

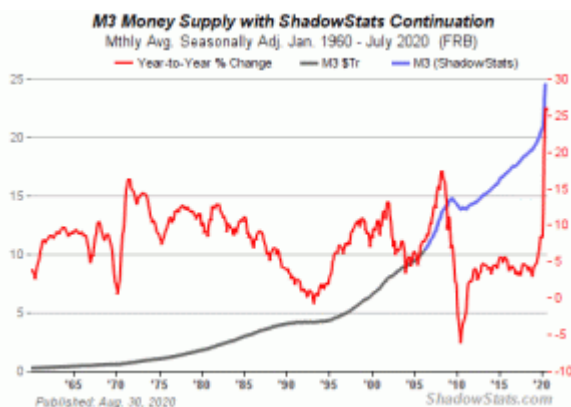
## Inflation – kommt sie oder kommt sie nicht?

### Description

In den zurückliegenden mehr als zwei Jahrzehnten war die Tendenz der Preise eher seitwärts, jedenfalls hatten sie Mühe, mal über die zwei Prozent hinaus zu schauen, die als Maß für Preisstabilität gilt. Dies gilt über alles gesehen seit Mitte der 1990er Jahre für den PCE-Kernpreis-Deflator, den die Fed besonders beachtet, sowie seit 2008 auch für den CPI-U-Preisindex, der die Preise für Nahrung und Energie einschließt. (Ich gehe hier von den offiziellen Inflationzahlen aus, die mit verschiedenen „Tricks“ niedrig gehalten wird.)

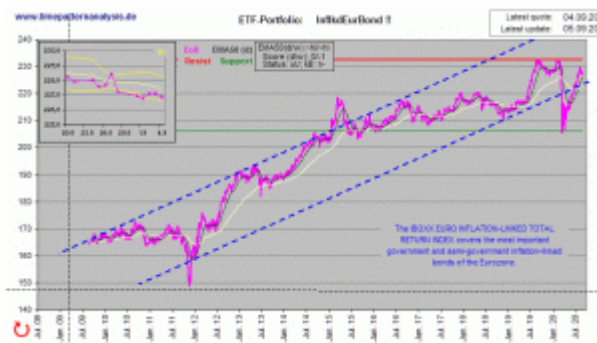
Beobachter haben in dieser Zeit immer wieder davor gewarnt, dass eher Deflation als Inflation droht. Inflation, bzw. Deflation ist in erster Linie ein monetäres Phänomen. Entsteht in einem Teilbereich des Wirtschaftssystems, im Finanz- oder im Realbereich, ein Überangebot an Geldmitteln gegenüber dem Angebot an „Gütern“, steigen die Preise, im umgekehrten Fall sinken sie. Ich hatte das vereinfacht [hier](#) dargestellt. Ein wichtiger Faktor ist daneben auch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, die in diesem Modell nicht berücksichtigt ist.

Die breite Geldmenge ist innerhalb der zurückliegenden zwei Dekaden (bis Anfang 2020) in den USA grob gemittelt um jährlich etwa sechs Prozent angestiegen. Da mit der Aufnahme der VR China in die WTO ein großes und billiges Angebot auftrat, hielt sich der Druck auf die Preise in Grenzen. Das erklärt zu einem gewissen Teil die Diskrepanz zwischen der Entwicklung der Geldmenge und der Preise. Hinzu kommt, dass ein nicht unbedeutender Teil des Zuwachses der Geldmenge im Finanzsystem verblieb (Stichwort steigende Asset-Preise) und seinen Weg nicht in die Realwirtschaft fand ([Chartquelle](#)).



Mit Corona hat sich das Bild gewandelt. Alle drei Geldmengenaggregate M1, M2 und M3 (siehe die unten stehende Anmerkung) sind im Jahresvergleich in den USA um mehr als 20% angewachsen. Die Basisgeldmenge hat sogar um 44% zugelegt. Hierin spiegelt sich zunächst wider, dass die Fed seit März ihre Bilanz um mehr als drei Bill. Dollar verlängert hat. In der Eurozone ist M3 im Juli um 10,2% angestiegen. Der bisherige Rekordstand lag hier mit 11,5% im Jahr 2007.

Trotzdem sind die Kurse von inflationsgebundenen Anleihen sehr hoch, ihre Renditen sehr niedrig. Würden die Akteure an den Finanzmärkten tatsächlich eine massive Inflation in der Realwirtschaft erwarten, wäre das Gegenteil zu erwarten. Dieselbe Aussage treffen die Breakeven-Inflationsraten (Differenz zwischen nicht-inflationsgebundenen und inflationsgebundenen Renditen) – hier werden unter zwei Prozent Teuerungsrate erwartet. Hierzu zwei Charts, einerseits der Kursverlauf eines ETFs, der Inflations-idierte Anleihen der Eurozone beinhaltet und andererseits Breakeven-Inflationsraten in den USA ([Chartquelle](#)).



Die Diskrepanz lässt sich damit erklären, dass die Akteure an den Finanzmärkten offenbar damit rechnen, dass die zusätzliche Geldmenge zum großen Teil im Finanzsystem verbleibt, also seinen Weg nicht in die Realwirtschaft findet, um dort die Preise anzuheizen.

Damit erwarten sie nichts anderes als mit der QE-Politik nach der Finanzkrise. Durch QE blieben die Zinsen niedrig, die Preise für Vermögenswerte wurden in die Höhe getrieben. Unternehmen konnten sich durch die Ausgabe von Anleihen billig verschulden, im Ergebnis ist deren Verschuldung deutlich angestiegen, Kurse von Unternehmensanleihen laufen aber weiter auf Rekord-Niveau. Und Finanzinstitute nutzten die günstigen Zinsen, um auf Kredit hochgehebelt zu spekulieren. Also Inflation im Finanzsektor.

Geld in der Realwirtschaft wird hauptsächlich über die Geschäftsbanken geschaffen, die Zentralbanken können lediglich die Voraussetzungen dafür verbessern. Der Transmissionsmechanismus niedriger Leitzinsen kam aber nach 2008 nicht so in Schwung, wie man sich vorgestellt hat ([siehe u.a. hier!](#)).

Die Corona-Krise gab den Regierungen den Vorwand, den Banken gegenüber Bürgschaften abzugeben, damit diese Unternehmen Kredite gewähren. Mit solchen Bürgschaften im Rücken sinkt für diese das Risiko der Darlehensgewährung. Auch wenn das Geld, das die Banken dank der Staatsgarantie heute schöpfen und an Unternehmen und Konsumenten geben, momentan vielleicht noch nicht ausgegeben wird, so wird es doch mit Normalisierung der Wirtschaft in Umlauf kommen. Eine solche Art der Geldschöpfung findet in der Realwirtschaft statt, QE führte hingegen hauptsächlich zu einer

Geldvermehrung im Finanzsystem mit eben dort inflationären Folgen.

Die zahlreichen direkten staatlichen Hilfen, die direkt an Bürger und Unternehmen fließen, gehen in die gleiche Richtung, insofern sie über den bloßen Ersatz ausgefallener Einnahmen hinausgehen. Genauso wirkt es, wenn Zentralbanken direkt Unternehmensanleihen kaufen, wie es etwa die Fed seit März tut. Zudem: Wir stehen am Beginn eines kalten Krieges mit China, der für viele Güter zu höheren Preisen führt. Damit fällt das Land als Quelle deflationären Drucks weg. Nimmt man schließlich noch hinzu, dass sich auch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wieder verbessern wird (gegenwärtig liegt sie in den USA bei 0,5 nach 1,4 zum Ende 2019), dürfte klar sein, dass in der Realwirtschaft zunächst deutliches inflationäres Potenzial lauert.

Inflation ist kurzfristig der scheinbar leichteste Ausweg aus der Schuldenfalle. Ein dank höherer Inflationsraten steigendes nominales BIP-Wachstum drückt die Verschuldung im Verhältnis zum BIP. Schulden werden real entwertet. Es ist verführerisch für Politiker, z.B. den Weg von Bankbürgschaften weiter zu gehen. Sie tauchen erst einmal nicht als Ausgaben/Schulden in der Staatsbilanz auf. Das historische Vorbild hierfür stammt aus der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg. Noch etwas ruft die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg in Erinnerung – finanzielle Repression (siehe u.a. [hier](#) und [hier](#)!) mit den Mitteln der Kapitalverkehrsverkontrolle und etwa dem Zang für inländische Finanzinstitute, inländische Staatsanleihen zu kaufen.

Wenn über diesen Weg nun die Inflation in Gang kommt und die Anleihen-Rendite nach oben treibt – was werden die Zentralbanken tun? Sie werden Anleihen kaufen. Die Fed hat bereits signalisiert, dass sie eine höhere Inflation begrüßt. Gleichzeitig hat sie sich auf die Fahnen geschrieben, die Renditen niedrig zu halten (siehe [hier](#)!). Wie weit die Zentralbanken dabei gehen, wird sich noch zeigen. Die zurzeit noch akademisch diskutierte Devise der Kontrolle der Zinsstruktur beinhaltet auch die Aussage, die Renditen so zu manipulieren, dass sie in das Umfeld einer möglichen inflationären Entwicklung passen.

Und was sagt „Dr Copper“ zu all dem? Kupfer gilt als recht zuverlässiger Früh-Indikator für die Preisentwicklung. Schließlich ist er in unserer Elektronik-zentrierten Wirtschaft ein eminent wichtiger Rohstoff und er ist weniger Spielball geopolitischer Interessen als etwa Öl. Der Preis des Metalls ist seit dem Tief im Februar um fast 45% auf aktuell 475 angestiegen. Das jüngste Hoch liegt bei 520 aus Anfang Juni 208 (S&P GSCI Copper Index – [Chartquelle](#)).



Zusammengefasst: Man sollte sich tatsächlich darauf einstellen, dass künftig mehr inflationäre als deflationäre Kräfte am Werk sind. Wie stark und wie lange sie wirken, hängt von von vielen Faktoren ab. Zu QE-ähnlichen Werkzeugen werden sich andere Maßnahmen wie etwa staatliche Bürgschaften und andere staatliche Anreize gesellen, die effektiver in Richtung Inflationierung der Real-Wirtschaft wirken. Der Kupferpreis, aber auch die Preise von Edelmetallen signalisieren Preisdruck.

**Anmerkung:** Es werden mehrere Geldmengenaggregate unterschieden (deren Definition sich von Land zu Land etwas unterscheidet). M1, das engste Geldmengenaggregat, umfasst Bargeld und Sichteinlagen, jeweils bei Nichtbanken. M2 umfasst zusätzlich Termineinlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren, sowie Spareinlagen (Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten). Die sehr weite Geldmenge M3 umfasst M2 zuzüglich Repoverbindlichkeiten, Anteile an Geldmarktfonds, sowie Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen von bis zu zwei Jahren. Das Aggregat M0 (Basisgeld), umfasst Bargeld außerhalb



der Zentralbank und Reserven der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. M3 wird seit Anfang der 2000er Jahre in den USA offiziell nicht mehr berechnet.