

Inflationsindices – auch manipuliert

Description

Inflation – ein unendliches Thema. Es kocht gerade wieder hoch. Immer mehr Beobachter erwarten im Gefolge der Erholung der Wirtschaft nach dem „Covid-Schock“ deutliche Preissteigerungen. Der jüngste US-Stimulus in Höhe von fast zwei Billionen Dollar wird dazu einen Beitrag leisten. Ich hatte dieses Thema hier schon etliche Male „am Wickel“, Anzeichen für deutliche Preissteigerungen gibt es seit Herbst 2020.

Wenn von Inflation die Rede ist, kommen einem als erstes Indices wie der US-CPI oder sein deutsches Pendant, der VPI, in den Sinn. Letzterer hat im Februar einen unerwarteten Satz gemacht, der US-CPI ist im Februar im Jahresvergleich um 1,68% gestiegen.

In den USA gibt es im wesentlichen zwei Typen von Preisindices, CPI und PCE. CPI (Consumer Price Index) und PCE (Personal Consumption Expenditures, auch PCE Price Indicator) kommen durch unterschiedliche Umfragen zustande. Beide basieren auf einer unterschiedlichen Zusammensetzung von Waren und Dienstleistungen. Bei beiden ist „Housing“ jeweils die größte Einzelposition. Daran hat wiederum das, was mit „Owner's equivalent rent“ (OER) bezeichnet wird, einen bedeutenden Anteil. Hierzu wird monatlich die Höhe der zu zahlenden Miete abgefragt. Bei in den eigenen vier Wänden wohnenden Eigentümern geht die Auskunft auf die Frage in die Index-Berechnung ein, für wie viel sie ihr Eigentum vermieten würden. Nicht gerade besonders vertrauenserweckend... ([Chartquelle](#))

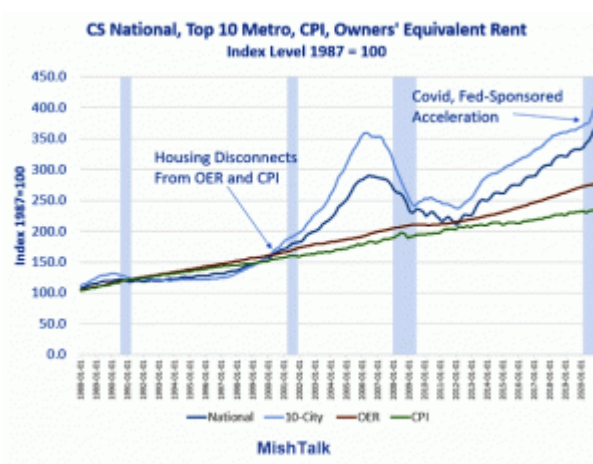
Consumption category	CPI-U	PCE-UNADJ	PCE-ADJ
Food and beverages	15.1%	13.8%	17.0%
Food at home	8.0%	7.1%	8.7%
Food away from home	6.0%	4.9%	6.0%
Alcoholic beverages	1.1%	1.8%	2.3%
Housing	42.4%	26.5%	32.9%
Rent	5.8%	3.4%	4.1%
Owner's equivalent rent	23.4%	12.9%	15.9%
Other housing	13.1%	10.2%	12.9%
Apparel	3.8%	4.5%	5.5%
Medical care	6.2%	22.3%	5.0%
Transportation	17.4%	13.9%	17.3%
Motor vehicles	7.9%	5.3%	6.5%
Gasoline	4.2%	3.4%	4.3%
Other transportation	5.4%	5.2%	6.5%
Education and communication	6.0%	5.4%	6.7%
Recreation	5.6%	6.8%	8.4%
Tobacco	0.7%	1.0%	1.2%
Other goods and services	2.8%	5.8%	6.0%
	100%	100%	100%

Spielarten von CPI und PCE betreffen die Nicht-Einbeziehung von Preisen für Lebensmittel und Energie, die als besonders volatil gelten. Das wären dann die sogenannten Kernraten. Der Anteil des Postens „Medical care“ ist bei beiden Preisindices deutlich zu gering. Der PCE unadj. zeigt zwar einen höheren Anteil, dafür ist der Anteil von "Housing" viel zu niedrig.

Die Zentralbanken streben eine Teuerungsrate von zwei Prozent an und verstehen darunter Preisstabilität. Bei solcher Art Preisstabilität hat sich der Wert des Geldes nach 36 Jahren halbiert. Damit basiert ihre Geldpolitik darauf, Geld, bzw. dessen Wert über die Zeit zu vernichten.

Nach [John Williams](#) läge der CPI auf Basis der Terminlogie von vor 1990 bei rund fünf Prozent (Erklärung [hier](#)). Der Pegel für „Preisstabilität“ wäre somit aktuell weit überschritten, die Geldpolitik müsste sehr restriktiv werden, um wieder zu stabilen Preisen zurückzukehren.

Der folgende Chart zeigt die Verläufe von CPI, OER, sowie der zwei Varianten des Case/Shiller-Hauspreisindex (CSXR für die zehn Topp-Metro-Lagen und den breiteren nationalen). Deutlich zu sehen, dass die Kurven ab 2000 auseinander laufen, kurz zuvor war das Finanzsystem weitestgehend dereguliert worden. Um 2012 gab es noch einmal eine gewisse Annäherung, aber aktuell ist die Kluft wieder so groß wie 2006/2007, kurz bevor die Immobilienblase platzte ([Chartquelle](#)).



Betrachtet man die jährlichen Veränderungen, kommt der CPI aktuell auf 1,68%, der OER auf rund zwei

Prozent, der Case Shiller National Home Price Index liegt per Dezember 10,3% höher, der CSXR 9,8%. Korrigiert man den Ansatz des OER im CPI entsprechend der tatsächlichen Hauspreisentwicklung, so stellt der folgende Chart dar, wie sich der CPI realistischer entwickelt hätte. Die Inflation würde aktuell bei 3,3%, bzw. bei 3,5% liegen, je nachdem welchen Hauspreisindex man zugrunde legt ([Chartquelle](#)). Damit hätte die Fed ihre Zielmarke von zwei Prozent überschritten.



Welche Zinsen würden sich ergeben, wenn man die Leitzinsen (eff. Fed Funds Rate) mit dem CPI, bzw. mit den ermittelten Inflationsraten korrigieren und so den realen Leitzins ermitteln würde? Der reale CPI käme auf rund -1,6%. Die mit den Hauspreisen neu berechneten CPI-Varianten erreichten -3,45%, bzw. -3,25% – solche Werte wurden zuletzt 2013/2014 gemessen. Negative Realzinsen werden auch als "finanzielle Repression" bezeichnet ([Chartquelle](#)).



Würde die Fed noch unter Greenspan um 2003 herum entsprechend der Signale der realistischeren „Hauspreis-CPIs“ gehandelt haben, hätte man begonnen, die Leitzinsen anzuheben. Dann hätte es wahrscheinlich keine Hauspreisblase gegeben, demzufolge auch keine „Subprime-Krise“, auch keine überhitzten Aktienmärkte und demzufolge auch keinen Crash wie 2008/2009. Und wenn die Fed dann unter den Nachfolgern von Greenspan ebenso entlang des „wahren CPI“ gehandelt hätte, würden [Rentner und andere vermutlich bis zum heutigen Tage vernünftige Einkommen aus festverzinslichen Anlagen erzielen können](#).

Höchstwahrscheinlich wären die Aktienkurse langsamer gestiegen, hätten sich entlang der Wachstumsraten der Realwirtschaft, der Produktivität und der sich in diesem Zusammenhang ergebenden Unternehmensgewinne entwickelt.



Die Geldpolitik von Greenspan und Bernanke hat zur „Großen Rezession“ geführt, die von Yellen und aktuell von Powell wird in die nächste, noch heftigere Krise münden. Nach unten manipulierte Preisindices geben ihnen den Vorwand, Wall Street zufrieden zu stellen. Was für Wall Street gilt, gilt zunehmend auch für Main Street. Beobachter haben schon im vergangenen Jahr darauf aufmerksam gemacht, dass die Leute, veranlasst durch „Stay at home“ vermehrt dazu übergegangen sind, an den Aktienmärkten zu spekulieren und mangels Konsummöglichkeiten dazu auch die von der Regierung in 2020 überwiesenen Gelder eingesetzt haben. So eröffneten beim Broker TD Ameritrade von Januar bis September 2020 z.B. fast 1,76 Millionen Privatkunden ein Konto.

Der neue Stimulus von fast zwei Billionen Dollar umfasst auch Schecks über 1400 Dollar für alle die, die weniger als 80.000 Dollar im Jahr verdienen. Experten gehen davon aus, dass das vom Staat verteilte Geld nicht wie beabsichtigt in Konsumartikel gesteckt wird, sondern zumindest zum Teil im ohnehin schon boomenden Aktienmarkt landet. Schätzungen reichen von 150 bis zu 350 Mrd. Dollar (siehe [hier!](#)).

Paul Volcker hatte Anfang der 1980-er Jahre als Fed-Chef den Mut und hob den Leitzins bis auf heute unvorstellbare 22% an. In der Folge stieg der Zins für Unternehmensanleihen auf über 17%. 1980 war die CPI-Inflation auf fast 15% gestiegen. Wenn die Fed es mit ihrem Auftrag, für Preisstabilität zu sorgen, ernst meinte, müsste sie heute anfangen, auf Basis der realistischeren Messung der Preisentwicklung die Leitzinsen anzuheben. Die Wahrscheinlichkeit für eine solche Politik ist aber so gering wie es die Leitzinsen sind. Die Fed hatte schon im Herbst 2020 erklärt, [sie werde ein Überschießen der Inflation über zwei Prozent lange tolerieren](#).

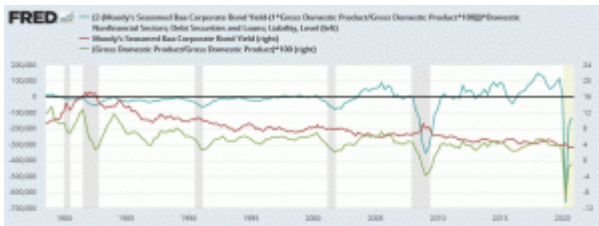
Ab März werden alleine wegen des Basiseffekts die Inflationsraten schneller steigen. Da dürfte der CPI schnell Werte von zwei Prozent und mehr erreichen. Nimmt man noch die Effekte aus dem Konjunkturpaket von Biden hinzu, sind auch schnell drei Prozent drin. Die Bond-Märkte werden darauf reagieren und höhere Zinsen erzielen wollen. Anleihen werden weiter verkauft werden, die Mittel könnten zum Teil in Aktien wandern.

Bis zu einem gewissen Grade kann die Fed gegensteuern, indem sie die Struktur ihrer Bond-Käufe anpasst ohne das monatliche Volumen von jetzt 120 Mrd. Dollar zu erhöhen („Operation Twist“). Die Bond-Halter werden aber nicht ruhen, bis die Fed agiert und entweder das Volumen erhöht oder explizit zu einer Politik der Kontrolle der Zinsstruktur übergeht. Das kann zunächst verbal geschehen, als eine Art Drohung, was auch eine gewisse Zeit funktionieren könnte.

Die Fed-Bilanz ist aktuell schon 7,5 Bill. Dollar lang. Das Budget-Defizit wird in 2021 sicher in Richtung von fünf Billionen Dollar gehen. Die Regierung kann sich keine steigenden Zinsen leisten, das würde den Haushalt sprengen. Die Auktionen des Finanzministeriums beginnen schon, „weich“ zu werden, Anleger wollen höhere Renditen. Und so wird die Fed letztendlich zum Käufer neuer Staatsschulden, so wie es die Bank of Japan und mittlerweile auch die EZB bereits praktizieren. Mit derselben Konsequenz – das BIP wächst langsamer.

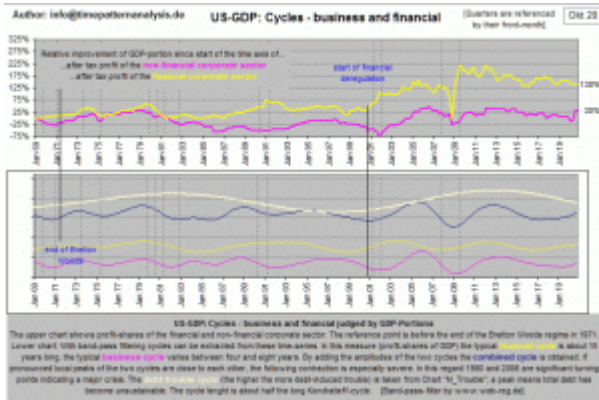
Ein Maß für die Beurteilung der Geldpolitik liefert der Wicksell-Spread. Er wird gebildet als Differenz zwischen dem Zins für Unternehmensanleihen mittleren Ratings (Kapitalkosten) und der jährlichen Veränderung des nominalen BIP (Kapitalertrag). Liegen die Zinsen mehr als zwei Prozent über der BIP-Entwicklung, gilt die Geldpolitik als restriktiv, anderenfalls als expansiv. Diese Zinsen notieren mit 3,42% auf einem historischen Tief, die BIP-Entwicklung rangiert per Q4/2020 bei -0,83%. Punktuell wäre die Geldpolitik damit restriktiv, was sie an einem bestimmten Punkt in jeder Rezession wird.

Um eine Vorstellung über die Entwicklung der Misallokation des Kapitals zu bekommen, substrahiert man den Wickell-Spread von 2% (dem „Optimum“ nach heutiger Zentralbank-Lehre) und multipliziert das Ergebnis mit dem Schuldenstand (siehe auch [hier!](#)). Heraus kommt der folgende Chart ([Chartquelle](#)).



Seit 2000 liegt die Kurve (türkis) immer häufiger und stärker im positiven Bereich, womit eine zunehmende Misallokation von Kapital aufgrund zu niedriger Zinsen angezeigt wird. (Die Ausschläge in den negativen Bereich signalisieren eine "Fehlallokation anderer Art".) Es ist kein Zufall, dass ab 2000 die BIP-Wachstumsraten mit zunehmender Fehlallokation des Kapitals nachlassen. Der Hausbau-Bereich dürfte zu einem nicht unerheblichen Teil zu dieser Misallokation beitragen. Die starke Fokussierung auf den Hausbaubereich resultiert zudem in einer vergleichsweise geringen Produktivität der Gesamtwirtschaft. Eine hohe Produktivität wäre eine Möglichkeit, der stark zunehmenden Verschuldung etwas entgegensetzen („aus den Schulden herauswachsen“). Die kann so nicht wahrgenommen werden.

Noch etwas sieht man am obigen Chart: Der Kapitalmarktzins im privaten Sektor (Moody's Baa) liegt seit Dekaden höher als das BIP-Wachstum (GDP). Also werden extra-Ressourcen aus dem Einkommensstrom der Wirtschaft benötigt, um die höhere Zinslast zu bedienen. Die Finanzindustrie profitiert davon: Der Anteil ihrer Gewinne am BIP ist zwischen 1969 und heute um 138% gestiegen, der Gewinnanteil der nicht-Finanz-Unternehmen wuchs in der gleichen Zeit um 30%.



Wie lange kann das gehen? Vielleicht länger als man sich das vorstellen kann. Mit entsprechenden Seiteneffekten. [Sparer und Rentner werden bestraft und in Aktien getrieben, ebenso Pensionsfonds](#). Die Ungleichheit von Einkommen und Vermögen steigt weiter (siehe etwa [hier!](#)). Die effektive Konsumquote bleibt weiter schwach, insbesondere auch dann, wenn (s.o.) Donald Normalbürger sein Ersparnis in Aktien steckt, statt seiner vornehmsten Aufgabe nachzukommen, zu konsumieren. Dementsprechend bleibt das Wirtschaftswachstum unter den Möglichkeiten. Unternehmen werden durch die ultraniedrigen Zinsen verleitet, Aktienrückkäufe per Kredit zu finanzieren, was Aktien weniger hoch bewertet aussehen lässt, dem Management satte Boni und den Aktionären höhere Kursgewinne beschert, aber die Bilanzstruktur verschlechtert (siehe etwa [hier zum Shareholder-Value](#) oder [hier zur Bilanz von Apple](#)). Usw.

Am Ende wird alles nichts helfen – es wird eine neue Finanzkrise geben. Sie wird nicht mit dem vergleichbar sein, was wir 2008 erlebt haben – angesichts der seitdem munter weiter gestiegenen Verschuldung insbesondere auch der Unternehmen. Die Politik des billigen Geldes, der [manipulierten Zinsen](#)



, wird immer weitere Bereiche der Wirtschaft erfassen und zu immer stärkeren Fehlallokationen führen, gleichbedeutend mit immer geringer werdender Produktivität. Nicht umsonst wird hinter verschlossenen Türen an staatlichen Digital-Währungen gearbeitet, die Bargeld ersetzen und Negativzinsen ermöglichen. [Damit ließen sich die Leitzinsen weit in den negativen Bereich vorantreiben.](#)

Die [Zinsmanipulation](#) beruht zu einem guten Teil auf manipulierten makroökonomischen Daten und hier insbesondere auf Preisdaten für reale Güter. Die Preisindices werden seit vielen Jahren, insbesondere aber seit Mitte der 1990er Jahre systematisch zu niedrig angesetzt. Das liefert den Zentralbanken die Rechtfertigung für eine immer lockerere Geldpolitik. Die daraus folgende Schuldenexplosion drückt die Effektivität und Produktivität der Realwirtschaft immer weiter. Mit Marktwirtschaft und freiem Spiel der Kräfte hat das alles schon lange nichts mehr zu tun.

[Danke an J.P. für die wiederholte Anregung zur Beschäftigung mit dem Thema Preisindices]

Nachtrag:

(21.3.21) Im Artikel "[Broken Debt](#)" wird der Versuch unternommen, den Einfluss der US-Gesundheitskosten auf die Preisindices realistisch einzuschätzen.