

EZB will nicht so wie Krugman will

Description

Am Mittwoch der kommenden Woche, einen Tag vor „Thanksgiving“, muss das sogenannte Super-Komitee des US-Kongresses Sparvorschläge vorlegen, die US-Staatsverschuldung auf Sicht von zehn Jahren um mindestens 1,2 Bill. Dollar zu reduzieren. Das Komitee muss sich bis Montag Abend geeinigt haben.

Im August war buchstäblich in letzter Minute eine Einigung erzielt worden, die Schuldenobergrenze über das damalige Limit von 14,3 Bill. Dollar hinaus hinaufzusetzen. Aktuell kratzt die Staatsverschuldung an der Marke von 15 Bill. Dollar.

Eine Einigung im Super-Komitee gilt als unwahrscheinlich. Selbst wenn man dort doch noch einen Vorschlag zustande bringt, gilt eine Beschlussfassung im Kongress am 23. Dezember als fraglich. Wenn nichts geschieht, greifen ab 2013 automatische Kürzungen um 1,2 Bill. Dollar.

Ein Scheitern des Super-Komitees könnte die Kreditwürdigkeit der USA erneut unter Druck bringen, sagte der Chefanalyst der Rating-Agentur Moody's, auch wenn er das Ergebnis der Verhandlungen im Komitee eher als "informativ, aber nicht entscheidend" einstuft.

Die Staatsschuldenquote der USA liegt aktuell bei fast 100%, die der Eurozone liegt mit knapp 97% „weit“ darunter.

Der Träger des Wirtschaftsnobelpreises 2008, Krugman, ist enttäuscht. Enttäuscht von Mario Draghi, seit Anfang des Monats Chef der EZB. Krugman hatte gehofft, der würde die Schleusen weit aufreißen und massiv Staatsanleihen-Müll aus der Eurozone aufkaufen. Stattdessen Sorge der sich hauptsächlich um die Inflationserwartungen, denen die EZB verpflichtet ist. Draghi sehe darin den hauptsächlichlichen Beitrag, mit dem die EZB Wachstum, die Schaffung neuer Arbeitsplätze und finanzielle Stabilität fördern kann.

[Krugman findet das „unbelievable“](#). Die EZB habe nicht zu wenig, sondern zu viel Glaubwürdigkeit an der Inflationsfront. Der Spread zwischen nominalen und realen Zinsen weise für Deutschland auf desaströse mittelfristige Preissteigerungen hin (siehe Chart! – [Chart-Link](#)).



Der fünfjährige Spread liegt aktuell bei unter 1,3, mithin immer noch deutlich über dem Tief bei 0,75 aus August 2010, das bis Ende März 2009 Gültigkeit hatte.

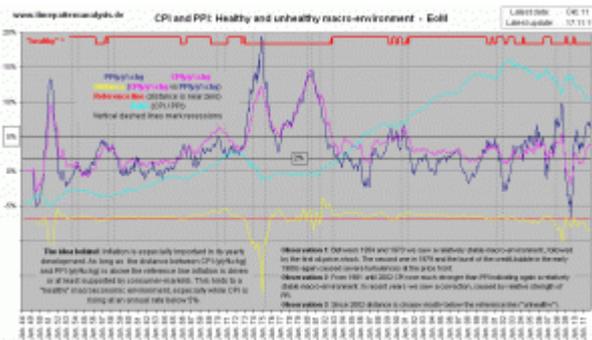
Krugmans indirekte Aussage ist, dass die etwa durch Bond-Kaufprogramme der Zentralbanken ausgeweitete Geldmenge nur sehr begrenzt preistreibend wirkt. Gefährlicher ist seiner Meinung nach das

Abgleiten in eine Deflationsspirale durch Sparmaßnahmen.

Die Inflationserwartungen sinken nicht nur in der Eurozone – siehe auch den Artikel im Blog „[Inflationserwartungen sinken](#)“. Das ist auch wenig verwunderlich nach Auslaufen des Crack-up-Booms, der mit dem Super-Keynesschen Reaktionen auf den offenen Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008 hin losgetreten wurde.

Aus diesem Grund hat Krugman recht – Inflation ist gegenwärtig sicher nicht das Hauptproblem. Das zeigt sich auch im größeren Zusammenhang der Entwicklung seit 2000: Die Geldmenge M3 hat sich im Einflussbereich der EZB in diesem Zeitraum mehr als verdoppelt, das BIP ist um gut den Faktor 1,2 gestiegen. Nahezu die gleichen Verhältnisse gelten in den USA für die Entwicklung der Geldmenge M2M und des BIP. Der US-Konsumpreisindex CPI legte im gleichen Zeitraum um ein Drittel zu, der Produzentenpreisindex PPI stieg um mehr als 40%, während der deutsche VPI (Verbraucherpreis-Index) um gut 20% zulegte.

Die stark ausgeweitete Geldmenge ist also nur zum Teil in der Realwirtschaft angekommen. Zu einem größeren Teil hat sie die Preise von Assets des Finanzsektors angetrieben. Das weist auch der relativ stärkere Anstieg des PPI im Vergleich zum CPI aus. Nach 2000 werden Rohstoffe verstärkt als Spekulationsobjekte eingesetzt. Eine realwirtschaftlich „gesunde“ Entwicklung ist das nicht (siehe Chart!).



Es gibt unterschiedliche Meinungen dazu, bis zu welchem Volumen an Bond-Käufen durch die EZB das Preisniveau nicht, bzw. kaum tangiert wird. Die Zahlen reichen von den 560 Mrd. Euro, die das DIW nennt, [bis zu den zwei bis drei Bill. Euro, die Buiter und Pill ausgerechnet haben](#).

Die EZB hat in dieser Woche beschlossen, die wöchentliche Obergrenze für ihr Bondmüll-Ankaufprogramm auf 20 Mrd. Euro festzusetzen. Bisher hat sie gut 190 Mrd. Euro in ihrem SMP (Securities Markets Programme, auf deutsch „Sonder-Müll-Programm“) eingesetzt.

Warum agiert Draghi nicht wie er soll oder wie Krugman und andere gehofft hatten? Draghi steht zusammen mit Bundesbank-Chef Weidmann mittlerweile ziemlich alleine da in der angeblichen Ablehnung der Rolle der EZB als „Kreditgeber der letzten Instanz“. Ich denke, der Italiener wird früher oder später umfallen. Die Frage ist nur, warum jetzt nicht.

Ein Grund dürfte sein, dass man einen weiteren Schwächeanfall des Euro befürchtet. Der käme der deutschen Exportwirtschaft äußerst ungelegen. Günstigere Zeitpunkte für einen Meinungswechsel wird es künftig noch genügend geben – z.B. dann, wenn erst einmal das US-Schuldenthema wieder höher gekocht wird. Dass dann eigentlich rechtliche Umstände dagegen stehen – wen interessiert das schon. Die Verträge von Maastricht und Lissabon waren immer schon dazu gut, im Schrank zu stehen und gebrochen zu werden. [Vertrauen schafft das nicht](#).

Ein weiterer Grund dürfte darin bestehen, dass Anfang Dezember ein Gipfeltreffen der Eurozone stattfindet. Hier könnte möglicherweise beschlossen werden, dass die EZB Geld an den IWF verleiht, mit



dem Rettungspakete für vom Zahlungsausfall bedrohte Länder finanziert werden. Mit diesem Schritt würden rechtliche Probleme beim direkten Eingreifen der EZB umschiffen, so hofft man. Andererseits muss man sich etwas einfallen lassen, [nachdem die Hebeleien der EFSF per Versicherungslösung von den "Märkten" erst einmal nicht akzeptiert wird.](#)

Zu den Märkten: Positive Konjunkturdaten aus den USA bestärken schon zuvor begründete Hoffnungen, dass das Wirtschaftswachstum anhält. Der US-Frühindikator des Conference Board stieg im Oktober um 0,9%, das ist der sechste Anstieg in Folge. Das private Forschungsinstitut erklärte, das Wachstum könnte sich im Frühling nach einer soliden Entwicklung im Winter möglicherweise sogar noch etwas verstärken.

Der S&P 500 ist mittlerweile wieder in der Region um 1220 angekommen. Am Donnerstag war er bei Unterschreiten der EMA50 bei 1224 stark unter Druck geraten. Zum Wochenschluss zeigte er sich in volatilen Handel knapp behauptet. Die EMA50 wurde intraday zwar angegangen, konnte aber nicht zurückerobert werden. Im Zuge des steigenden Misstrauens der Banken untereinander dominierte die Flucht in Cash. Der Abverkauf der zurückliegenden Tage war breit angelegt, insbesondere Edelmetalle gerieten stark unter Druck, [da halfen auch keine Meldungen über starke Goldkäufe durch die Notenbanken im dritten Quartal.](#)

Wie geht es weiter?

Wichtige Mosaiksteine bei der nachrichtenpolitischen Antwort hierauf: Bekommen Makrohoffnungen in den USA weitere Nahrung? Am kommenden Freitag, dem sogenannten "Black Friday" ist der (in-)offizielle Beginn des US-Weihnachtsgeschäfts, zuvor gibt es noch Zahlen über die Befindlichkeit des US-Konsumenten. Und: Wann schwenkt die EZB auf den Kurs der Fed ein, Schulden mit noch mehr Schulden zu bekämpfen? Wie entwickelt sich das US-Schuldenthema?

Der zentrale indikatortechnische Mosaikstein bei US-Aktien ist die Entwicklung der Stimmung, wie sie anhand des VIX und des PCR (und daraus angeleitet, der Positionierung in Indexoptionen) gemessen werden kann. Die Indikatoren zeigen seit Monaten nicht nach oben. Daraus kann man zwar einerseits ableiten, dass es eine Änderung immer wahrscheinlicher wird. Dazu ist allerdings eine merkliche Verbesserung der Nachrichtenlage in Bezug auf das Schuldenthema erforderlich.