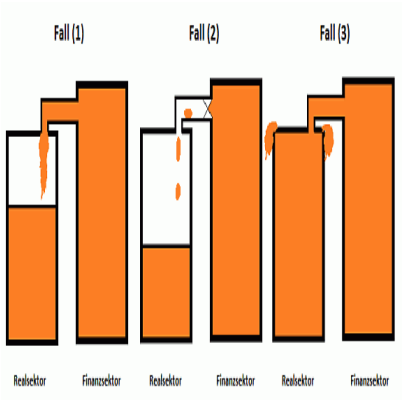
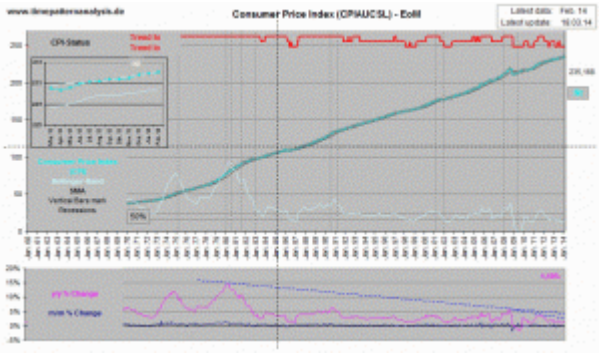


Inflation – zur Not mit der Brechstange

Description

Seit einiger Zeit flammen die Debatten um Inflation, Disinflation, Lowflation oder Deflation wieder auf. Die Zentralbanken der industrialisierten Länder wollen schlicht alles zu versuchen, um die Teuerungsrate in einen Aufwärtstrend umzubiegen. Zur Begründung heißt es, damit würde das Wirtschaftswachstum angekurbelt. Mancher Beobachter erwartet von der ersten, von der neuen Fed-Chefin Yellen geleiteten FOMC-Sitzung heute Hinweise, wie es weitergeht.

Zunächst muss man klar feststellen, dass es einen Trend sinkender Jahres-Inflationsraten nicht erst seit der Finanzkrise gibt. Wie im kleinen, unteren Chartbild des US-CPI an der fallenden, die Hochs der Inflationsrate verbindenen Linie zu ersehen, sinken diese im großen Bild seit 1980. Seit November 2011 beschleunigt sich der Sinkflug, nachdem im August 2011 noch 3,7% gemessen worden waren. Per Februar liegt die Teuerungsrate in den USA bei 1,1%, in der Eurozone wurden schlappe 0,7% gemeldet.



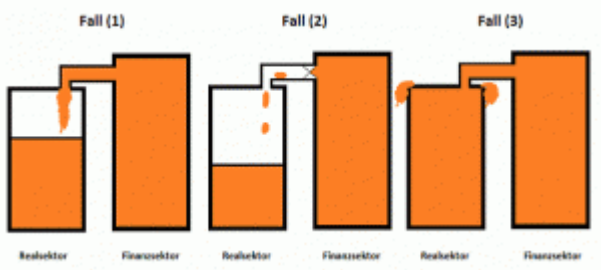
Einige Beobachter v.a. in den Banktürmen ziehen daraus den Schluss, das verschaffe den Notenbanken Raum für eine Fortdauer oder sogar eine Ausweitung der Liquiditätsschwemme. Das würde den Abwärtstrend bei den Preisen stoppen, eine Aufwärtsbewegung einleiten und die Wirtschaft auf den Wachstumspfad zurück bringen.

Ihre Argumentation hört sich an wie ein unzulässiger Umkehrschluss: Weil sich eine prosperierende Wirtschaft durch klar positive Preissteigerungen auszeichnet, wird eine kranke Wirtschaft durch steigende Preise wieder gesund.

Diese auch von den Zentralbanken vertretene Sicht ist einseitig Geld-orientiert und unzulässig

symmetrisch. Sie unterstellt einen schematischen Zusammenhang zwischen Geldmenge, Inflation und Wachstum. Diesem Irrtum sind auch viele Goldbullen erlegen, indem sie wegen der lockeren Geldpolitik der zurückliegenden Jahre starke Inflation herbeigesehen haben.

Ich möchte ein stark vereinfachtes Bild der Zusammenhänge konstruieren, ein Bild mit zwei Fässern, wobei das eine die Geldmenge der Finanzwirtschaft beinhaltet. Das andere enthält die Geldmenge in der Realwirtschaft, sein Volumen ändert sich mit der Menge der produzierten Güter. Die Frage des Geldflusses hängt vom Niveau in beiden Fässern, sowie davon ab, ob es zwischen beiden funktionierende Verbindungen (Transmissionsmechanismen des Geldwesens) gibt.

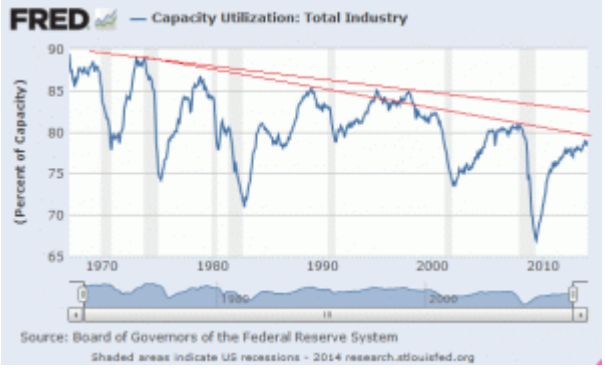


An diesem Bild lassen sich verschiedene Szenarien festmachen. Ich beschränke mich auf die Fälle, in denen das Fass des Finanzsektors voll ist (lockere Geldpolitik). Fall (1) zeigt ein mäßig gefülltes Fass der Realwirtschaft. Wenn der Transmissionsmechanismus funktioniert, ist sie grundsätzlich für zusätzliches Geld aufnahmefähig. Im Fall (2) funktionieren die Transmissionsmechanismen schlecht (sei es aus Nachfrage- oder Angebotssicht), die Realwirtschaft nimmt kaum Liquidität auf. Im Fall (3) wird die Realwirtschaft von Liquidität überschwemmt – ob durch funktionierende Transmissions-Mechanismen oder durch „originelle“ andere Kanäle (siehe unten!).

Welche Implikationen ergeben sich für die Inflationsentwicklung? Bei noch nicht ausgelasteten Kapazitäten steigt im Fall (1) mit steigender Geldmenge die Nachfrage und lässt die Menge der produzierten Güter steigen. Also vergrößert sich das Fass des Realsektors, was der preissteigernden Tendenz der zusätzlichen Geldmenge entgegen wirkt. Bei ausgelasteten Kapazitäten stößt eine erhöhte Nachfrage auf ein konstantes Güterangebot. Das Fass-Volumen bleibt konstant, der Pegel im Fass steigt stärker, es ergibt sich eine deutliche Inflationsneigung. Im Fall (2) bleibt die Inflationstendenz in der Realwirtschaft verhalten, insbesondere dann, wenn die Kapazitäten nicht ausgelastet sind. Im Fall (3) kommt es zu starker Inflationsneigung, insbesondere dann, wenn die Kapazitäten ausgelastet sind.

Entscheidend für die Frage, ob zusätzliche Liquidität von der Finanzseite der Wirtschaft in die Realseite überschwappt, ist nicht die Menge zusätzlichen Geldes. Es kommt auf das Funktionieren der Transmissionsmechanismen an und das hat zwei Seiten: Banken müssen zur Kreditvergabe bereit sein UND die Realwirtschaft muss Kredite nachfragen. Die zweite Bedingung, die Nachfrageseite, wird von harten Faktoren wie z.B. der Kapazitätsauslastung bestimmt, hinzukommende weiche Faktoren wie Stimmung von Unternehmen und Verbrauchern, wirken beschleunigend (in jede Richtung). So werden etwa im Fall (1) bei ausgelasteten Kapazitäten und günstiger Stimmung alsbald neue Kapazitäten geschaffen, das Fass wird vergrößert, die Inflationsneigung gedeckelt.

Der Fall (2) stellt die aktuelle Situation dar – wegen hoher Verschuldung der Banken und anderer Wirtschaftssubjekte sind die Transmissionsmechanismen mangelhaft ausgeprägt. Der Versuch der Zentralbanken, die Situation über lockere Geldversorgung zu verbesern, führt nur dazu, dass der Pegel im Geldfass der Finanzwirtschaft immer höher steigt. Mit diesem Pegel steigen auch die Preise in diesem Sektor der Wirtschaft, also Aktienkurse, Anleihekurse usw. Es steigt auch die Ungleichheit bei der Einkommensentwicklung – Besitzer hoher Geldvermögen profitieren überproportional, ihre zusätzliche Nachfrage ist aber viel zu gering, um nennenswerte realwirtschaftliche Auswirkungen zu haben.



Wie das Bild zeigt, ist die Kapazitätsauslastung im großen Bild mindestens seit Mitte der 1970er Jahre rückläufig. Mit anderen Worten, die Produktionsanlagen könnten mehr erzeugen – man rechnet gemeinhin, dass es bis zu einer Auslastung von rund 85% nicht zu deutlich überproportionalen Stückkostensteigerungen kommt.

Da der normale Transmissionsmechanismus des Finanzsystems nicht funktioniert, sucht sich die Liquidität bei genügend Druck im Geldfass des Finanzsektors bis zu einem gewissen Grade andere Wege in die Realwirtschaft. Einer geht über Versicherungen, ein anderer über Immobilienkredite, ein dritter über Rohstoffpreise. In allen Fällen kaufen Akteure Assets der Realwirtschaft und treiben so die Preise hoch. Hinzu kommt der Wohlstandseffekt aus steigenden Assetpreisen, der zu höherer Nachfrage nach Gütern der Realwirtschaft führt. Da sich das Preisniveau gegenwärtig aber anemisch entwickelt, scheinen auch diese Kanäle weitgehend verstopft.

Die EZB hat in diesem Zusammenhang mehrfach darauf hingewiesen, dass die niedrigen Energiepreise mitverantwortlich sind für die schwache Preisentwicklung in der Eurozone.

Wenn die Geldversorgung verknappt –die Reduktion der QE-Maßnahmen ist ein erster Baustein hierfür- riskiert die Fed, dass die Vermögenspreisblase zusammenklappt. Damit bräche auch der letzte Pfeiler weg, der die Inflationsrate noch ein wenig stützt, der sich aus der Vermögenspreisblase ergebende Wohlstandseffekt. Deshalb gibt es Stimmen wie die von Anatole Kaletsky, die der neuen Fed-Chefin Yellen einige „originelle“ Maßnahmen zutrauen – etwa die Absenkung des Arbeitslosenziels auf 5% oder eine „forward guidance“, Inflationsraten bis drei oder vier Prozent zu ignorieren oder letztlich sogar die Schaffung von „Helikopter-Geld“ in Form von „Bürger-Dividenden“, bzw. Steuerrückzahlungen.

> Eine sinkende Preissteigerung ist Indiz für eine Wachstumsschwäche in der Realwirtschaft. Eine hohe oder steigende Inflationsrate ist aber noch längst kein Indiz für das Gegenteil. Wären die Zentralbanken in der Lage, die Inflationsrate dauerhaft anzufeuern, würde das nicht per se eine Rückkehr der Realwirtschaft zu solidem Wachstum bewirken. Offensichtlich sind die Zentralbanken dazu aber nicht in der Lage – wegen des über-hohem Schuldenstands in der Gesamtwirtschaft ist der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik gestört. Und so könnten sie sich eines Tages sagen, wenn schon nicht Fall (1) erreicht werden kann, dann

eben Fall (3) unter Umgehung des traditionellen Transmissionskanals zur Not per Friedman'schem Geldabwurf vom Hubschrauber.

Anmerkung:
Im "Quarterly Bulletin 2014 Q1" der Bank of England befasst sich der Aufsatz "Money creation in the modern economy" detailliert mit der Frage, wie Geld geschaffen wird.