

## Schwache Waffen im Kampf gegen die Inflation

Kategorie: Wirtschaft

Veröffentlicht: Donnerstag, 05. Mai 2022 10:29

---



05.05.2022: Weltweit kennen die Preise derzeit nur eine Richtung: nach oben. Die Zentralbanken versuchen die Inflation zu bekämpfen. Doch wenn die steigende Inflation durch eine schwache Angebotsseite und nicht durch eine übermäßig starke Nachfrage angetrieben wird, wird die Geldpolitik nicht funktionieren, meint der britische Ökonom **Michael Roberts**:

Die russische Invasion in der Ukraine schreitet unaufhaltsam voran, es gibt immer mehr Tote und Vertriebene, und die Zerstörung der ukrainischen Städte, Bauernhöfe und Häuser geht weiter. Ein weiterer Krieg zeichnet sich in den großen Volkswirtschaften ab: der Krieg gegen die Inflation.

Die Inflation der Verbraucherpreise hat inzwischen ein 30- bis 40-Jahres-Hoch erreicht und wird noch weiter ansteigen. Die COVID-Pandemie und jetzt der Ukraine-Konflikt haben die Energie- und Lebensmittelpreise auf Rekordhöhen getrieben. Der Krieg in der Ukraine hat sich global ausgewirkt. Die steigenden Rohstoffpreise sind auf dem besten Weg, den stärksten Anstieg seit 1970 zu erleben, und senden eine Schockwelle des Elends über die Welt, da die Preise für lebenswichtige Güter, die jeder Mensch zum Überleben braucht, in die Höhe schießen. Die Weizenpreise sind seit Februar um 60 % gestiegen. Die Lebensmittelpreise sind jetzt höher als während der weltweiten Nahrungsmittelkrise von 2008, die 155 Millionen Menschen in extreme Armut stürzte.

Und die Preisinflation in diesen Schlüsselbereichen hat sich zu einem allgemeinen Preisanstieg ausgeweitet. Die jährliche Verbraucherpreisindexinflation (VPI) liegt in den USA bei 7,9 % (März: 8,5%), in der Eurozone bei 5,9 % (April: 7,5 %), im Vereinigten Königreich bei 6,2 % (März: 7%) und selbst in Japan, das lange Zeit eine deflationäre Wirtschaft hatte, liegt die Inflationsrate jetzt bei 1 %. In den so genannten Schwellenländern ist die Inflation noch schlimmer: Indien 6,1 %, Russland 9,2 % (April: 17 %), Brasilien 10,5 %, Argentinien 52 %, Türkei 54 % (März: 60 %).

Der Kampf um die Eindämmung und Kontrolle der Inflation wird nun von den Zentralbanken der großen Volkswirtschaften geführt: der Federal Reserve, der Europäischen Zentralbank, der Bank of England und der Bank of Japan. Es ist die primäre Aufgabe der Zentralbanken, die Preisinflation zu bekämpfen, und nicht, zur Aufrechterhaltung von Beschäftigung und Wirtschaftswachstum beizutragen - das ist zweitrangig. ("Die letzte Verantwortung für die Preisstabilität liegt bei der Federal Reserve" - Fed-Vorsitzender Jerome Powell). Das liegt daran, dass die Inflation der Hauptfeind des Bankensystems ist. Gläubiger und Darlehensgeber verlieren, wenn die Inflation steigt, während Schuldner und Kreditnehmer profitieren. Und Zentralbanken wurden geschaffen, um den Finanzsektor und seine Rentabilität zu unterstützen

## Schwache Waffen im Kampf gegen die Inflation

Kategorie: Wirtschaft

Veröffentlicht: Donnerstag, 05. Mai 2022 10:29

---

und nicht viel mehr.

Und in der Tat gibt es nicht viel mehr, was sie tun können. Ich habe in vielen früheren Beiträgen gezeigt, dass die Zentralbanken nur wenig Kontrolle über die "Realwirtschaft" in kapitalistischen Volkswirtschaften haben, und das schließt die Inflation der Preise für Waren und Dienstleistungen ein. In den 30 Jahren allgemeiner Disinflation (bei der sich der Preisanstieg verlangsamt oder sogar deflationiert) hatten die Zentralbanken Mühe, ihr übliches Inflationsziel von 2 % pro Jahr mit ihren üblichen Waffen - Zinssätze und Geldspritzen - zu erreichen. Und so wird es auch dieses Mal sein, wenn sie versuchen, die Inflationsraten zu senken.

Alle Zentralbanken wurden von den steigenden Inflationsraten überrumpelt. Warum war das so? Ganz allgemein, weil die kapitalistische Produktionsweise nicht gleichmäßig, harmonisch und geplant verläuft, sondern ruckartig, ungleichmäßig und anarchisch, mit Booms und Einbrüchen. Aber gerade jetzt, denn wie der Fed-Vorsitzende Jerome Powell letzte Woche in einer Grundsatzrede vor der National Association of Business Economists sagte: "Warum liegen die Prognosen so weit daneben? Meiner Ansicht nach liegt ein wichtiger Teil der Erklärung darin, dass die Prognostiker das Ausmaß und die Dauer der Angebotsverknappung weit unterschätzt haben, die in Verbindung mit der starken Nachfrage, insbesondere nach langlebigen Gütern, zu einer überraschend hohen Inflation geführt hat." In der Tat habe ich in früheren Beiträgen argumentiert, dass der derzeitige Inflationsschub entgegen der Ansicht der Keynesianer nicht auf eine "übermäßige Nachfrage" oder "übermäßige Lohnerhöhungen" (Kostenschub) zurückzuführen ist, sondern auf ein Versagen von Angebot und Produktion.

Wie Powell es ausdrückte: "Entgegen den Erwartungen ist COVID nicht mit dem Aufkommen der Impfstoffe verschwunden. Vielmehr stehen wir jetzt wieder vor weiteren COVID-bedingten Lieferunterbrechungen aus China. Es scheint weiterhin wahrscheinlich, dass die erhoffte Heilung auf der Angebotsseite mit der Zeit eintreten wird, wenn sich die Welt letztlich auf eine neue Normalität einstellt, aber der Zeitpunkt und das Ausmaß dieser Entlastung sind höchst ungewiss." Und das stellt die Zentralbanker in ihrem Bestreben, die Gewinne der Banken zu schützen, vor ein unlösbares Problem. Ihre geldpolitischen Waffen werden sich in diesem Krieg gegen die Inflation als nutzlos erweisen. Powell sagte: "Wir haben die notwendigen Instrumente, und wir werden sie einsetzen, um die Preisstabilität wiederherzustellen".

Aber hat er die wirklich?

Wie Andrew Bailey, Gouverneur der Bank of England, sagte: "Die Geldpolitik wird nicht das Angebot an Halbleiterchips erhöhen, sie wird nicht die Menge an Wind erhöhen, und sie wird auch nicht mehr Lkw-Fahrer hervorbringen." Und Jean Boivin, ein ehemaliger stellvertretender Gouverneur der Bank of Canada, der jetzt beim BlackRock Investment Institute arbeitet, kommentierte: "Wir haben es nicht mit einer nachfragegetriebenen Inflation zu tun. Was wir im Moment wirklich erleben, ist ein massiver Angebotsschock, und die Art und Weise, wie man damit umgeht, ist nicht so einfach, wie wenn man nur die Inflation bekämpft."

Wenn die steigende Inflation durch eine schwache Angebotsseite und nicht durch eine übermäßig starke Nachfrage angetrieben wird, wird die Geldpolitik nicht funktionieren. Die Geldpolitik funktioniert angeblich, indem sie versucht, die "Gesamtnachfrage" zu erhöhen oder zu senken, um die keynesianische Kategorie zu verwenden. Wenn die Ausgaben zu schnell steigen, als dass die Produktion sie befriedigen könnte, und dies zu einer Inflation führt, dämpfen höhere Zinssätze angeblich die Bereitschaft von Unternehmen und Haushalten, zu

## Schwache Waffen im Kampf gegen die Inflation

Kategorie: Wirtschaft

Veröffentlicht: Donnerstag, 05. Mai 2022 10:29

---

konsumieren oder zu investieren, indem sie die Kosten der Kreditaufnahme erhöhen. Aber selbst wenn diese Theorie richtig wäre (und die Beweise sprechen nicht gerade dafür), gilt sie nicht, wenn die Preise steigen, weil die Lieferketten unterbrochen sind, die Energiepreise steigen oder ein Arbeitskräftemangel herrscht.

Dennoch haben die Zentralbanken nur die geldpolitische Waffe, die sie bei einer Beschleunigung der Inflation einsetzen können. Daher plant die Fed einen starken Anstieg ihres "Leitzinses" (der Fed Funds Rate), der die Untergrenze für alle Kreditaufnahmen auf den kapitalistischen Märkten darstellt. Und das tun auch andere Zentralbanken.

Powell will den Leitzins bis Ende dieses Jahres auf 1,9 Prozent anheben und damit bis 2023 über den geschätzten längerfristigen Normalwert hinausgehen.

Gleichzeitig schwenkt die Fed auf ihr früheres Programm der quantitativen Lockerung" (QE) um, d. h. sie kauft Staatsanleihen und staatlich besicherte Anleihen, um die Geldmenge zu erhöhen. Im Laufe des 21. Jahrhunderts hat die Fed so viele Staatspapiere aufgekauft, dass ihre Bilanzsumme von 1 Billion Dollar auf fast 9 Billionen Dollar angestiegen ist und sich während der COVID-Pandemie mehr als verdoppelt hat.

Nun will die Fed den Gesamtumfang ihrer Bilanz verringern. Powell behauptet, dass "diese und künftige politische Maßnahmen dazu beitragen werden, die Inflation in den nächsten drei Jahren in die Nähe von 2 Prozent zu bringen." In der Tat herrscht in der Mainstream-Ökonomie Optimismus, dass höhere Zinssätze und eine Umkehr der Geldspritzen der Fed und anderer Zentralbanken nicht nur die Inflation bekämpfen, sondern auch einen Einbruch der Investitionen und des Konsums als Folge davon vermeiden werden, solange die Fed den Krieg gegen die Inflation fortsetzt und ihre Lockerungspolitik beendet. Powell kommentierte, dass "die historische Bilanz Anlass zu Optimismus gibt: Weiche oder zumindest weiche Landungen sind in der Geschichte der US-Währung relativ häufig vorgekommen. In drei Fällen - 1965, 1984 und 1994 - hat die Fed den Leitzins als Reaktion auf eine wahrgenommene Überhitzung deutlich angehoben, ohne eine Rezession auszulösen."

Powell ging auch auf die gängige Erklärung für die Inflation ein: dass sie hauptsächlich durch "Erwartungen" von Preissteigerungen verursacht wird, die sich bei Verbrauchern und Unternehmen durchsetzen - wenn man so will, sich selbst erfüllend. "In jüngster Zeit sind die kurzfristigen Inflationserwartungen natürlich mit der Inflation gestiegen, aber die längerfristigen Erwartungen bleiben innerhalb ihrer historischen Bandbreiten gut abgesichert."

Diese "psychologische" Erklärung der Inflation macht jede objektive Analyse der Preisbildung überflüssig. Warum sollten die "Erwartungen" überhaupt steigen oder fallen? Und wie ich bereits erwähnt habe, sind die Beweise für die Rolle der "Erwartungen" schwach. Ein neues Papier von Jeremy Rudd von der Federal Reserve kommt zu folgendem Schluss: "Ökonomen und Wirtschaftspolitiker glauben, dass die Erwartungen der Haushalte und Unternehmen in Bezug auf die künftige Inflation eine wichtige Determinante der tatsächlichen Inflation sind. Ein Überblick über die einschlägige theoretische und empirische Literatur legt nahe, dass diese Annahme auf äußerst wackeligen Füßen steht, und es wird argumentiert, dass ein unkritisches Festhalten an ihr leicht zu schwerwiegenden politischen Fehlern führen könnte."

Powell hat bei seinen "sanften Rezessionen" die beiden tiefsten und weitreichendsten Einbrüche in den großen kapitalistischen Volkswirtschaften seit 1945, nämlich 1980-82 und die

## Schwache Waffen im Kampf gegen die Inflation

Kategorie: Wirtschaft

Veröffentlicht: Donnerstag, 05. Mai 2022 10:29

---

Große Rezession von 2008-9, als die Zinssätze vor dem Beginn der Rezession stark anstiegen, nicht berücksichtigt. Dabei kann er keine Erklärung dafür liefern, warum eine straffere Geldpolitik manchmal zu "weichen" Landungen und manchmal zu Abstürzen führen kann.

Was in jeder Erklärung fehlt, sind zwei Dinge, die die marxistische Theorie bietet. Erstens, was mit der Rentabilität des Kapitals geschieht, und zweitens, was mit dem realen Zinssatz (nach Berücksichtigung der Inflationsrate) geschieht. In Zeiten, in denen die durchschnittliche Rentabilität hoch ist und/oder steigt, können und werden auch die Zinssätze steigen, ohne jedoch die Investitionen (sowohl die produktiven als auch die unproduktiven (Immobilien und Finanzen) zu bremsen. Das war in allen von Powell angeführten Fällen einer "weichen" Landung der Fall.

Das gilt auch für ein anderes optimistisches Argument für den wahrscheinlichen Erfolg der Geldpolitik bei der Kontrolle der Inflation. Ein Analyst behauptet, dass die Zeit von 1946-48 die beste historische Parallele zu heute sei. Damals kam es zu ernsthaften Versorgungsengpässen, die zu einem starken Anstieg der Preisinflation führten. Doch schließlich verlangsamte sich der Preisanstieg, da das Angebot durch die Umstellung der Produktion von der militärischen auf die zivile Fertigung anstieg. Die Fed musste die Zinssätze nicht erhöhen, sondern beschränkte sich auf eine relativ milde Reduzierung des Kreditwachstums, um ihre Bilanz zu verkleinern. Mit anderen Worten: Die "unsichtbare Hand" des Marktes wirkte. Aber auch bei dieser Erklärung wird außer Acht gelassen, dass die durchschnittliche Rentabilität des Kapitals in diesem Zeitraum den höchsten Stand des 20. Jahrhunderts erreichte, die Arbeitskräfte billig waren und ungenutzte Technologien eingesetzt werden konnten. Kein Wunder, dass das Angebot schnell anstieg, um das Feuer der Inflation zu löschen.

Aber das war 1980 nicht der Fall, nach der großen Rentabilitätskrise, die Mitte der 1960er Jahre begann und durch den internationalen Einbruch von 1974-5 noch verschärft wurde. Und das war auch 2008-9 nicht der Fall, wo die Rentabilität des produktiven Kapitals nicht viel höher war als Anfang der 1980er Jahre und viel niedriger als im "goldenen Zeitalter" der kapitalistischen Produktion von 1946-64 oder sogar in der "neoliberalen" Erholungsphase der 1980er und 1990er Jahre.

Dann gibt es noch einen zweiten Faktor, den Realzins. Paul Volcker wurde 1979 zum Chef der Federal Reserve ernannt, als die Inflationsraten, ausgelöst durch hohe Ölpreise und angespannte Arbeitsmärkte, die eine Anpassung des Angebots verhinderten (im Gegensatz zu 1948), den höchsten Stand des 20. Jahrhunderts erreicht hatten. Volcker, ein überzeugter "Monetarist" und starker Verfechter der Interessen der Banker, erhöhte die Zinssätze sofort auf ein solches Niveau, dass der reale Fed-Fonds-Zinssatz von -3 % auf +5 % anstieg.

Dieser schockartige Anstieg der realen Kreditkosten in Verbindung mit der sehr geringen Rentabilität des Kapitals verursachte in den großen kapitalistischen Volkswirtschaften den tiefsten Einbruch der Nachkriegszeit, und zwar in zwei Schüben innerhalb von drei Jahren. Es war das Ende der Arbeitsplätze im verarbeitenden Gewerbe in den USA, Westeuropa und dem Vereinigten Königreich. Das produktive Kapital wanderte nach Osteuropa, Lateinamerika und Asien ab. In der Tat war es dieser Einbruch, der die Inflation beendete und die Ölpreise sinken ließ, nicht die steigenden Zinssätze.

Wie sieht es heute mit dem Realzins aus? Er ist sogar noch niedriger als bei Volckers Amtsantritt im Jahr 1979. Daraus ergeben sich zwei Dinge: Um einen "Volcker" zu machen und

## Schwache Waffen im Kampf gegen die Inflation

Kategorie: Wirtschaft

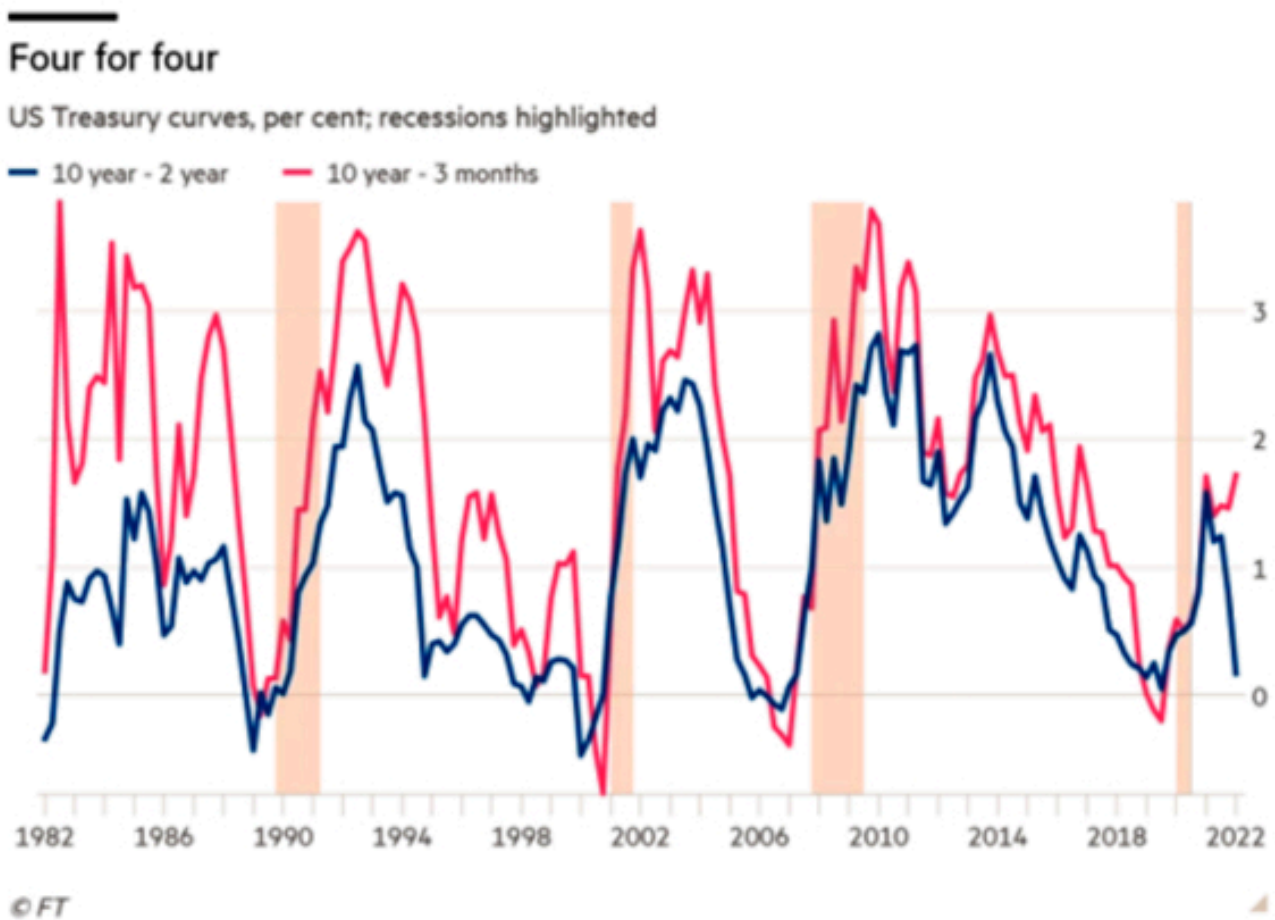
Veröffentlicht: Donnerstag, 05. Mai 2022 10:29

---

den realen Zinssatz der Fed in den positiven Bereich zu bringen, um die Inflation einzudämmen, wäre eine Serie von Fed-Zinserhöhungen erforderlich, wie es sie seit 100 Jahren nicht mehr gegeben hat; und wenn dies angesichts des nahen Nachkriegstiefs bei der Rentabilität angewandt würde, würde es mit ziemlicher Sicherheit zu einem neuen Einbruch bei Investitionen und Produktion in den großen Volkswirtschaften führen - ganz zu schweigen von den Auswirkungen auf die so genannten Schwellenländer des globalen Südens. All dies zeigt, dass die Geldpolitik eine rohe Waffe zur Kontrolle der Inflation ist und nicht erfolgreich sein wird, ohne einen größeren Einbruch zu verursachen - keine "weiche" Landung.

Ein nützlicher Indikator für eine Rezession in der Vergangenheit, den ich bereits erwähnt habe, ist eine umgekehrte Renditekurve. Das ist der Fall, wenn auf dem Anleihemarkt der Zinssatz oder die Rendite eines kurzfristigen Kredits (2 Jahre) über den Zinssatz oder die Rendite eines längerfristigen Kredits oder einer Anleihe (10 Jahre) steigt. Wenn Sie einen Kredit (eine Anleihe) für einen längeren Zeitraum aufnehmen, müssen Sie normalerweise einen höheren Zinssatz an den Kreditgeber oder Käufer der Anleihe zahlen, da die Laufzeit des Kredits länger ist und der Kredit somit einem höheren Inflations- oder Ausfallrisiko unterliegt. Wenn sich die "Renditekurve" abflacht oder sogar umkehrt, folgt in der Regel eine Rezession. Und warum? Weil sie anzeigt, dass die Käufer von Anleihen sich Sorgen machen, dass Zinserhöhungen zu einem möglichen Einbruch führen könnten, und deshalb mehr sichere langfristige Staatsanleihen kaufen, um ihr Geld zu schützen.

Nun, die Renditekurve der US-Staatsanleihen bewegt sich derzeit schnell auf eine Inversion zu. Die kämpferische Rede von Jay Powell, in der er der Inflation den Kampf ansagte, führte zu einem starken Rückgang der Kurve. Die blaue Linie in der nachstehenden Grafik, die 10-/2-Jahres-Kurve, bewegt sich geradewegs auf Null zu. In den letzten 40 Jahren folgte jedes Mal, wenn dies geschah, eine Rezession (wie die schattierten Teile des Diagramms zeigen). Es ist sogar noch schlimmer: Laut Bank of America gingen inverse 10/2-Kurven den letzten acht Rezessionen und 10 der letzten 13 Rezessionen voraus.



Powell versuchte in seiner Rede vor der NAB, den Indikator der Renditekurve zu verwerfen, indem er argumentierte, dass nur das kurze Ende der Kurve ein Indikator für eine Rezession sei, und zwar dann, wenn die Kurve fällt und nicht steigt: "Es gibt gute Forschungsergebnisse von Mitarbeitern des Federal Reserve Systems, die darauf hinweisen, dass man sich das kurze Ende - die ersten 18 Monate - der Zinskurve ansehen sollte. Das ist es, was wirklich 100 Prozent der Erklärungskraft der Renditekurve hat. Das ist sinnvoll. Denn wenn sie invertiert ist, bedeutet das, dass die Fed die Zinsen senken wird, was wiederum bedeutet, dass die Wirtschaft schwach ist."

Unabhängig vom Vorhersagewert der Renditekurve für Anleihen steht fest, dass sich die US-Wirtschaft, die unter den G7-Staaten am besten abschneidet, im weiteren Verlauf des Jahres abschwächen wird. Es gibt wenig Spielraum für weiteres Wachstum durch die Einstellung von mehr Arbeitskräften, während die Produktivität und die Unternehmensinvestitionen nachlassen. Im Jahresvergleich stieg die Arbeitsproduktivität des Nichtbetriebssektors Ende 2021 nur um 1 %, verglichen mit 2,4 % im Jahr 2020. Und die Unternehmensinvestitionen lagen Ende 2021 nur noch knapp 2,4 % über dem Niveau vor der Pandemie. Mehrere Prognosen deuten nun auf eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den USA und im Vereinigten Königreich und wahrscheinlich auf eine regelrechte Rezession in der Eurozone hin, bevor das Jahr zu Ende geht.

Und es sind nicht nur die produktiven Sektoren der Wirtschaft, die gefährdet sind. Es war der

## Schwache Waffen im Kampf gegen die Inflation

Kategorie: Wirtschaft

Veröffentlicht: Donnerstag, 05. Mai 2022 10:29

---

Zusammenbruch des Immobiliensektors im Jahr 2008, der die Große Rezession auslöste. Und nach einer massiven Immobilienexplosion während der COVID-Pandemie könnten die Immobilienpreise bei einem starken Anstieg der Hypothekenzinsen zurückgehen, was die Verbraucherausgaben schwächen würde. Der US-Anleiheninvestor Bill Gross kommentierte: "Ich vermute, dass man nicht über 2,5 bis 3 Prozent kommen kann, bevor die Wirtschaft wieder zusammenbricht. Wir haben uns einfach an immer niedrigere Zinssätze gewöhnt, und alles, was viel höher ist, wird den Immobilienmarkt zum Einsturz bringen." Der Anteil der Hypothekenschulden am realen BIP ist seit dem Höhepunkt des letzten Zinserhöhungszyklus Ende 2015 bereits um 6 Prozentpunkte auf 55 Prozent angestiegen.

Statt einer "sanften Landung", wie sie Jay Powell erhofft, rechnet Goldman Sachs-Analyst Philipp Hilderbrand vor: "Das Stagflationsrisiko ist heute ein echtes Problem. .. Wir haben es mit einem Angebotsschock zu tun, der auf einem Angebotsschock aufbaut. Und die Art des neuen Angebotsschocks, der sich auf den Energiesektor konzentriert, deutet nicht nur darauf hin, dass die Inflation noch weiter ansteigen und sich in Zukunft wahrscheinlich als hartnäckiger erweisen wird, sondern auch, dass das Wachstum einen Rückschlag erleiden wird."

Es gibt eine Alternative zur Geldpolitik. Sie besteht darin, Investitionen und Produktion durch öffentliche Investitionen anzukurbeln. Das würde den Angebotsschock überwinden. Ausreichende öffentliche Investitionen, um dies zu erreichen, würden jedoch eine erhebliche Kontrolle der wichtigsten Wirtschaftssektoren, insbesondere der Energie und der Landwirtschaft, und ein koordiniertes Vorgehen auf globaler Ebene erfordern. Das ist derzeit ein Wunschtraum. Stattdessen versuchen die Regierungen, die Investitionen in produktive Sektoren zu kürzen und die Militärausgaben zu erhöhen, um den Krieg gegen Russland (und als nächstes China) zu führen.

In welche Richtung wird es gehen? Werden Powell, Draghi und Bailey Mini-Volckers sein oder werden sie sich aus dem Widerspruch lösen und sich für eine niedrigere Zinserhöhung entscheiden und gezwungen sein, mit einer höheren Inflation zu leben? In jedem Fall deutet dies darauf hin, dass die Inflation weltweit erst dann nachlässt, wenn es zu einem neuen Konjunkturunbruch kommt, der signalisiert, dass der Krieg der Zentralbanken gegen die Inflation verloren ist.

Quelle: Michael Roberts Blog, 26.3.2022: "The war on inflation"

<https://thenextrecession.wordpress.com/2022/03/26/the-war-on-inflation/>

eigene Übersetzung