



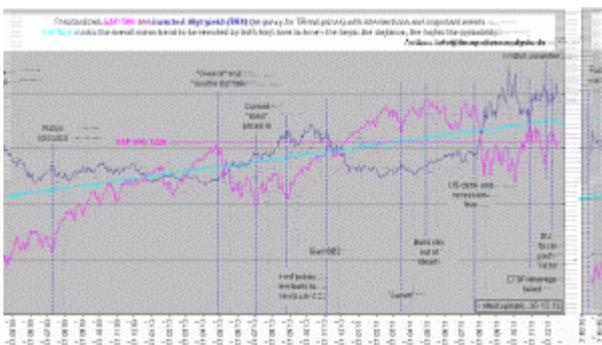
EU und Inflation – Krugman und die Austrians

Description

Erst war Ende Oktober der EU-Gipfel, der die EFSF-Hebelelei beschloss. Die Tinte unter den Beschlüssen war noch nicht trocken, da war schon klar: Der internationalen Finanzindustrie, den „Märkten“, reicht das nicht. Dann war immer mehr die Rede davon, dass sich die Banken untereinander misstrauen, die Interbanken-Ausleihungen trockneten ein. Es hieß auch, US-Geldfonds und andere US-Institutionen würden keine Dollar-Kredite mehr an europäische Banken vergeben. Darauf folgte die [konzertierte Aktion großer Notenbanken](#) zur Bereitstellung verbilligter, unbegrenzter Dollar-Mittel. Dann [senkte die EZB die Zinsen](#) und bietet jetzt langfristige, unbegrenzte Euro-Darlehen zu erleichterten Sicherheitsanforderungen an.

Dann folgte der [erste Versuch der EU, eine Fiskal-Union zu basteln](#). Das scheiterte am Widerstand Großbritanniens. Übrig blieb ein Fiskal-Pakt, der im Grunde nicht über die Maastrichter Verträge hinausgeht (siehe [Kommentar von Feldstein](#)). Gleichzeitig wurde die dort festgelegte „no-bailout“-Klausel endgültig beerdigt. Eurobonds wurden nicht beschlossen.

Nach jeder dieser „offiziellen“ Aktionen reagierten die „Märkte“ kurz positiv, die Betonung liegt auf „kurz“. Aktienkurse reagierten nach oben, Bond-Kurse am Beispiel 10-jähriger US-Staatsanleihen nach unten (ihre Rendite entsprechend aufwärts) – siehe Chart.



Die „Märkte“ wollen erreichen, dass das Geschäft mit (europäischen) Staatsanleihen wieder zu dem wird, was es einmal war: Hoch-rentierlich und risikolos, kurz profitabel. Eine politische Lösung hierzu ist zwar „nett“, jedoch nur langfristig erreichbar (wenn überhaupt).

Als kurzfristige und verlässlichere Größe sieht man da die EZB. Die „Märkte“ wünschen sich, dass die



EZB verspricht, Bond-Müll in unbegrenzter Höhe in ihre Bücher zu nehmen. Natürlich nur als Notmaßnahme. In diesem Zusammenhang hatte man in den Wechsel auf dem EZB-Chef-Sessel besondere Hoffnungen gesetzt. Doch der Neue, Draghi, drückt sich bisher. Aus gutem Grund. Während die Fed noch damit rechnen kann, dass die Anleihen in ihren Büchern zumindest zu einem Null-Summen-Spiel werden, kann sich die EZB da nicht sicher sein. Gewaltige Verluste bedrohen die Anteilseigner.

Abgesehen davon ist es der EZB nicht erlaubt, Staaten herauszuhauen. Gut, das „no bailout“-Verbot gilt auch auf Staaten-Ebene, hier hat man schon längst gegen die Spielregeln verstoßen. Ein schwaches Argument also? Nein, im Falle der EZB nicht. Würde die EZB ihr SMP-Programm öffnen über den deklarierten Zweck hinaus, Spikes bei der Rentienteilentwicklung glatt zu bügeln, würde das den Euro vermutlich erheblich schwächen. Das aber kann nicht im Interesse der deutschen exportlastigen Wirtschaft sein. Also ist Bundesbank-Chef Weidmann strikt dagegen und Deutschland ist mit rund 27% der größte Anteilseigner an der EZB.

Da die „Märkte“ aber (nicht nur in der Eurokrise) bisher stets erreicht haben, was sie wollten, wird es mittelfristig wahrscheinlich so laufen, dass die EZB zum Bond-Käufer der letzten Rettung wird. Das wäre auch der Politik am liebsten, auf etwas anders läuft ihr Lavieren nicht hinaus.

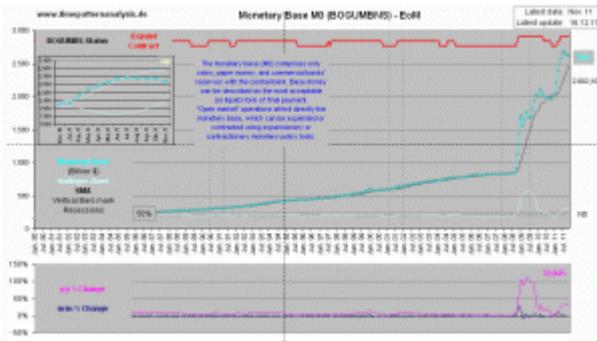
Ob Eurobonds davor oder danach kommen, ist letztlich egal. Aus Sicht der „Märkte“ wären sie das Optimum. Aus Sicht der Politik am Ende auch. Ein großer europäischer Anleihemarkt könnte gewaltige Mengen an internationaler Liquidität anziehen und dem Euro kräftigen Auftrieb geben. Dann hätte auch die deutsche Exportwirtschaft nichts dagegen. Und die Politik bräuchte nicht zu sparen... Und würde (vielleicht) wiedergewählt.

Jetzt heißt es landauf landab, dass ein Eingreifen der Notenbanken mit der Notenpresse, und nichts anderes ist ja ihr Bond-Ankauf, zu Inflation führt. Blickt man zurück, so stimmt diese Gleichung nicht so recht. Zumindest ist es kein einfacher Dreisatz.

Darauf weist aktuell auch [Paul Krugman in seinem Blog](#) wieder hin. Und nimmt die aktuelle politische Schwäche der US-Republikaner zum Anlass, der österreichischen Schule („Austrian“) eins auszuwischen.

Aus Mangel an Präsidentschafts-Kandidaten steigen in der Bush-Partei gerade die Chancen für Ron Paul, einer der Initiatoren der Tea-Party-Bewegung. Er zählt sich zu eben dieser Schule. Ihr Mantra: „Fiat money“, Geld ohne Golddeckung, ist die Wurzel allen ökonomischen Übels. Leute aus dem Kreis um Paul warnen nach Krugman immer wieder vor einer Hyperinflation im Stil von Simbabwe, die bald hereinbrechen könnte.

Nach der Lehman-Pleite hatte die Fed zur Stabilisierung der Finanzmärkte die Liquiditätsschleusen aufgerissen. Im Herbst 2010 begann sie dann mit einer weiteren Runde von Bond-Käufen, um das Wirtschaftswachstum zu fördern. Die monetäre Basis hat sich als Folge all dieser Maßnahmen seit Herbst 2008 in der Spitze verdreifacht (siehe Chart). Die Verbraucherpreis-Inflation in Gestalt des CPI ist demgegenüber im selben Zeitraum nur um 3,6% gestiegen (PPI plus 5,8%).



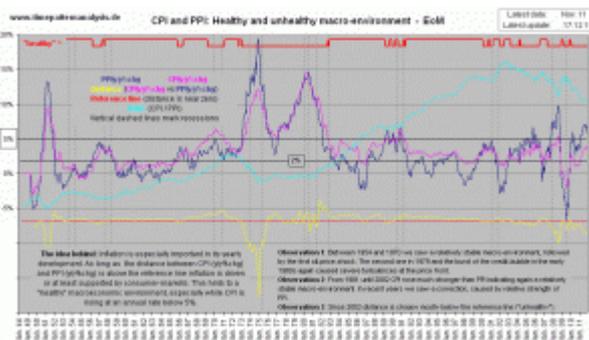
Krugman nimmt dieses offensichtliche Missverhältnis zum Anlass, auf die „Austrians“ und die Republikaner einzuschlagen und stellt fest: Die ‚hard-money‘-Doktrin und die Inflations-Paranoia hat die Partei übernommen zu einem Zeitpunkt, wo sich die vorhergesagte Inflation gerade nicht materialisiert. Und ruft für den Fall eines republikanischen Wahlsiegs im kommenden November schon mal aus: Great Depression, here we come!

Krugman hat wahrscheinlich recht in dem Punkt, dass das Öffnen der Liquiditätsschleusen eine deflationäre Spirale stoppen konnte. Die zusätzliche Liquidität blieb im Finanzsektor der Wirtschaft. Wo sie nicht in den schwarzen Löchern des „deleveraging“ verschwand, inflatierte sie die Asset-Preise.

Damit die Zentralbankliquidität die Preise in der Real-Wirtschaft hoch treiben kann, muss sie vom Finanz- in den Real-Sektor herüberschwappen. Genau das wurde mit QE2 versucht und zeigte auch insofern Wirkung, als der CPI von November 2010 bis November 2011 um 3,4% (der PPI um 5,9%) gestiegen ist. Der gesamte Preisanstieg zwischen September 2008 und November 2011 wurde also in den zurückliegenden 12 Monaten erzeugt!

Ein anderer Versuch, die Zentralbankliquidität vom Finanz- in den Real-Sektor herüberschwappen zu lassen, war übrigens die großzügige Vergabe von Immobilienkrediten nach 2003. Sie führte zu Extra-Einkünften, die die private Nachfrage auf ein so hohes Niveau katapultierte, wie es durch „ehrliche“ Arbeitseinkommen nie hätte erreicht werden können. Den Ausgang dieses Experiments kennen wir.

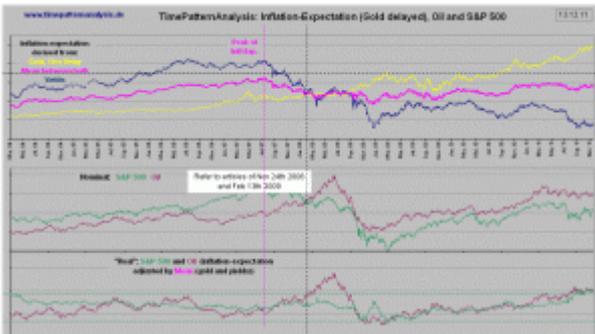
Seit September verlieren die Inflationsindikatoren in den USA an Tempo. Das Verhältnis zwischen CPI und PPI hat im Juni einen Tiefpunkt markiert. Der PPI fällt schneller als der CPI. Da die Produktionsseite zudem etwas vorläuft, dürfte das einen weiteren Fall des CPI ankündigen. Dadurch wird das Preisverhältnis zwar etwas weniger „ungesund“, aber das ist erst einmal nur eine Tendenz (siehe Chart!).



Beachtenswert ist darüber hinaus, dass sich das Verhältnis zwischen dem Rohmaterial-PPI und dem „final goods“-PPI hartnäckig bei der kritischen Schwelle von 1,3 hält – ein Zeichen von Preisdruck aus dem Rohstoff-Sektor, der weder innerhalb der Produzentensphäre weitergegeben werden kann, noch an den Konsumgütersektor übertragen werden kann (unterproportionale Entwicklung des CPI). Das deutet Druck

auf die Unternehmensgewinne an!

Die Inflationserwartungen, wie sie sich aus der Rendite-Entwicklung und dem Goldpreis ergeben, haben ihren Zenith erst einmal überschritten (siehe Chart!).



Auch das spricht dafür, dass die Preise zunächst nicht weiter steigen. Die abzusehende konjunkturelle Verlangsamung ist ein weiteres Argument für nachlassenden Preisdruck. Als hinzukommendes Argument mag gelten, dass die monetäre Basis in den USA seit August um gut 2% abgenommen hat.

Wer hat recht – Krugman oder die Austrians? Beide auf unterschiedlichen Ebenen. Krugman und die Gilde „moderner“ Volkswirtschaftler hängen der Illusion an, sie könnten in der Wirtschaft alles steuern. Das stimmt auch so lange, so lange die Veränderungen im Wirtschaftsgefüge klein sind. Das sie den Schock des offenen Ausbruchs der Finanzkrise überwinden konnten, spricht für ihr ausgefeiltes Instrumentarium. Was sie nicht können, ist die Ursachen zu beheben – im Gegenteil, das Potenzial für die nächste, noch schwerere Krise wurde gerade mit diesen Maßnahmen erheblich erhöht.

Und hier setzt die Erklärung der Austrians an. Denn der Zusammenhang zwischen Preisen und Geldmenge besteht sehr wohl. Es kommt dabei aber erstens darauf an, in welchem Sektor welche Geldmenge die Preise bestimmt. Zweitens spielt die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte eine große Rolle, das gilt besonders für die Realwirtschaft. Wenn sich hier Erwartungen von nachhaltigen Preissteigerungen von mehr als 5% p.a. manifestieren, dürften sich zwar Alt-Schuldner mit lang laufenden Festzinsverträgen freuen, aber den Geldpolitikern dürfte es trotz ausgefeiltem Instrumentarium kaum noch gelingen, gegenzusteuern. Das Geldsystem tritt dann von seinem stationären in den chaotischen Zustand ein. Genauso auf der deflationären Seite, wobei hier die kritische Schwelle schon unterhalb von einem Prozent liegen dürfte.

Was bedeutet die Annahme nachlassenden Inflationsdrucks für die einzelnen Asset-Klassen? Darum wird es in einem der nächsten Beiträge gehen. Nur so viel vorab: Die [Inflations-Illusion als Treiber für Aktienkurse](#) hat zunächst ausgedient – siehe auch den "realen" S&P 500 am "Anschlag" im Chart der Inflationserwartungen. Da auch das [KGV \(etwa im S&P 500\) noch keineswegs günstig](#) ist, fehlt „Inspiration“. Auch verschiedene Unternehmensmeldungen der zurückliegenden Tage stimmen nicht gerade positiv für die kommende Quartalssaison.

Jahresend-Rallye? Unabhängig von den mittelfristigen Aussichten stehen die Chancen für eine kurzfristige Expansion jetzt nicht schlecht. Die Volumenverteilung im S&P 500 hat mit dem Großen Verfallstag auf „Akkumulation“ gedreht (siehe Chart!). Bleibt das so, wäre das per se ein bullisches Zeichen. Kurzfristig.

