT sei ein »non-event«, der – mit den Worten der Fed – »im Hintergrund« ablaufen würde. Die Fed tut so, als könnten Sie ein Excel-Worksheet auf Ihrem Laptop laufen lassen, während Sie sich ungestört einen Netflix-Film ansehen. Diese Vorstellung ist nicht richtig. Die Einbildung, die Zinserhöhungen seien bereits eingepreist, ignoriert die Komplexität der globalen Finanzmärkte. Werden andere Länder, deren Währungen offiziell oder inoffiziell an den Dollar gekoppelt sind, im Gleichschritt mit der Fed ihre Zinssätze erhöhen, um den Wechselkurs zu stützen? Falls ja, werden dann genau diese Länder später gezwungen sein, die Dollarbindung aufzugeben, ihre Kapitalkonten zu schließen oder ihre Währung abzuwerten? Werden ungeordnete Aktienmärkte der Straffungspolitik der Fed in die Quere kommen, wie es zum Beispiel im September 2015 geschah, als die Fed den QT-»Liftoff« aufschob, oder im Dezember 2016, als die Fed schließlich doch den Leitzins erhöhte, um ihr Gesicht zu wahren? Diese Fragen veranschaulichen nur einige der negativen Folgen von Zinserhöhungen, denen die von der Fed eingesetzten Modelle nichts entgegenzusetzen haben.

Die Auffassung, die Normalisierung der Bilanz könne ohne störende Nebenwirkungen im Hintergrund ablaufen, ist sogar noch fragwürdiger als die Einbildung, die Zinserhöhungen seien bereits eingepreist. In den sechs Jahren von 2008 bis 2014 hat die Fed beinahe 4 Billionen Dollar an neuem Geld gedruckt, um die Kurse von riskanten Wertpapieren zu stützen. Jetzt will die Fed die Anleger glauben machen, es würde keine negativen Auswirkungen auf die Kurse genau dieser Wertpapiere haben, wenn sie 2 Billionen Dollar löscht, und das sogar in noch kürzerer Zeit.

Warum erhöht die Fed den Leitzins und löscht Geld? Weil ihre Gouverneure und Ökonomen sich unbeirrbar auf die Phillips-Kurve verlassen, obwohl es für diese Theorie keine empirische Unterstützung gibt. Sie besagt, dass eine niedrige Arbeitslosenquote zu steigender Inflation führen müsse. Anfang 2019 ist die US-Arbeitslosenquote mit 3,9 Prozent so niedrig wie seit 50 Jahren nicht mehr. Deswegen besteht die Fed darauf, dass – ungeachtet gelegentlicher Unterbrechungen – jetzt die Zeit gekommen sei, die Geldpolitik zu straffen, bevor es zu steigender Inflation kommt.

Doch die Phillips-Kurve hat nichts mit der Realität zu tun. Die 1960er-Jahre waren geprägt von niedriger Arbeitslosigkeit und steigender Inflation. Die späten 1970er-Jahre waren geprägt von hoher Arbeitslosigkeit und hoher Inflation. Die 2010er-Jahre waren geprägt von niedriger Arbeitslosigkeit und niedriger Inflation. Es besteht kein Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit, ebenso wie zwischen Inflation und Geldmenge kein Zusammenhang existiert. Inflation ist immer und überall ein psychologisches Phänomen. Wenn die Bürger das Vertrauen in eine bestimmte Form von Geld verlieren, steigt die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes immer schneller. Es ist pseudowissenschaftlich, die Phillips-Kurve als Grundlage für politische Entscheidungen heranzuziehen.

Der andere vorgeschobene Grund für das Straffen ist die offiziell zur Schau getragene Zuversicht der Fed, dass die amerikanische Wirtschaft auf dem besten Weg zu solidem Wachstum sei. Ganz ähnlich wie bei der Phillips-Kurve gibt es keine Belege für diese Annahme. Die US-Sparquote war bis Ende 2017 auf 2,1 Prozent gefallen, auf einen Bruchteil der Quote von 6,3 Prozent, die zwischen 1970 und 2000 zu verzeichnen war. Die Gesamtwirkung der Steuersenkungen Trumps im Jahr 2017, der von beiden Kongressparteien abgelehnten Höchstgrenzen für diskretionäre Ausgaben und der zunehmenden Ausfälle von Studienkrediten werden ab 2019 und bis auf Weiteres die US-Haushaltsdefizite weit über die Marke von 1 Billion Dollar pro Jahr hochtreiben. Diese zusätzlichen Verluste von angespartem Kapital werden die US-Sparquote auf null drücken. Das bedeutet, dass die Vereinigten Staaten entweder Investitionen reduzieren oder sich ausländisches Kapital leihen müssen. Beide Optionen schaden dem Wachstum. Weitere Wachstumsbremsen sind Trumps Handelskrieg, eine restriktive Einwanderungspolitik und steigende Realzinsen,

sobald das US-Finanzministerium versucht, Abnehmer zu finden für die 10 Billionen Dollar an neuen Staatsanleihen, die es in den kommenden zehn Jahren verkaufen müssen. Diese spezifischen Wachstumsbremsen sind erst in den vergangenen Jahren entstanden und verschlimmern die bereits vorherrschende Stagnation, die auf den demografischen Trend, zunehmende Entschuldung und abnehmende Produktivität zurückzuführen ist.

Der Rummel um höheres Wachstum durch Trumps Steuersenkungen ist Unsinn. Diese Wachstumserwartungen beruhen auf der Laffer-Kurve, die postuliert, dass niedrigere Steuersätze höheres Wachstum erzeugen würden, was wiederum zu höheren Steuereinnahmen führen werde, durch welche die Steuersenkungen ausgeglichen würden. Prominente Unterstützer dieser Theorie, darunter ihr Namensgeber Art Laffer sowie Larry Kudlow, Stephen Moore und Steve Forbes, verweisen auf die Reagan-Revolution (bei der sie alle mitgemischt haben), die eingeläutet wurde durch Steuersenkungen, die am 13. August 1981 in Kraft gesetzt wurden. Danach entwickelte sich ab dem ersten Quartal 1983 ein robustes reales Wachstum, das bis zum Ende des Jahrzehnts anhielt. Das ist richtig.

Was der Mythos von der Reagan-Revolution jedoch unter den Tisch fallen lässt, ist der Umstand, dass ab dem zweiten Quartal 1980 – kurz vor dem Ende der Amtszeit von Jimmy Carter – bis weit in die Reagan-Administration hinein die US-Wirtschaft sechs Quartale mit negativem Realwachstum zu verzeichnen hatte, in Form von unmittelbar aufeinanderfolgenden technischen Rezessionen, einschließlich der schlimmsten Rezession seit der Weltwirtschaftskrise, ein Rekord, der bis 2008 Bestand hatte. Spätestens 1983 stand die US-Wirtschaft ohnehin in den Startlöchern für eine kräftige zyklische Erholung, ganz unabhängig von Reagans Steuersenkungen. Man vergleiche das mit der Lage der US-Wirtschaft im Jahr 2019, die seit neun Jahren expandiert – der zweitlängste Aufschwung der US-Geschichte, mit kaum ungenutzten Kapazitäten in einem Umfang, wie er 1982 zu beobachten war.

Der andere Faktor, der bei einem Vergleich zwischen Reagans und Trumps Steuersenkungen nicht berücksichtigt wird, ist der Umstand, dass Reagan im Laufe seiner Regierungszeit die Verschuldungsquote von 35 Prozent des BIP auf 55 Prozent erhöhte, was einem Anstieg um beinahe 60 Prozent entspricht. Reagan war ein heimlicher Keynesianer, wie es

David Stockman, Reagans Direktor des Office of Management and Budget (OMB, »Amt für Verwaltung und Haushalt«), seither nicht müde wird zu betonen. Als Trump die Regierung übernahm, betrug die Verschuldungsquote 105 Prozent des BIP, was mit Reagans Ausgangslage überhaupt nicht zu vergleichen ist. Eine Erhöhung um 60 Prozent à la Reagan würde die US-Verschuldungsquote auf 170 Prozent treiben, kaum weniger als Griechenland mit 180 Prozent. Natürlich würden die Vereinigten Staaten schon lange, bevor ihre Schuldenquote eine solche Höhe erreicht, von einer Dollar-Vertrauenskrise und einem Kollaps der globalen Währungsordnung erschüttert werden. Noch unvereinbarer mit der Laffer-Theorie ist, dass umfangreiche und überzeugende Forschungsergebnisse der Harvard-Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff zeigen, dass die stimulierende Wirkung zusätzlicher Schulden – auch solcher aus Steuerensenkungen – negativ wird, wenn die Verschuldungsquote des betreffenden Landes die Schwelle von 90 Prozent überschreitet.

Die Ausgangslage in Bezug auf Verschuldung und Wirtschaftszyklus, mit der Trump konfrontiert war, ist anders als die Bedingungen, die Reagan vorfand. Reagan hatte eine Jahrhundertchance, das Wirtschaftswachstum durch Verschuldung anzukurbeln, und er nutzte diese Chance erfolgreich, um die Sowjetunion zu Grabe zu tragen und den Kalten Krieg zu gewinnen. Trump ist in einer weniger glücklichen Lage. Trumps Steuerensenkungen werden das Wirtschaftswachstum unter einem Schuldenberg begraben und das Vertrauen der Welt in den US-Dollar erschüttern.

Die Fed ist sich dieser Wachstumshemmnisse bewusst, kann jedoch nicht öffentlich von ihrem rosigen Szenario abweichen. Das wirft die Frage auf, warum die Fed strafft, wenn die Wirtschaft so schwach ist? Die Antwort ist, dass sie sich auf die *nächste* Krise vorbereitet. Es hat sich gezeigt, dass der Leitzins um insgesamt 4 Prozent gesenkt werden muss, um die US-Wirtschaft aus einer Rezession zu heben. Wenn der Leitzins unter 2,5 Prozent liegt, kann die Fed ihn jedoch nicht einmal um 3 Prozent senken. Also befindet sich die Fed in einem verzweifelten Wettlauf mit der Zeit – sie muss die Zinsen vor Anbruch der nächsten Rezession so weit erhöhen, dass sie sie dann wieder senken kann, um die nächste Rezession zu bekämpfen.

Wie passt eine Normalisierung der Bilanzsumme ins Bild? Die Bilanz zu schrumpfen ist eine Vorsichtsmaßnahme für den Fall, dass es zu

einer Rezession kommt, bevor der Leitzins 4 Prozent erreicht hat. Dann würde die Fed den Leitzins senken, so weit sie kann – bis er bei null angekommen ist –, und dann wieder auf QE zurückgreifen. (Die Fed hat keine Neigung gezeigt, den Leitzins bis in den negativen Bereich abzusenken, und die Erfahrungen aus Europa, Schweden und Japan zeigen, dass negative Zinsen ohnehin nicht funktionieren.) Im Gegensatz zu der Auffassung von Anhängern der Modern Monetary Theory, etwa Professor Stephanie Kelton, hat die Fed nicht die Möglichkeit, Schulden in unbegrenztem Umfang zu monetarisieren. Die Einschränkung ist nicht rechtlich, sondern psychologisch. Es gibt eine unsichtbare Vertrauensgrenze in Bezug auf die Größe der Fed-Bilanz. Diese Grenze kann die Fed nicht überschreiten, ohne das Vertrauen in die Zentralbank und den Dollar zu zerstören. Ob diese Grenze bei 5 oder 6 Billionen Dollar liegt, kann man nicht wissen; eine Zentralbank wird es sofort auf sehr unerfreuliche Weise merken, wenn sie sie überschreitet. Dann allerdings ist es zu spät, das Vertrauen der Bürger zurückzugewinnen. Da die Fed in der vorigen Krise ihre Bilanzsumme auf 4,5 Billionen Dollar aufgebläht hat, muss sie jetzt ihre Bilanz wieder schrumpfen, damit sie sie, falls notwendig, mit QE4 wieder auf 4,5 Billionen Dollar ausweiten kann.

Das bedeutet, dass die Fed jetzt die monetären Rahmenbedingungen strafft, um sie in der nächsten Krise wieder lockern zu können, ohne das Vertrauen in den Dollar zu untergraben. Die Fed steht vor der Frage, ob sie damit nicht genau die Rezession verursacht, auf deren Bekämpfung sie sich vorbereitet. Die Erfahrungen der vergangenen zehn Jahre lassen genau das befürchten. In einer schwächelnden Wirtschaft die Geldpolitik zu straffen heißt, einen Kurs zwischen Skylla und Charybdis zu steuern. Hier sind die wahrscheinlichen Auswirkungen:

Im ersten Szenario – nennen wir es »Skylla« – führt die doppelt dosierte Straffung aus Zinserhöhungen und QT dazu, dass die Wirtschaft gebremst wird, die Blasen an den Aktienmärkten in sich zusammenfallen, der Dollar gestärkt und Deflation importiert wird. Wenn diese Trends sich manifestieren, entwickelt sich Disinflation zu einer leichten Deflation. Es werden immer weniger neue Arbeitsplätze geschaffen, da die Arbeitgeber Kosten senken. Aus einer Korrektur des Aktienmarkts wird ein Abschwung, und die wichtigsten Indizes fallen um 50 Prozent – oder mehr – unter die 2018 erreichten Höchstwerte. All diese Trends würden

verschärft durch einen globalen Abschwung, ausgelöst durch Trumps Handelskrieg, zunehmende Sorge über die Höhe der US-Staatsverschuldung und reduzierte Einwanderung. Dann wird es zu einer technischen Rezession kommen. Das wäre nicht das Ende der Welt, sondern nur das Ende einer der längsten Expansionen und des längsten Aktien-Bullenmarktes seit Menschengedenken. Die Fed würde auf diese Rezession reagieren, indem sie den Leitzins auf null senkt, QT beendet und eine neue Runde QE einläutet, durch die ihre Bilanz wieder auf mehr als 4 Billionen Dollar anschwellen würde. Wie in Odysseus' Fall wären die Kosten zwar hoch, doch das Schiff der Wirtschaft mit seiner Mannschaft würde die Krise (größtenteils) überstehen.

Das andere Szenario – nennen wir es »Charybdis« – ist eine komplexere Entwicklung mit weit katastrophaleren Folgen. In diesem Szenario wiederholt die Fed zwei historische Fehler. Den ersten dieser Fehler hat sie 1928 gemacht, als sie versuchte, eine Blase an den Aktienbörsen zu deflationieren. Zu dem zweiten Fehler kam es 1937, als die Fed in einer ausgedehnten Phase wirtschaftlicher Schwäche ihre Geldpolitik zu früh straffte.

Bis Dezember 2017 lehnte die Fed die These ab, dass sie Assetblasen erkennen und deflationieren könne. Diese Haltung basierte auf den Erfahrungen von 1928, als die Anstrengungen der Fed, eine Aktienblase zu deflationieren, im Oktober 1929 zum Absturz der Aktienmärkte und zum Beginn der Weltwirtschaftskrise führten. Seither zieht die Fed es vor, solche Blasen von sich aus platzen zu lassen und anschließend – falls notwendig – den Scherbenhaufen durch geldpolitische Lockerung aufzukehren. Diese politische Linie befolgte sie nach der Schwellenländer-Aktienblase 1997, der Dotcom-Blase 1999 und der Hypothekenblase 2007.

Doch das Platzen der Hypothekenblase im Jahr 2007 war weit gefährlicher, und die geldpolitischen Maßnahmen der Fed waren weit radikaler, als sie es im Vorfeld dieser Episode erwartet hatte. Angesichts der anhaltenden Anfälligkeit des Finanzsystems begann die Fed, ihre Ausräumpolitik zu überdenken und entschied sich für eine differenzierte Strategie beim Deflationieren von Blasen. Diese neue Haltung (eigentlich eine Neuauflage der Politik von 1928) schlug sich nieder im Protokoll der Sitzung des Federal Open Market Committee (FOMC, für die Zinspolitik zuständiger Offenmarktausschuss der Fed) vom 31. Oktober bis 1. November 2017:

In ihren Kommentaren zur Entwicklung an den Finanzmärkten kamen die Teilnehmer generell zu der Einschätzung, dass die finanziellen Rahmenbedingungen ungeachtet der jüngsten Zunahmen von Dollar-Wechselkursen und Treasury-Renditen entgegenkommend blieben. *In Anbetracht erhöhter Assetbewertungen* und niedriger Volatilität der Finanzmärkte brachten mehrere Teilnehmer ihre Sorge zum Ausdruck, dass sich finanzielle Ungleichgewichte aufbauen könnten. Sie befürchteten, dass ein starker Einbruch der Assetpreise die Wirtschaft in Mitleidenschaft ziehen könnte.¹ (Hervorhebung nachträglich.)

Diese Einschätzung wurde von Fed-Funktionären in ihren öffentlichen Verlautbarungen in den Tagen nach dieser FOMC-Sitzung nachgebetet, und sie fand auch in der bei der FOMC-Sitzung vom 13. Dezember 2017 getroffenen Entscheidung, trotz weiterhin bestehender Bedenken hinsichtlich Disinflation die Leitzinsen zu erhöhen, ihren Niederschlag. Als wollten sie diese Befürchtungen bekräftigen, vollführten die US-Aktienmärkte bald darauf eine scharfe Korrektur, nämlich um 11 Prozent vom 2. bis 8. Februar 2018 – eine verhaltene Vorschau auf das, was passiert, wenn die Fed Assetblasen zu deflationieren versucht. Dennoch hielt die Fed über das gesamte Jahr 2018 an ihren Zinserhöhungen fest. Angesichts der zunehmenden Verbreitung von passiven Investment-Strategien, algorithmischem Handel und hypersynchronen Reaktionsfunktionen wird die von der Fed versuchte Feinsteuerung der Märkte zu deren Absturz führen, ein Absturz, der ebenso schlimm wird wie der von 1929 – vielleicht sogar noch schlimmer.

Die Auswirkungen eines solchen Börsencrashes werden sich nicht auf die Vereinigten Staaten beschränken. Vielmehr könnte ein durch eine straffere Geldpolitik erstarkter Dollar eine Krise in Dollar-denominierten Schwellenländer-Staatsanleihen auslösen, die sich über mittlerweile wohlbekannte Ansteckungskanäle zu einer globalen Liquiditätskrise auswächst. Die Türkei ist ein guter Kandidat für die Rolle des »Patienten Null« bei einer solchen Ansteckungswelle, da sie über 400 Milliarden Dollar Auslandsschulden hat und die Beziehungen zu ihren NATO-Alliierten in der EU und den USA sich zusehends verschlechtern. Für eine solche Schuldenkrise wäre nicht nur die Fed verantwortlich; chronische, vom Kongress herbeigeführte US-Haushaltsdefizite in Billionenhöhe

werden höhere Zinssätze notwendig machen, um Investoren auch weiterhin zu motivieren, enorme Mengen an Treasurys (US-Schatzwechseln) zu kaufen. Da die Fed nicht mehr zu den Käufern dieser Staatsanleihen zählen würde, müssten diese Käufe von privater Hand getätigt werden, sei es in den USA oder außerhalb. US-Aktien oder ausländische Staatsanleihen würden folglich verkauft, um mit dem Erlös Treasurys zu kaufen, eine gefährliche Dynamik, die eine Komprimierung der Preise riskanter Assets verursachen und eine Krise auslösen könnte.

Der zweite historische Fehler der Fed war, die Zinspolitik 1937 – also in der schlimmsten Phase der Weltwirtschaftskrise nach acht Jahren billigen Geldes – zu normalisieren. Die heutige Normalisierung der Zinspolitik ist eine fast exakte Neuauflage dieses Fehlers. Die wirtschaftliche Entwicklung von 2007 bis 2019 ist am besten als eine Depression zu verstehen, nicht im Sinne eines kontinuierlich abnehmenden BIP, sondern vielmehr nach der Definition von Keynes: »[W]ährend eines beträchtlichen Zeitraums ein chronischer Zustand unternormaler Tätigkeit ... ohne irgendeine ausgesprochene Tendenz zur Wiederbelebung oder zum vollständigen Zusammenbruch zu haben.«² Mit anderen Worten: Eine Depression findet statt, wenn das tatsächliche Wachstum niedriger ist als das potenzielle Wachstum, selbst ohne absolute Rückgänge.

Es ist verständlich, dass die Fed zu dem zurückkehren will, was sie für eine normale Geldpolitik hält, nach einem knappen Jahrzehnt abnormer Lockerung. Das Problem ist nur, dass die Fed sich in eine Sackgasse manövriert hat, aus der es keinen einfachen Ausweg gibt. Als die Fed 1937 versuchte, ihre Zinspolitik zu normalisieren, löste sie eine zweite schwere technische Rezession aus, die auf die Rezession von 1929 bis 1933 folgte und dazu beitrug, die Weltwirtschaftskrise bis 1940 zu verlängern. Eine geldpolitische Lockerung ist keine Möglichkeit, der Charybdis zu entkommen. Billigeres Geld führt nur dazu, Assetblasen aufzublähen, das System zu vergrößern und seine Vernetztheit zu steigern, und das wird für einen Crash von noch nie da gewesenem Ausmaß sorgen.

Intern hat die Fed sich bereits beglückwünscht, und zwar zu ihrer vermeintlich gelungenen Lenkung und Feinabstimmung der Märkte. Das war verfrüht. Das Einzige, was die Fed in den vergangenen Jahren bewiesen hat, ist, dass sie es nicht geschafft hat, von einer außergewöhnlichen geldpolitischen Intervention zur Normalität zurückzukehren, ohne

Störungen der Märkte zu verursachen. Die Fed hat die eigentlichen Probleme auf einen Tag in der Zukunft aufgeschoben. Dieser Tag ist inzwischen gekommen.

Wir sind nicht hilflos

Die Geschichte ist eine gestrenge Richterin. Ihre Urteile sind erbarungslos und entsprechen kaum jemals unseren Erwartungen. Staatenlenker, die dem Gespött ihrer Zeitgenossen ausgesetzt waren, werden von späteren Generationen als Helden verehrt. Harry S. Truman wurde während seiner Präsidentschaft nachgesagt, er sei ungeeignet für dieses Amt und es fehle ihm an Statur, zumal im Vergleich zu seinem Vorgänger Franklin D. Roosevelt. Heute wird Truman von Historikern als einer der zehn größten US-Präsidenten beurteilt, noch vor Ikonen wie Thomas Jefferson und Ronald Reagan.³ Das historische Urteil über Präsident Dwight D. Eisenhower wurde auf ähnliche Weise revidiert. Während seiner Amtszeit wurde »Ike« für eine onkelhafte, golfspielende Vaterfigur gehalten, weder sonderlich vorausschauend noch an Politik interessiert; heute wird er dagegen unter den US-Präsidenten an fünfter Stelle eingestuft, noch vor Truman und unmittelbar nach den »Big Four« – Abraham Lincoln, George Washington, Franklin D. Roosevelt und Theodore Roosevelt.

Ganz ähnlich wird auch Gerald R. Ford von der Geschichte besser beurteilt werden. Ford ist der einzige US-Präsident, der nie in ein nationales Amt gewählt wurde. Die meisten Mitglieder der Babyboomer-Generation haben Ford seine 1974 ausgesprochene Begnadigung des schurkenhaften Nixon nie verziehen. Nachdem er auf der Treppe zur Air Force One gestolpert war, wurde Ford in *Saturday Night Live* von Comedian Chevy Chase erbarmungslos als Tollpatsch lächerlich gemacht. Ford blieb nur 54 Monate im Amt; 1976 verlor er seine erste und einzige Wahl als Präsidentschaftskandidat. Heute wird Ford von Historikern unter 44 ehemaligen Präsidenten an 25. Stelle eingestuft, in der unteren Hälfte des Feldes.

Tatsächlich war Ford ein erfolgreicher College-Footballspieler, der in zwei siegreichen Mannschaften spielte und zu einem College-All-Star ernannt wurde. Zu seinen akademischen Meriten zählten eine