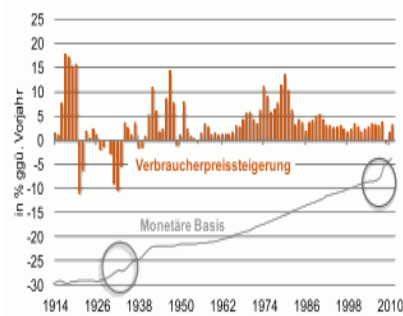


### Geldmenge und Inflation in den USA

St. Louis Monetary Base und Verbraucherpreissteigerung



## Inflation – Druck aufs Geldfass

### Description

Seitdem der Deutsche-Bank-Vorstand Jain in einem Interview gesagt hatte, dass die Konsequenz der jüngsten geldpolitischen Beschlüsse der EZB schlussendlich Inflation sein wird, ist das Thema wieder in aller Munde. Er nannte das den Preis, den wir für Europa zahlen müssen.

Liquidität und Staatsverschuldung waren in der Vergangenheit wichtige Treiber der Inflation, schreibt [Martin Hübner von Assegagon Asset Management](#) und untersucht die letzten hundert Jahre (siehe Grafik). Liquidität und Staatsverschuldung sind aber nur eine notwendige Bedingung für Geldentwertung, als hinreichende Bedingung muss eine hohe gesamtwirtschaftliche Nachfrage hinzukommen.

### Geldmenge und Inflation in den USA

St. Louis Monetary Base und Verbraucherpreissteigerung



„Das war nach dem Ersten Weltkrieg in Deutschland der Fall. Auch nach der Weltwirtschaftskrise 1933 lief die deutsche Konjunktur schnell wieder heiß und zwang die Regierung, Preis- und Lohnkontrollen einzuführen. In den USA dagegen gab es kein stärkeres Wachstum. Die Inflation hielt sich daher in Grenzen, von ein paar kurzfristigen Ausreißern abgesehen.“

Die inflationäre Phase in den 1970er Jahren kam hingegen nicht durch Liquidität und Staatsverschuldung zustande. Verantwortlich waren politische Spannungen, die die Rohstoffpreise steigen ließen. Nach dem Yom-Kippur-Krieg im Oktober 1973 kamen die großen Ölpreiskrisen.

Die landläufige Meinung ist, dass die Staatsverschuldung, wenn schon nicht durch (unpopulären und schmerzhaften) Schuldenschnitt, dann durch starke Inflation abgebaut werden muss. Dafür gibt es auch

viele Beispiele aus der Geschichte. Es geht aber auch gemäßigter. So ist es den USA gelungen, den Anteil der Staatsverschuldung am BIP nach dem zweiten Weltkrieg deutlich zurückzufahren ohne dass es zu starkem Kaufkraftverlust kam (siehe Chart – [Quelle](#)). Das Zauberwort dafür heißt „finanzielle Repression“. Sie setzt einen negativen Realzins voraus, das nominale Zinsniveau liegt unter den nominalen Wachstums- und Inflationsraten. Dabei ist es nicht einmal erforderlich, dass die Inflation die Marktteilnehmer überrascht, sie muss im historischen Vergleich auch nicht besonders hoch sein. Entscheidend für den Erfolg finanzieller Repression ist, dass die Verhältnisse über eine ganze Reihe von Jahren Bestand haben.

US Schuldenstand in % des Bruttoinlandsprodukts seit 1790



Die Bedingungen der „finanziellen Repression“ sind aktuell in vielen Industrieländern nicht gegeben, wenn man auf die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen abstellt. In Spanien etwa liegt die Rendite mit 6% weit über der Eurozonen-Inflationsrate von 2,4%. In Deutschland sind die Bedingungen gegeben, die Rendite liegt bei 1,46%. In den USA liegt die CPI-Inflation bei 1,7%, die Rendite bei 1,62%.

Die Geldfässer der Finanzsektoren der meisten Industrieländer sind durch die explodierte Zentralbankgeldmenge randvoll. Die Geldflut im Finanzsektor sorgt dort für Inflation, wie an den luftigen Aktienkursen und anderen Assetpreisen gut zu sehen. In der Realwirtschaft ist davon bisher nicht viel angekommen, ihr Geldfass ist relativ wenig gefüllt.

Wenn die Notenbanken mit ihren QE-Programmen, den LTROs und dem OMT per „harter Inflationierung“ oder „vornehmer“ per finanzieller Repression dauerhafte Erleichterung bei der Staatsverschuldung bewirken wollen, müssen sie dafür sorgen, die Kanäle zwischen den beiden Geldfässern durchgängig zu machen.

**Der Kreditkanal:** Wenn Geschäftsbanken Kredite vergeben, schaffen sie dadurch Geld. Das Potenzial hierzu ist angesichts der bei den Notenbanken geparkten Überschussreserven enorm. Wenn die Wirtschaftssubjekte jedoch keine Kredite nachfragen, sondern eher damit beschäftigt sind, ihre (übermäßige) Verschuldung abzubauen, ist dieser Kanal weitgehend verstopft. Dann funktionieren die vielzitierten [Transmissionsmechanismen der Geldpolitik](#) nicht, die Notenbanken können die Zinsen immer weiter senken, die Kreditvergabe wird dadurch jedoch kaum positiv beeinflusst.

**Der Assetkanal:** Wenn z.B. Versicherungen und andere Institutionen außerhalb des Bankensystems über das OMT-Programm der EZB Staatsanleihen aus ihren Büchern an die EZB verkaufen, erhalten sie dafür Mittel. Wenn diese etwa in Immobilien angelegt werden und damit deren Preise (und anschließend die Mieten) steigen, trägt das dazu bei, die Inflationsrate zu erhöhen. Ein mittelbarere Variante ist die folgende: Das durch die lockere Geldpolitik niedrige Zinsniveau erleichtert u.a. durch niedrige Kosten der Lagerhaltung die Spekulation mit physischen Rohstoffen. Wenn das dazu führt, dass die Rohstoffpreise dauerhaft steigen, wirkt das über die Produktionskette letztlich inflationär.

Ein sich selbst tragender Aufschwung der Realwirtschaft, eben die oben genannte hinreichende Bedingung einer hohen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, wäre die einfachste Möglichkeit, Inflation zu erzeugen. Doch hier besteht zurzeit wenig Hoffnung. Genau deshalb sind QE3 und OMT aufgelegt worden. Man handelt schlicht nach dem Prinzip, den Druck im Geldfass des Bankensystems so lange zu erhöhen, bis



selbst durch die verengten Kanäle zum Geldfass der Realwirtschaft genügend Liquidität strömt, um die Inflation anzuheizen.

Technisch ist es den Notenbanken möglich, Inflation und Inflationserwartungen zu bekämpfen. Paul Volcker, ehemals Fed-Chef, hat Ende der 1970er Jahre die kurzfristigen Zinsen trotz schwacher Konjunktur stark angehoben und so Liquidität eingesammelt. Allerdings gehört dazu der Mut des Unabhängigen, denn eine solche Politik ist schmerzhaft. Diese „Schmerzen“ werden umso größer, je länger sich die Wirtschaft, insbesondere die Finanzindustrie an die Liquiditätsflut gewöhnt hat.

Die unbeabsichtigten Konsequenzen einer solchen Geldpolitik machen es immer schwerer, das Rad zurückzudrehen. Neben diesen im Artikel ["Von QE zu UC"](#) diskutierten „Seiteneffekten“ spielt insbesondere in der Eurozone auch die Verflechtung der außerordentlich expansiven Geldpolitik mit der Bankenwelt eine große Rolle. „De facto werden zahlreiche unsolide Banken künstlich am Leben gehalten. Die EZB schleppt sozusagen Banken durch, die sonst nicht überleben könnten,“ sagt [Otmar Issing im Interview mit der „Welt“](#)

Die EZB hat den Bankensektor mit Liquidität überschüttet und dabei auch die Regeln für ihre Kredite aufgeweicht. Sie hat nicht unterschieden zwischen illiquiden Banken mit vorübergehenden Problemen und insolventen, nicht zukunftsfähigen Instituten. Solche mit einer schwachen Kapitaldecke ausgestatteten Banken können kaum Kredite an Unternehmen zu vergeben. Aber sie können Staatsanleihen erwerben, weil nach Basel II / Basel III Staatsanleihen als risikofreies Investment gelten, die eine Bank kaufen kann, ohne Eigenkapital dagegen stellen zu müssen. So haben viele südeuropäische Banken zuletzt wieder verstärkt Staatsanleihen ihrer Länder gekauft haben. Wenn sich zwei Nicht-Schwimmer aneinander klammern, wird daraus noch kein Schwimmer – im Gegenteil, so entsteht ein brisantes Geflecht.

Friedrich August von Hayek hatte festgestellt, die Inflation zu stoppen ist weniger ein "technisches" denn "politisches" Problem. Indem sich die EZB immer mehr zum Diener der Politik macht –z.B. ist auch die Bankenrettung eine staatliche Aufgabe und keine der EZB-, wird es immer unwahrscheinlicher, dass dieselbe EZB frühzeitig ihren Kurs ändert und die schließlich durch die verengten Kanäle in die Realwirtschaft strömende Geldmenge wieder einsammelt.

Zurück zur finanziellen Repression: Das Beispiel Spanien mit 10-jährigen Renditen von 6% und einer Eurozonen-Inflationsrate von 2,4% zeigt, dass hier noch viel passieren muss. Entweder kauft die EZB spanische Staatsanleihen so massiv, dass die Zinsen unter die Inflationsrate gehen, oder die Inflation steigt massiv an. In der Realität treffen sich beide vielleicht bei 4%, so wohl zumindest die Absicht derer, die versuchen wollen, das Problem der Staatsverschuldung durch Geldwertverfall zu lösen.

Auch in den USA sah es bisher schon nicht danach aus, dass die Fed die Inflation bekämpfen wollte. Und mit der Bindung von QE3 an das Ziel, die Arbeitslosigkeit deutlich abzubauen, könnte sich die Fed selbst ein Bein stellen. Wenn sich die Situation auf den Gütermärkten bei weiter hoher Arbeitslosigkeit anspannt, werden Unternehmen verstärkt Kredite aufnehmen und die Banken ihr Kreditgeschäft ausweiten (hierfür gibt es Anzeichen – siehe Chart unten!). Dann müsste die Fed die Zinsen anheben, um steigende Inflation zu bremsen. Bei weiterhin hoher Arbeitslosigkeit könnte die Fed aber zu der Ansicht gelangen, dafür sei es noch zu früh.

Auch in den USA wird die Politik mit Blick auf den Arbeitsmarkt starken Druck ausüben, die Zinsen nicht zu erhöhen, sagt [Martin Feldstein](#). Die Notenbank ist dem Kongress rechenschaftspflichtig. Die Debatte um das Dodd-Frank-Gesetz zur Finanzreform lässt darauf schließen, dass es breite Unterstützung für weitere Restriktionen geben dürfte, wenn der Kongress mit der Fed-Politik unzufrieden ist. Das Dilemma der Fed: Strafft sie die Geldpolitik, um die Inflation einzudämmen, riskiert sie Gegenmaßnahmen des Kongresses, die ihr die künftige Inflationsbekämpfung erschweren könnten.

Feldstein unterstellt dabei, dass die Fed „guten Willens“ ist, gegen die Inflationsgefahren anzutreten. Was, wenn nicht? Was, wenn sie sich gezielt in dieses Dilemma hineinbegibt, um gute Argumente dafür zu haben, die Inflation eben nicht zu bekämpfen.

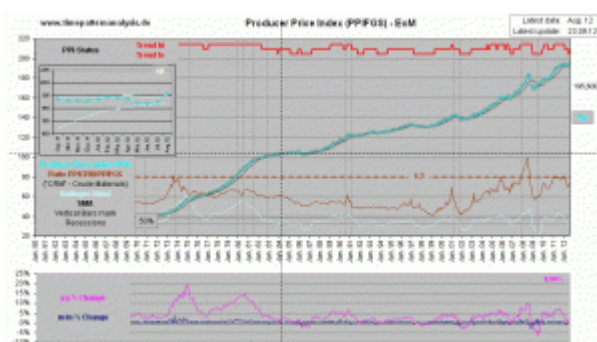
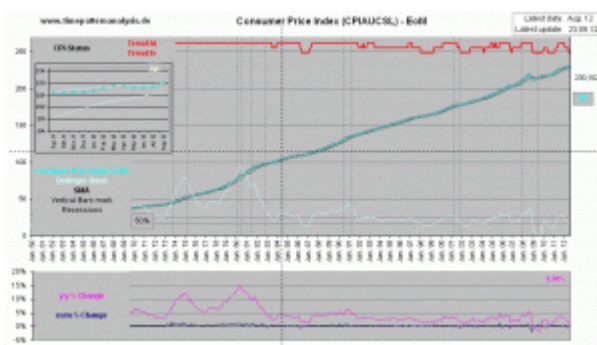
Ich gehe davon aus, dass die Notenbanken, insbesondere Fed und EZB, kein Interesse daran haben, die Inflation in Schach zu halten (zumindest so lange sie unterhalb von 5% p.a. bleibt). Das gilt auch für die Politik. Zweifellos wäre es besser, wenn die Staaten ihre Schulden konsequent zurückfahren. Politiker, die solche schmerzhaften Maßnahmen ergreifen, riskieren aber, abgewählt zu werden. Diesem Risiko möchten sie sich gewöhnlich nicht aussetzen...

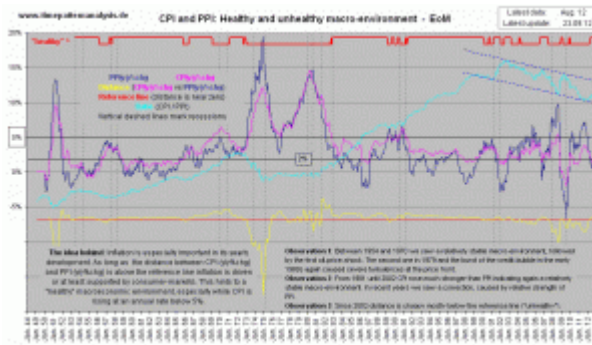
Der IWF plädiert seit einiger Zeit für 4 bis 6 Prozent Preissteigerung pro Jahr. 2 Prozent sind "out".

Schon eine Geldentwertung von vier bis fünf Prozent enteignet Sparer, Rentner können sich nicht mehr auf die Werthaltigkeit ihrer Rente verlassen und die Mittelschicht zahlt über kalte Progression höhere Steuern. Inflationspolitik ist damit unsozial, sie ist Gesundung des Staates auf dem Rücken der breiten Bevölkerung. Gleichzeitig geht dabei die Schere zwischen arm und reich immer nur noch weiter auf.

Der Wunsch von Politik, EZB und Fed, Inflation zu schüren, ist das eine. Ob, bzw. wann sie damit Erfolg haben und in welchem Ausmaß, ist das andere. Sagen wir es so: Je länger es dauert, bis die Inflation in Gang kommt, je weiter werden die Geldschleusen aufgerissen und umso größer ist dann die Gefahr einer galoppierenden Geldentwertung.

Preisindices der USA:





In den USA nimmt die Kreditfähigkeit seit dem zweiten Quartal 2011 zu:

