Inflation – ein monetäres Phänomen?

Description

Ich will das zuletzt hier angerissene Thema Inflation noch weiter vertiefen. Aus den Verläufen der Inflationsraten bei den Produzenten und Konsumenten in der Eurozone, in den USA und in der VR China ergibt sich, dass zunächst der Boden der Preisentwicklung erreicht sein könnte und in den nächsten Monaten mit weiter steigenden Inflationsraten zu rechnen ist.

Dabei spielen die Rohstoffpreise eine wichtige Rolle, die nach CRB-Index (in Dollar) seit dem Tief im Februar um rund 20% gestiegen sind. Gegenwärtig wird hier erneut die langfristige Abwärtslinie vom Hoch aus der Jahresmitte 2008 attackiert.

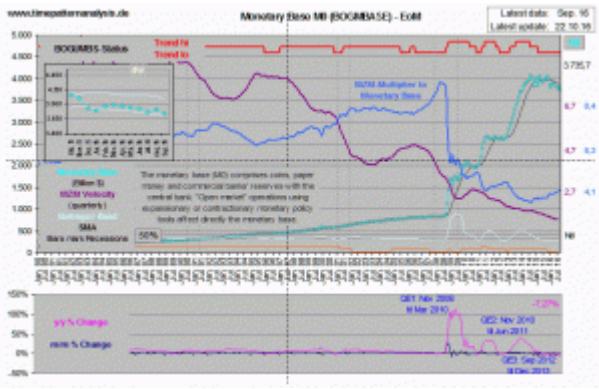
Entscheidend sind die Ölpreise, sie notierten zuletzt nahe einem 15-Monats-Hoch. Bei Öl Brent ist der Pegel von rund 53 Dollar wichtig (rote Linie). Interessanterweise startete von hier aus Anfang 2007 die Explosion der Rohstoffpreise insgesamt, die den Brent-Ölpreis bis zur Jahresmitte 2008 auf über 145 Dollar trieb. So lange der Preis nicht wieder signifikant unter 43 Dollar fällt (grüne Linie), erscheint mir eine weitere Aufwärtsbewegung wahrscheinlicher – ein Ausbruch über 53 Dollar ist dann nur eine Frage der Zeit (Chartquelle).

Die jährlichen Veränderungen in den Einzelhandelsumsätzen zeigen für die USA und die VR China ebenfalls eine Bodenbildung an, für die Eurozone gilt das aktuell nicht. Hier wirken allerdings auch sehr unterschiedliche Entwicklungen zusammen. Im September ist die Preissteigerung in der Eurozone aber wieder auf 0,4 % gestiegen, den höchsten Satz seit zwei Jahren. Hier wirkt auch über den schwachen Euro importierte Inflation. Weitere preistreibende Faktoren: In Deutschland steigen die Löhne um 2,5% ohneeine entsprechende Zunahme der Produktivität. Eine halbwegs laufende Konjunktur trifft auf steigende öffentliche Defizite. In der Eurozone hat die Preissteigerung den Tiefpunkt im Sommer dieses Jahres erreicht, schreibt Dr. Martin Hüfner, und fährt fort: „Von nun an geht es deutlich nach oben. Wenn wir in zwei Jahren zurückblicken, werden wir den Herbst 2016 als den Wendepunkt diagnostizieren."

Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen – das ist der von Milton Friedman geprägte monetaristische Glaubenssatz Nr. eins[1]. Und weil in unserer Art zu wirtschaften die Zentralbanken eine so starke Stellung haben, dass sie die Geldmenge effizient kontrollieren können, können sie auch die Inflation kontrollieren, so der Glaubenssatz Nr. zwei.

Die Basisgeldmenge ist in den USA seit Mitte 2008 um den Faktor 4,4 angestiegen, was hauptsächlich auf den Anstieg der Reserven der Geschäftsbanken zurückzuführen ist. Sie hat zuletzt um 7,3% gegenüber dem Vorjahr abgenommen, die Trendauswertung (rote Signallinie) zeigt seit April 2015 Kontraktion. In normalen Zeiten müsste man annehmen, dass der Realwirtschaft damit eine Rezession droht. Aber erstens geschieht diese Kontraktion auf einem sehr hohen Niveau. Zweitens steigt die die Versorgung mit liquidem Geld messende Geldmenge MZM mit zuletzt 6,9% weiter an. Und drittens wird mit der Finanzialisierung der Wirtschaft der Geldkreislauf immer stärker separiert; was im Geldfass der Finanzwirtschaft geschieht, hat nur noch sehr indirekte Auswirkungen auf das Geldfass der Realwirtschaft. Seit 2009 haben die Preise für Aktien und Anleihen im Kontext der stark gestiegenen Basisgeldmenge deutlich angezogen – der Glaubenssatz eins (Inflation ist ein monetäres Phänomen) trifft hier zu.

Die Realwirtschaft verhält sich anämisch, was sich auch an der Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge MZM zeigt. Sie sinkt im großen zeitlichen Rahmen seit zwanzig Jahren ab. Relative Prosperität ist gekennzeichnet durch zunehmende Umlaufgeschwindigkeit bei gleichzeitiger Abnahme des MZM-Multiplikators zur Basisgeldmenge, weil dies nahelegt, dass Geldmittel vermehrt in den Geldkreislauf der Realwirtschaft gehen. So gesehen war die Zeit vor 2000 durch eine relativ gesunde wirtschaftliche Entwicklung gekennzeichnet, sowie dann nochmals die Phase zwischen 2004 und Mitte 2007. Seit der Jahreswende sinkt die Umlaufgeschwindigkeit weiter ab, während der Multiplikator eher beschleunigt zunimmt. Er hatte im Oktober 2014 einen Tiefpunkt erreicht.



Das Platzen der Schuldenblase 2008 hat zu einer Bilanzrezession geführt (Richard Koo hat diesen Begriff geprägt). Private Haushalte und v.a. Unternehmen, sowie Banken sparen nach einer Finanzkrise, umdurch einen positiven Finanzierungssaldo Wertverluste wegen Abschreibung von Vermögenswerten auszugleichen. Der Staat muss dann die Gegenposition einnehmen und als Schuldner den Ausgabenausfall aus Investitions- und Konsumzurückhaltung des privaten Sektors kompensieren.

An Keynes orientierte staatliche Anreizprogramme können die Wirtschaft zeitweilig stabilisieren. In einer Phase der Bilanzrezession führt eine durch die Zentralbank finanzierte Staatsverschuldung aber nicht zu Inflation, da die private Nettokreditaufnahme rückläufig ist. Die Überschuss-Reserven im Bankensystem steigen, verlassen aber das Bankensystem nicht, weil es nicht genügend private Kreditnehmer gibt. Ein niedriges Zinsniveau ändert an dieser Situation wenig, so lange die Bilanzbereinigung Vorrang hat.

Das Verhältnis der Überschuß- zu den gesamten Reserven im Bankensystem kommt aktuell auf 93%, vor Ausbruch der Finanzkrise lag es bei vier Prozent, in der Spitze kam es Mitte 2014 auf 95%. Das weist auf das bestehende Kreditschöpfungspotenzial mit entsprechender Ausweitung der Geldmenge hin. Die gesamten Ausleihungen liegen heute um 25% höher als Mitte 2008, sie stiegen zuletzt um jährlich acht Prozent auf 9,1 Bill. Dollar. Das alleine sagt hinsichtlich Inflationswirkung in der Realwirtschaft nicht viel aus, da hierzu die Kredite innerhalb des Finanzsystems herausgerechnet werden müssten. Momentan liegt es nach Verlauf der Geldmenge MZM und des MZM-Multiplikators nahe, dass dieser Teil überwiegt.

Die Überschussreserven im US-Bankensystem liegen aktuell bei 2,16 Bill. Dollar – ein weiter Mantel für eine Kreditexpansion, sowie eine dadurch eventuell angestoßene inflationäre Entwicklung. Richard Koo nimmt als Referenzwert die 1,5 Mrd. Dollar vor der Lehman-Pleite und kommt darauf, dass die Geldmenge in den USA auf das 15-fache ihrer aktuellen Größe anwachsen könnte. Das würde dann rechnerisch zu einer Inflation bis auf 1500% führen. Für Japan und die Schweiz kommt er auf einen Faktor 28, dür die Eurozone auf fünf und für Großbritannien auf elf.

Das sind nette Gedankenspiele, ich glaube nicht, dass es zu solcher Hyper-Inflation kommt. Sie zeigen aber immerhin, dass die Zentralbanken ziemlich schnell in Zugzwang geraten. Fed-Chefin Yellen hat schon mal vorsorglich darauf hingewiesen, dass die US-Wirtschaft nun doch nicht so stark sein könnte wie immer behauptet und angedeutet, dass sie ein zeitweiliges Überschreiten des Zielbereichs von zwei Prozent Verbraucherpreisinflation zulassen würde.

Die Bewährungsprobe für den anderen Glaubenssatz des Monetarismus kommt jedenfalls noch: Haben die Zentralbanken wirklich eine so starke Stellung, dass sie die Geldmenge und damit die Inflation effizient kontrollieren können? Durch die Konstruktion unseres Geldsystems mit dem Kreditgeldschöpfungs-Privileg privater Banken haben die Zentralbanken nur eine recht indirekte Steuerungs-Möglichkeit der Geldmenge.

Inflation ist ein rein monetäres Phänomen – rechnerisch und im Nachhinein [2]. Sie ist aber auch ein psychologisches Phänomen: Wenn Verbraucher, insbesondere nach einer Phase stagnierender bis sinkender Preise (jedenfalls in der Statistik…), zu der Überzeugung gelangen, die Preise steigen und beschleunigen sich dann auch noch, werden sie geplante Ausgaben eher vorziehen, insoweit sie es sich leisten können, bzw. Kredit bekommen. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nimmt zu und setzt u.U. eine Entwicklung in Gang, die recht schnell ein Durchgreifen seitens der Zentralbanken erfordern würde.

Fazit 1: Da sich die Entwicklung der Geldmenge und auch die Umlaufgeschwindikeit des Geldes (zum Teil) der Kontrolle durch die Zentralbanken entzieht, können die Zentralbanken die Inflation nicht in allen Fällen effizient steuern.

Und hier kommt der Psychologie zweiter Akt: Die monetären Vorturner dürften bei einer überraschend anziehenden Inflation eher zögern, niemand will sich sagen lassen, dass er die schöne Konjunktur abwürgt. Also wird man zunächst das Überschreiten der zwei-Prozent-Hürde begrüßen und als (späten)

Erfolg der eigenen Geldflutung feiern. Und wenn man erst einmal feiert, kann man ja nicht gleich den Hahn zudrehen. Man wird also alle möglichen Ausreden erfinden, warum dieses Mal alles anders und die Inflation schön ist.

Die Wahrscheinlichkeit ist also groß, dass die Zentralbanken viel zu spät reagieren und dann entsprechend drastisch eingreifen müss(t)en. Wie sieht so eine Reaktion aus? Entweder werden die Mindestreservesätze hoch geschraubt oder die Überschussreserven werden aktiv reduziert durch Verkauf der in diversen QE-Programmen angehäuften Anleihen. Beide Maßnahmen führen zu steigenden Zinsen. Da die entwickelten Volkswirtschaften ihre gesamte Schuldenquote nicht reduziert haben und die Wachstumsdynamik u.a. deswegen gedrückt ist, werden steigende Zinsen recht bald zu ersten Pleiten führen.

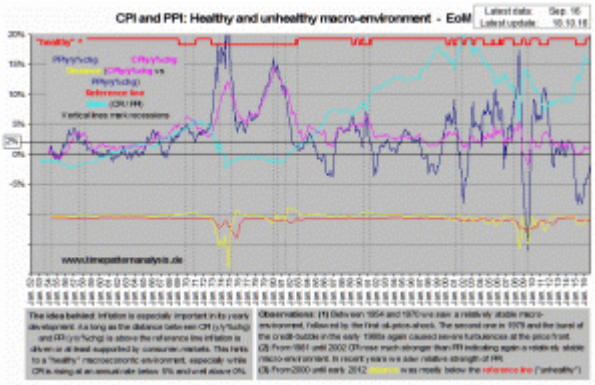
Besonders gefährdet ist hier das völlig überdimensionierte Bankensystem der Eurozone. Die in der Quelle angegebenen Zahlen stammen aus 2012/2013 – im Grundsatz hat sich an den Verhältnissen aber bis heute wenig geändert. Daher dürfte die EZB ihr laufendes QE-Programm auch noch nicht so bald abwürgen und vermutlich sogar über das geplante Ende im März 2017 hinaus verlängern. Hüfner glaubt, an eine Zinserhöhung sei noch lange nicht zu denken: „Die kommt erst, wenn die Wertpapierkäufe ganz zurückgeführt sind, also frühestens in den Jahren 2018/2019“. Oder vielleicht erst 2020… oder…

Fazit 2: Wenn schon Zweifel bestehen, dass die Zentralbanken die Inflation in jeder Lage effizient kontrollieren können, so darf erst recht bezweifelt werden, dass sie es auch wollen. Schließlich entlastet hohe Inflation die Schuldner, und große Schuldner gibt es wahrhaftig genug. Viele sind angeblich sogar systemrelevant.

Die große Frage ist, wie die Finanzmärkte auf eine mögliche Trendwende bei den Preisen reagieren. In diesem Zusammenhang dürfte zunächst die Inflationsillusion eine Rolle spielen. In einem inflationären Umfeld werden nominale, inflationsgetriebene Wachstumsraten von Dividenden und Gewinnen als real angesehen und in die Zukunft extrapoliert. Wenn Anleihegläubiger eine bestimmte positive reale Rendite erwarten, werden sie bei steigender Inflationsrate eine steigende nominale Verzinsung verlangen. Für die alternative Aktienanlage bedeutet das, dass damit zunächst auch ihr Ertragsrahmen steigt. In einem entwickelten Inflationsszenario (mit Zweitrundeneffekten) kommt hinzu, dass den Unternehmen ihre höhere Preismacht hilft, ihre Margen zu steigern. Das untermauert die Anleger-Erwartung zunächst noch. Schließlich folgen aber der Inflationsillusion enttäuschte Erwartungen an die reale Entwicklung der Aktienerträge, es kommt zu Kapitalabflüssen, die Kurse fallen.

Tom McClellan hat auf einen interessanten Zusammenhang zwischen Ölpreisen und Aktienkursen (Dow Jones Industrial Average) hingewiesen. Öl ist der zentrale Rohstoff unserer Tage. Wenn steigende Ölpreise an die Verbraucher weitergegeben werden können, stärkt das die Inflationsillusion, so eine mögliche Interpretation.

Stellt man Produzenten- und Verbraucherpreisinflation in den USA gegenüber, so ergibt sich seit Februar wieder ein „gesundes“ Verhältnis. Dies war zuletzt auch zwischen Anfang 2012 und Anfang 2015 der Fall. Das könnte die Inflationsillusion stützen.



Zunächst einmal muss man aber genau hinsehen, ob sich tatsächlich weitere Signale ergeben, die ein nachhaltiges Anlaufen der Inflation untermauern. Hierzu dürfte vor allem gehören, dass sich die Löhne und Gehälter positiv entwickeln und für mehr Nachfragepotenzial sorgen. Dies verleiht den Unternehmen Marktmacht, gestiegene Kosten von Rohstoffen an die Verbraucher weiter zu geben. Zudem kommt es darauf an, dass sich die Kreditgewährung in der Realwirtschaft ausweitet – nicht nur für Immobilien.

> Die Inflation hat einen Boden gefunden. Kommt es zu einer Trendwende nach oben, erfordert das zwar eine mentale Neuausrichtung der Akteure an den Finanzmärkten. Entschlossene Aktionen der Zentralbanken zur Eindämmung von Preissteigerungen über die Grenze von zwei Prozent hinaus sind aber zunächst nicht zu erwarten, und damit auch keine Maßnahmen, die Geldmenge effizient einzudämmen.

Fußnoten:

1. Monetarismus und Quantitätstheorie mit der Identität: M x V = P x Y (M=Geldmenge; V=Umlaufgeschwindigkeit; P=Preisniveau; Y=Volkseinkommen) [?]
2. Monetarismus und Quantitätstheorie mit der Identität: M x V = P x Y (M=Geldmenge; V=Umlaufgeschwindigkeit; P=Preisniveau; Y=Volkseinkommen) [?]