

HISTORIE UND ZUKUNFT
INFLATION
UM JEDEN
PREIS

*»Dieses Buch ist bei Weitem das beste Finanzbuch,
das ich in den letzten 10 Jahren gelesen habe.«*

MARC FABER

FBV

J. ANTHONY BOECKH

TEIL I

FINANZIELLE INSTABILITÄT

KAPITEL 1

DAS ZEITALTER DER INFLATION

Die unausweichliche Schlussfolgerung jeder sachlichen Untersuchung der verschiedenen Arten von Inflation ist, dass unter ihnen allen Verschuldung in ihren vielfältigen Formen unermüdlich und unbarmherzig umgeht.

Richard Dana Skinner³

Die Große Reflation nennen wir das massive geldpolitische und fiskalische Stimulierungspaket der Regierung. Seine ursprüngliche Intention war es, eine mögliche Todesspirale der Konjunktur Ende 2008/Anfang 2009 zu verhindern. Heute besteht sein Zweck darin, einem Rückfall vorzubeugen. Das Paket hat eine Lawine neuen Geldes ausgelöst. Es wird eine Welt schaffen, wie sie niemand von uns je gesehen hat. Diese steht für ein neues, andersartiges Kapitel in der Geschichte der Inflation, eines Phänomens, das seit dem Kriegsausbruch 1914 immer wieder, ja sogar in den meisten Phasen herrschte. Damals entkoppelten fast alle wichtigen Länder ihre Währungen vom Gold, um Spielräume zur Finanzierung des Krieges zu erhalten. Dies war der Beginn des Inflationszeitalters. Anleger müssen den historischen Kontext verstehen – er ist wichtig, weil die Wurzeln der Inflation sehr tief reichen und sie darum nicht leicht zu beenden sein wird.

Das Inflationszeitalter hat eine schillernde Geschichte hinter sich und demonstriert uns fortwährend, dass Geld, das nicht durch etwas Werthaltiges unterlegt ist, nicht auf sich selbst aufpasst. Die Disziplin, die mit einem soliden Standard – traditionell Gold oder Silber – einhergeht, erschwert die Schaffung von zu viel Geld und hindert Länder daran, gegenüber anderen Ländern chronisch Handelsbilanzdefizite oder -überschüsse zu produzieren. Auch das Bankensystem wird daran gehindert, zu viele Kredite zu vergeben.

Ein gewisses Verständnis der neueren Geschichte der Inflation ist wichtig, um auf die alles beherrschende Frage unserer Tage Antworten zu finden: Wo führt die Große Reflation uns hin und was können Anleger tun, um von den kommenden Veränderungen zu profitieren? Um diese Frage zu beantworten, müssen wir uns zunächst auf die Ursprünge der modernen Inflation konzentrieren, auf Natur und Verlauf von Inflation, deren verschiedene Arten, darauf, warum sie aufgetreten ist und welche Auswirkungen sie auf verschiedene Anlageklassen hat. Dieses Wissen ist für Anleger unerlässlich, denn es hat tief greifende Auswirkungen auf alle Geldanlagen – Aktien, Anleihen, Devisen, Gold, Rohstoffe, Immobilien –, wirklich alles, was einen Marktpreis hat.

Was ist Inflation?

Inflation hat immer mit einer zu starken Ausweitung der Geldmenge und des Kreditvolumens zu tun. Einige nennen sie eine Krankheit, andere ein Verbrechen. Beides trifft zu. Leider ist die Geschichte aller großen Imperien mit monetären Exzessen und Inflation gepflastert. Genau deswegen müssen wir alle uns so große Sorgen machen, wenn wir das US-Imperium auf seinem Weg beobachten.

Viele Leute denken, dass Inflation einfach nur ein Preisanstieg ist, aber so einfach ist es nicht. Die Inflation verursacht den Anstieg der Preise, aber es ist wichtig, sich klarzumachen, *welcher* Preise. Der Prozess der Inflation beginnt mit einem Geld- und Kreditzuwachs, der über das für die Produktion von Gütern und Dienstleistungen Notwendige hinausreicht. Preisanstiege sind eigentlich erst die zweite Phase der Inflation, die auf der ersten beruht, und genau das verwirrt viele Leute.

Man muss zwischen zwei Arten von Preisanstiegen klar unterscheiden. Zum einen kann Inflation einen Anstieg der Preise dessen verursachen, was wir regelmäßig konsumieren oder nutzen: Essen, Friseur, Benzin, Waschmaschinen. Dies wird meist mithilfe des Verbraucherpreisindex (Consumer Price Index, CPI) gemessen, der anzeigt, ob es einen allgemeinen Anstieg der Lebenshaltungskosten gibt. Dies werden wir als CPI- oder Verbraucherpreisinflation bezeichnen.

Auf der anderen Seite kann Inflation Anlagegüter betreffen, die wir besitzen oder vielleicht besitzen wollen. Beispielsweise könnte Inflation die Preise von Eigenheimen, Aktien, Anleihen, Gold, Silber und ausländischen Devisen in die Höhe treiben. Diese Anlagegüter bewegen sich nicht unbedingt gleichzeitig oder überhaupt in dieselbe Richtung, auch muss eine CPI- oder allgemeine Inflation sich nicht unbedingt in dieselbe Richtung bewegen wie die Preise der Anlagegüter. Während der vergangenen 30 Jahre zum Beispiel sind die allgemeinen Inflationsraten gefallen, während die meisten Vermögenspreise bis Mitte 2008 stark gestiegen sind. Investoren müssen verstehen, welche unterschiedlichen Einflüsse die Geld- und Kreditinflation auf diese beiden Inflationstypen haben kann.

Zentralbanken wie die Federal Reserve oder die Bank of England kontrollieren die Geldschöpfung und in geringerem Ausmaß auch die Kreditausweitung. Wenn wir über Inflation sprechen, müssen wir die Rolle der Zentralbanken im Blick haben. Immer wenn es Inflation gibt, ob bei den Vermögenspreisen oder beim CPI, steckt eine Zentralbank dahinter; die Zentralbanker sind für den Schutz des Geldes verantwortlich, und das bedeutet, dass sie verantwortlich dafür sind, nicht zu viel davon zu schöpfen.

Leider konzentrieren sich die meisten Zentralbanker traditionell auf die Inflation der Verbraucherpreise und nutzen ihre geldpolitischen Bremsen nicht gegen die Vermögenspreisinflation. Der Grund ist, dass die Zentralbanker der Federal Reserve und der meisten anderen Länder sich in der von ihnen verursachten allgemeinen Preisinflation der 1970er-Jahre schlimm die Finger verbrannten. Der CPI stieg in den USA und anderswo auf 15 Prozent und mehr an und traumatisierte so die Allgemeinheit, die Behörden sowie die ausländischen Dollar-Besitzer, die dessen Wert an den internationalen Devisenmärkten kollabieren sahen. Anschließend konzentrierten sich die Zentralbanker darauf, den Anstieg der Lebenshaltungskosten moderat und gleichmäßig zu halten, und klopfen einander auf die Schulter, wenn ihnen das gelang. Seit den frühen 1980er-Jahren jedoch explodierten die Vermögenspreise in mehreren Wellen oder zyklischen Haussen. Abbildung 1.1 zeigt, was nach 1982 mit einigen wichtigen Vermögenspreisen geschah. Anleihen und Aktien begannen als Erste zu steigen, gefolgt von Immobilien und viel später Gold. Ende der 1990er-Jahre schließlich stiegen alle stark an. Nach dem Rückgang des Aktienmarktes von 2000 bis 2002 explodierten alle vier Anlageklas-

sen bis zum Höhepunkt der Blase von 2008. Ein Anstieg der Vermögenspreise schafft eine Wohlfühlatmosphäre. Es scheint nur Gewinner zu geben, und Verlierer sind nur die, die nicht mitspielen. Haussen sorgen für eine wunderbare Party, und es ist für die Zentralbanken nicht einfach, »die Bowlenschüssel wegzunehmen«⁴.

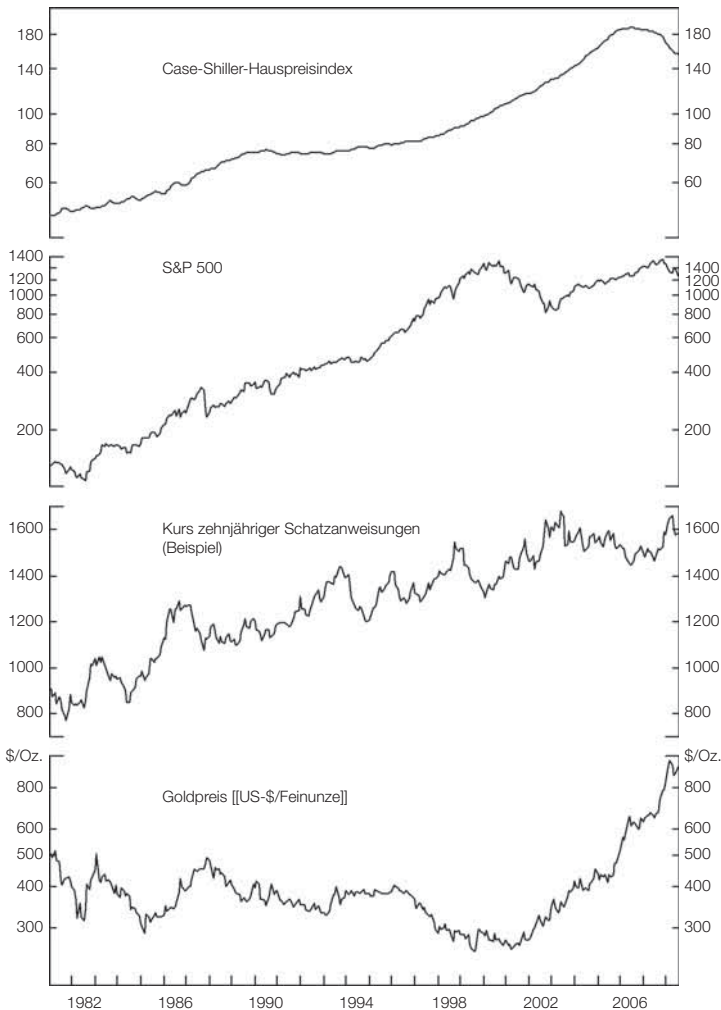


Abbildung 1.1: Vermögenspreisinflation in den USA von 1981 bis 2008

Quelle: BCA Research Inc.

Während die Zentralbanker sich wegen des rapiden Anstiegs beim CPI oder vergleichbaren Indizes zu Recht große Sorgen machten, verstanden sie paradoxerweise nicht, dass Vermögenspreisinflationen weitaus gefährlicher sind. Diese werden meist mit zu viel Kredit finanziert. Wenn die Blase platzt, wie dies immer geschieht, fallen die Asset-Werte in den Keller, wie wir es 2008/2009 erlebten, aber die Schulden bleiben erhalten. Die Vermögenswerte können die Schulden nicht länger tragen, was die Vermögensbilanzen von Menschen, Banken und Unternehmen ernsthaft belastet. Umgekehrt sinkt bei einer CPI-Inflation der Realwert der Schulden, während die Preise ansteigen. Wenn ich zum Beispiel Geld leihe, um ein Haus zu kaufen, und mein Einkommen sowie der Wert des Hauses steigen, dann gewinne ich doppelt: Die Hypothek ist aufgrund des höheren Einkommens leichter zu bedienen und meine Verschuldung ist im Verhältnis zu dem neuen, höheren Wert des Hauses gefallen.

Wenn die Leute sich während einer Vermögenspreisinflation zu sehr verschulden, müssen die Preise nur ein wenig fallen, und ihr Eigenkapital ist vernichtet. Die Kreditgeber schöpfen den Verdacht, dass die Vermögenswerte keine ausreichende Sicherheit mehr darstellen. Panische Liquidationen greifen um sich, eine sich selbst erhaltende Spirale. Die Preise fallen auf Niveaus, die niemand für möglich gehalten hätte. Genau dies geschah 2008/2009 – und wer etwas über Finanzgeschichte gelesen hat, dem kommt diese Geschichte bekannt vor.

Die jüngste Blase und der annähernd komplette Bankenzusammenbruch schufen ein immenses Risiko einer neuen Depression. Man sollte jedoch verstehen, dass der ursprüngliche Grund der Blase eine gewaltige Geld- und Kreditinflation war, die ihren Ursprung in den frühen 1980er-Jahren hatte und noch zweimal verstärkt wurde, nämlich in den frühen 1990er- und den frühen 2000er-Jahren. Der Schlüssel für die andauernde Geldinflation dieser Zeit war der Rückgang der Verbraucherpreisinflation und der Zinssätze in den USA. Allgemein hielt man Inflation nicht für ein aktuelles Thema. Aus diesem Grund sahen so wenige, nicht einmal die Federal Reserve, die Krise kommen.

Große Vermögenspreisinflationen finden paradoxerweise oft in Zeiten statt, in denen die allgemeine Inflationsrate fällt oder sehr gering ist. Diesen Zustand nennt man Disinflation. Der Begriff »Deflation« dagegen bezeichnet einen Rückgang der Preisniveaus. Eine kräftige Deflation ist ei-

ne schreckliche Krankheit, denn sie geht mit Rezessionen, Depressionen, massenhaften Bankrotten und einer hohen strukturellen Arbeitslosigkeit einher. Wenn sie einmal begonnen hat, ist sie sehr schwer zu stoppen, wie die USA in den 1930er-Jahren lernen mussten und Japan seit 1989 erfährt.

Disinflation spielte in den Vermögenspreisinflationen der 1920er-Jahre sowie des 19. Jahrhunderts eine Schlüsselrolle. Nach den 1970er-Jahren war sie aus drei Gründen von entscheidender Bedeutung: Erstens hatten sich die Zentralbanken nach den dramatischen Verbraucherpreisanstiegen dieser Dekade vorübergehend auf eine sehr restriktive Geldpolitik verlegt. Zweitens endete in den späten 1980er-Jahren der Kalte Krieg. Kriegsausgaben verursachen immer Inflation, deren Ende Deflation. Drittens eröffnete die Globalisierung den Handel mit sich schnell entwickelnden exportorientierten Niedriglohnländern wie China.

Während der beinahe 30 Jahre seit 1982 fielen die Zinsen in einer Reihe von Schüben kontinuierlich auf sehr niedrige Niveaus, was eine Verschuldungsorgie auslöste. Die US-Regierung unter Ronald Reagan baute riesige Haushaltsdefizite auf, die damals irrtümlich die Angst vor einer neuen Verbraucherpreis-inflation auslösten. Anstatt jedoch die Preise zu Hause in die Höhe zu treiben, lösten die Defizite eine Flut billiger Importe aus und führten zu gewaltigen Handelsbilanzdefiziten der USA gegenüber anderen Ländern.

Wir können dies visualisieren, indem wir an Wal Mart denken, das immer größere Mengen an Gütern zu immer günstigeren Preisen aus China bezog und diese dann an seine Kunden weiterreichte. Die Folge war eine abnehmende Verbraucherpreis-inflation, weil die übermäßigen Ausgaben der USA nach Übersee umgeleitet wurden, wodurch China zur Werkbank der USA und eines Großteils der restlichen Welt wurde. Die Preis-inflation in den USA sank, und in China entstanden Dutzende Millionen neuer Niedriglohnjobs. Dies sah nach einer Entwicklung aus, von der alle profitierten.

Die Globalisierung, das rapide Wachstum und eine hohe Sparquote in den Entwicklungsländern hatten eine weitere wichtige Folge: Deren Gesamtersparnisse stiegen rapide an und die Sparer liehen den USA bereitwillig fast unbegrenzte Summen, damit diese weiterhin die Flut an Importen bezahlen konnten. Der große Zufluss ausländischer Ersparnis-

se erlaubte es den USA, viel weniger zu sparen und mehr zu leihen, was die US-Zinssätze ständig drückte. Dies wiederum stimulierte erneut den Kauf- und Kreditausuch der USA.

Zentralbanken haben nicht wirklich den Auftrag, die Geld- und Kreditinflation zu bremsen, um Vermögenspreisinflationen zu verhindern. Wie erwähnt konzentrierten sie sich traditionell darauf, den Geldwert bezüglich der Lebenshaltungskosten stabil zu halten.

Disinflation bringt großartige Vorteile mit sich und hat fast immer Prosperität und Wohlfühl zur Folge. Die Zinsen fallen, die Preise von Geldanlagen steigen, Geschäfte florieren und die Arbeitslosigkeit ist niedrig. Alle scheinen zu gewinnen. Doch unter der Oberfläche brauen sich große Schwierigkeiten zusammen, denn die übermäßige Kreditausweitung und die Asset-Blasen sind nicht nachhaltig. Je länger diese andauern, desto länger wachsen den Menschen sowie dem Staat als Ganzem die Schulden über den Kopf. 2008 war die Anfälligkeit so groß geworden, dass eine moderate Verschärfung der Geldpolitik und ein Anstieg der kurzfristigen Zinsen auf nur 5,5 Prozent ausreichten, um das Schuldengebäude ins Wanken zu bringen.

Die Vermögenspreisinflationen der USA in den 1920er-Jahren, Japans in den 1980ern und der USA von den 1980ern bis 2008 passen perfekt in dieses Muster. Auch vor den 1920er-Jahren gab es wiederholt Blasen und Manien, und meistens hielten auch sie sich eng ans Drehbuch.

Um Vermögenspreisinflationen zu verstehen, stellen Sie sich die Geld- und Kreditinflation als Wasser vor, das aus einem riesigen Schlauch kommt, welcher in die Erde gesteckt wurde. Irgendwo muss das Wasser herauskommen, aber man kann nie genau wissen, wo. Wenn der Schlauch Geld pumpt, müssen am Ende irgendwelche Preise steigen. Wenn die Verbraucherpreise stagnieren, so entlädt sich der Druck bei den Vermögenspreisen, und diese werden hochgepumpt.

Die Absicht hinter der Großen Reflation war es, eine potenzielle Depression zu verhindern, die Bilanzen zu reparieren und die Konjunktur zu stützen. Es handelt sich um ein nie da gewesenes Experiment. Spätere Kapitel werden sich damit befassen, wo das neue Geld an die Oberfläche treten könnte.