



Warum diesmal zuerst die Deflation kommt

Die "Ökonomen" sind mal wieder außer Rand und Band.

Da war gerade Corona, da ist gerade Chip- und Holzangel, da bleibt das BIP trotz Wachstums hinter dem des Vor-Vorjahres zurück, und der DAX dümpelt von einem Höchststand zum anderen. Grund genug, sich an die alten und die ganz alten Lehrsätze zu klammern, um daraus entweder auf die nahende Inflation, oder auf die Inflation, oder auf das Verhalten der Notenbanken zu schließen.

Von der Annahme, Geld sei nur ein Schleier, dessen Wirkung auf die nominellen Größen beschränkt ist, aber nichts an den ökonomisch relevanten Preisen ändert, über die Unentschlossenheit, sich auf eine Definition von "Geld" überhaupt zu einigen, bis hin zur heute wieder diskutierten Hypothese, der Geldmarkt bestimme über Angebot und Nachfrage den Zins, handelt es sich bei alledem um die Ergebnisse eines realitätsfernen Modellierens, mit dem eigentlichen Zweck, der Wirtschaftslehre, und damit sich selbst, attestieren zu können, sie stünde auf dem gleichen wissenschaftlichen Niveau wie die klassische Physik. Kommunizierende Röhren, Hebelgesetze, die ballistische Kurve - und obendrein ein Sahnehäubchen aus Spieltheorie, das ist schon der Grundstock des VWL-Theorie-Baukastens.

Starker Tobak. Ich weiß.

Momentan entzündet sich wieder eine fruchtlose Diskussion daran, ob nun - ausgelöst, oder zumindest unterstützt - von der Pandemie, mit dem Ansteigen der Inflation zu rechnen sei, oder ob das Geschehen nicht, ganz im Gegenteil, in eine Deflation münden wird.

Schon mit dieser Diskussion wird viel zu kurz gegriffen, weil die beiden Zustände, die untersucht werden, in der Bezeichnung als Inflation und Deflation bereits in mehrfacher Hinsicht eine folgenschwere Vereinfachung darstellen.

- **Steigende nominale Preise** sind nicht grundsätzlich auf eine überhöhte, aufgeblähte Geldmenge zurückzuführen,
- steigende nominale Preise können ebenso die Folge einer zufällig eingetretenen oder bewusst herbeigeführten Knappheit sein.
- **Unveränderte Preise** sind nicht zwingend ein Indiz für eine unveränderte, bzw. richtig dimensionierte Geldmenge, sie können auch darauf hinweisen, dass überschüssige Liquidität nicht in den Markt der Realwirtschaft drängt, sondern Anlage in der Finanzsphäre sucht.
- **Sinkende Preise** sind nicht grundsätzlich auf unzureichende Liquidität zurückzuführen,
- sie können ebenso durch ein Überangebot an Waren und Leistungen hervorgerufen werden.
- **Preisänderungen** in bestimmten Warenkörben des Konsums, und deren Etikettierung als Inflation oder Deflation, haben mit den wahren inflationären oder deflationären Tendenzen einer Volkswirtschaft nur sehr wenig zu tun,
- weil die nominalen Preise der Assets auf den Finanz-, Immobilien- und Edelmetallmärkten dabei ausgeblendet bleiben.

Aber auch diese notwendige Erweiterung der Betrachtungsweise deckt immer noch nur einen Teilaspekt des Themenfeldes ab, weil weder die Einflüsse des Außenhandels noch die Einflüsse der großen Umverteiler, insbesondere des Staates, ausreichend Berücksichtigung finden.

- **Preissteigerungen**, die fälschlich als Inflation bezeichnet werden, können durch Veränderungen der Steuersystematik oder der Steuersätze ausgelöst werden. Jüngstes Beispiel in Deutschland: Die Wiederanhebung der Mehrwertsteuer und die Einführung einer CO₂-Abgabe haben eine "Schein-Inflation" (und ein Schein-Wachstum) erzeugt, die nicht etwa auf ein Zuviel an Liquidität zurückzuführen ist, sondern auf einen "steuernden" Eingriff per Steuer-Erhöhung mit Auswirkungen auf die Liquidität der Nachfrage im Bereich des privaten Konsums.
- **Gleichbleibende oder sinkende Preise**, die fälschlich als Deflation bezeichnet werden, können auf massenhafte Billigimporte von ausländischen Herstellern hindeuten, was noch nicht Deflation ist, wohl aber Deflation über den Import von Arbeitslosigkeit und den Abfluss von Liquidität in ausländische Devisenreserven auslösen kann.

- **Liquiditätsmangel** kann ebenfalls künstlich herbeigeführt werden, indem per "Schuldenbremse" und per forcierter "Entschuldung" Liquidität vernichtet, bzw. vernichtete Liquidität nicht im erforderlichen Maße durch Neuverschuldung ersetzt wird.

Und auch damit sind noch nicht alle Einflussfaktoren untersucht. Insbesondere die Geld-Akkumulation in der Finanzsphäre, die alle Bemühungen der EZB, ihr Inflationsziel zu erreichen, bisher verhindert hat, muss als Indiz für die strikte Trennung zwischen zwei unabhängigen Sphären mit einer nur schmalen Grauzone dazwischen als Faktum anerkannt werden. Auch, dass es sich dabei um eine Erscheinung einer gealterten, bzw. reifen Volkswirtschaft handelt, die in gesättigten Märkten kaum noch Wachstumsimpulse und damit realwirtschaftliche Renditechancen eröffnet, muss berücksichtigt werden.

Kommen wir nun zunächst zur wahren Inflation.

Die Inflation an den Vermögenmärkten in Deutschland dürfte in den letzten 10 Jahren bei durchschnittlich 8 % jährlich für Immobilien und durchschnittlich 12 % jährlich für Aktien gelegen haben, denn anders sind die Anstiege des Immobilienpreis-Index und des DAX innerhalb dieser Zeitspanne nicht zu erklären, zumal die Renditen der Anlagen in Relation zum Preis-, bzw. Kursniveau, immer weiterabgenommen haben.

Alleine dadurch, dass eine Aktie heute 200 € kostet, die vor fünf Jahren für 100 € an der Kurstafel stand, wurden "Sachwert" und "Ertragswert" des dahinterstehenden Unternehmens doch nicht verändert.

Verändert hat sich - auf Grund der Null- und Negativ-Zins-Politik der Zentralbanken - lediglich die Rendite von Anleihen. Das hat die Anleger bewegt, steigende Aktienkurse so lange zu akzeptieren, wie sich damit wenigstens noch eine Rendite von knapp über null realisieren lässt. Andererseits haben die gleichen Zentralbanken mit ihrer offensiven Geldpolitik dafür gesorgt, dass die Liquidität der Käufer ausreichte, um die Kursanstiege zu ermöglichen.

Nun wird das aber nur von ganz wenigen Ökonomiegelehrten als das bezeichnet, was es ist, nämlich die Inflation der Vermögenswerte, sondern als mehr oder minder bedenkliche "Blasenbildung" etikettiert. Wobei diese Einordnung als Warnung an die Anleger gedacht ist, dass ein Vermögensverlust beim Platzen der Blase eintreten könnte.

Allerdings gilt die Regel vom Erhalt der Sach- und Ertragswerte auch umgekehrt. Auch ein Kurssturz von 200 € zurück auf 100 € verändert am Geschäftserfolg der dahinterstehenden Aktiengesellschaft nichts. Es kann, bei ansonsten unveränderten Rahmenbedingungen, weiterhin die gleich hohe Dividende gezahlt werden.

Das heißt, aus anderem Blickwinkel betrachtet: Kursgewinne und Kursverluste bedeuten solange nichts, wie sie nicht durch den Verkauf der Papiere realisiert werden.

Die Realisierung von Kursverlusten lässt sich auf zwei Ursachengruppen zurückführen: Entweder, der Anleger steckt in einer Liquiditätsklemme, die er (nur) durch den Verkauf seiner Assets auflösen kann, oder die Situation an den Märkten wird so eingeschätzt, dass der Ausstieg aus der Anlage angezeigt scheint, weil befürchtet wird, dass sich der Kursrutsch immer weiter fortsetzen wird.

Die Realisierung von Kursgewinnen ist für Großanleger in der Regel wenig interessant. Wer am Finanzmarkt Rendite sucht und im Finanzmarkt bleiben will, wird für die 200 € pro Aktie wieder nur Aktien auf dem gleichen Kursniveau einkaufen können, will er die Liquidität nicht unter Inkaufnahme von Negativzinsen auf einem Bankkonto parken, in der Hoffnung auf eine neue, günstige Anlagemöglichkeit. Nur kleinere, auf Kursspekulation setzende Anleger, werden gelegentlich Kursgewinne nutzen, um damit ihren Konsum - vom Döschen Kaviar bis zum Kauf einer Villa im Grunewald - zu finanzieren. Großanleger hingegen "schichten" gelegentlich um, wenn sie den Eindruck haben, dass sich gewisse gesamtwirtschaftliche Parameter zu ihren Ungunsten entwickeln, bzw. anderen Papieren eine goldenere Zukunft verheißen.

Dem gegenüber steht eine geringfügige Inflation im Rahmen der Realwirtschaft.

Man kann zu den Inhalten der Warenkörbe stehen wie man will, man kann die ausgewiesene Inflation für zu niedrig oder zu hoch halten: Von einer Inflation, wie sie auf der Seite der Finanzanlagen zu beobachten ist, ist die Euro-Zone weit entfernt. Das Phänomen, das hier dominiert, ist "Teuerung", also eine Knappheitsfolge, welche es den Anbietern erlaubt, den Markt zu dominieren. Tatsächliche Knappheiten und künstlich hergestellte Verknappungen halten sich dabei ungefähr die Waage.

Erschwerend hinzu kommt, dass die für den Konsum verfügbaren Einkommen vieler privater Haushalte durch politische Einflussnahmen seit den Nuller-Jahren und zuletzt durch die politischen Maßnahmen der Pandemie-Bekämpfung gesunken sind, während die Budgetpositionen "Miete und Nebenkosten" und "Energie bzw. Mobilität" im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen stark angewachsen sind, was insgesamt eine Veränderung im Konsumverhalten hervorgerufen hat.

Es wird "gespart", jedoch nicht durch die Bildung von Reserven, sondern durch Zurückhaltung beim Konsum, um mit dem verfügbaren Einkommen über die Runden zu kommen.

Bei unvoreingenommener Betrachtung stellt sich heraus, dass auf der Konsumseite eine durch natürliche und künstliche Knappheit geschaffene Teuerung die tatsächlich seit Jahren anhaltenden, deflationären Tendenzen nur kaschiert, denn in der Realwirtschaft herrscht - wenn wir den Immobiliensektor ausklammern - schon seit etwa 20 Jahren Liquiditätsmangel und damit trotz Preisanstieg Deflation.

Schlussfolgerungen

A) Eine dramatische inflationäre Entwicklung im Bereich der Realwirtschaft ist derzeit ausgeschlossen.

Dafür fehlt die monetäre Grundlage und wird auch noch auf lange Zeit fehlen. Bedingt durch die politischen Entscheidungen für eine Energie- und Mobilitätswende wird Liquidität aus dem Bereich der privaten Haushalte abgezogen und für die vom Staat geförderten Investitionen in nicht wettbewerbsfähige und von vornherein unwirtschaftliche Technologien faktisch verbrannt.

Dass die Finanzwelt damit begonnen hat, die Werbetrommel für "nachhaltige" und "CO2-neutrale" Anlagen zu rühren, zeigt eigentlich nur, dass sich diese Papiere ohne massiven Propaganda-Aufwand nicht an den Mann bringen ließen.

Statt "Rationalisierung" mit dem Ziel, Zeit, Geld und Ressourcen zu schonen, lässt man der Unvernunft die Zügel schießen und betreibt "De-Rationalisierung". Dafür wird gerade das Geld gutmütiger Anleger einsammelt. Aufflackernde Strohfeuer in den von der "großen Transformation" begünstigten Branchen können die damit ausgelöste Depression für kurze Zeit kaschieren, bringen aber weder den erforderlichen Zuwachs an Beschäftigung, noch einen ausreichenden Beitrag zur Refinanzierung dieser Investitionen. Übrig bleibt ein über die gesamte Volkswirtschaft wirkender Kostenanstieg, der sich als **Teuerung** in den Preisen niederschlagen wird, ohne dass dies durch steigende Löhne und Renten kompensiert werden könnte.

Die Produktion für den Binnenmarkt

Viele Unternehmen werden aus dieser Kostenfalle heraus zur Aufgabe oder in die Insolvenz gezwungen. Die überlebenden Unternehmen werden versuchen, an den Personalkosten und an der Produktqualität zu sparen. Was den Liquiditätsmangel weiter verschärfen wird.

Die Produktion für den Export

steht grundsätzlich vor dem gleichen Kostenproblem, hat aber immer noch die Chance, die Kaufkraft prosperierender Märkte zu nutzen. Dabei wird sich der Trend, die Produktionsstätten in die (oder in die Nähe der) Absatzmärkte zu verlagern unvermindert fortsetzen, was weiteren Abbau der inländischen Belegschaften und den Rückgang der Konsum-Nachfrage zur Folge haben wird.

Dies wird weitere Entsparprozesse auslösen, die mit der Auflösung von Sparguthaben, dem Notverkauf von Wertpapieren und Immobilien aller Art einhergehen. Die von den Regierungsmaßnahmen zur Pandemiebekämpfung ausgelösten negativen Wirkungen auf Teile der Wirtschaft sind nicht ursächlich für diesen schon länger angelegten Trend, werden ihn aber verstärken, spätestens wenn nach den Bundestagswahlen eine neue Regierung die Büchse der Pandora öffnen und das Ergebnis des Kassensturzes verkünden wird. Es wird dann nicht mehr möglich sein, die Verschuldungsorgie der Jahre 2020 und 2021 weiterzuführen. Stattdessen sind massive Steuererhöhungen ebenso zu erwarten, wie die Anhebung der Arbeitnehmer-Beiträge zu den Sozialversicherungen, bzw. die Kürzung von Leistungen, z. B. durch eine nochmalige deutliche Anhebung des Renteneintrittsalters. Ebay wird zunehmend als "Schwarzmarktersatz" in Anspruch genommen werden und die Zahl der Zwangsversteigerungen wird deutlich ansteigen.

Es kommen ungemütliche Zeiten auf uns zu, ganz unabhängig davon, welche Koalition sich im Herbst finden und wer sie anführen wird.

B) Die Finanzsphäre im Bereich Deutschland/EU wird auf die Zinsentwicklung in der Dollar-Zone reagieren.

Die EZB hat keine Chance, das Zinsniveau wieder anzuheben, solange die EU nicht zur endgültig zur Fiskalunion geworden ist. Erst damit hätte sie die gleichen Chancen, wie die FED, an der Zinsschraube zu drehen. Noch aber ist die EU nicht "ein Staat" mit einem Schuldenberg, sondern ein Gebilde aus 27 Staaten, von denen schätzungsweise die Hälfte bei einer Anhebung der Zinsen praktisch nicht mehr in der Lage wäre, ihre Kredite zu bedienen.

Seit Mario Draghi sagte: "What ever it takes!", hängt die halbe EU am Tropf der EZB, was ausreicht, um die Spannungen zwischen den Mitgliedsländern zu erhalten und (glücklicherweise) den Weg zur Fiskalunion zu erschweren.

Von der Leyens 750 Milliarden Kommissions-Schuld für den Wiederaufbau-Fonds sind zwar ein Schritt in diese Richtung, doch das Ziel ist immer noch in weiter Ferne.

Der Vorteil der USA besteht demgegenüber darin, dass es sich letztlich um ein einziges Gebilde mit gleichgerichteten Interessen handelt, in dem es zwar ebenfalls eine "Schuldenobergrenze" gibt, die aber regelmäßig angehoben wird, wenn es im nationalen Interesse ist.

Der weitere Vorteil der USA besteht darin, dass attraktive Dollar-Zinsen Kapital anziehen und Liquidität ins Land bringen, was die Belastung der öffentlichen Hände durch höhere Zinslasten lindert, ggfs. sogar kompensiert.

Von daher kann angenommen werden, dass die FED als erste Zentralbank das Null-Zins-Niveau nach oben durchbrechen wird. Dies wird Umschichtungen zu Gunsten der Dollar-Anleihen auslösen, was die europäischen Börsen ins Rutschen bringt.

Wichtigstes Entscheidungskriterium bei der Frage, ob in Deutschland gelistete Aktien abgestoßen werden sollen, wird dabei das Kurs-Gewinn-Verhältnis sein, das ziemlich deutlich anzeigt, ob ein Papier über- oder unterbewertet ist. Natürlich spielen dabei dann auch noch individuelle Zukunftserwartungen und das Währungsrisiko eine Rolle, doch dürfte der Einbruch der Kurse da beginnen, wo die Rendite der Aktie von der Rendite der US-Bonds übertroffen wird.

Da auch hier gilt: "Wer zu spät kommt, den bestraft das Leben", dürfte der Kursrutsch ziemlich schnell auf sämtliche Werte übergreifen, teils auch nur, um mit der schnellen Reaktion so viel Liquidität wie irgend möglich zu "retten". Denn es passieren zwei Entwicklungen gleichzeitig:

Das Depot verliert - in Euro gemessen - relativ schnell an Wert, und
der Dollarkurs steigt gegenüber dem Euro an.

Es hängt also sehr viel an Jerome Powell, dem derzeitigen Hüter des Dollars. Im Gegensatz zu seiner Vorgängerin, Janet Yellen, die von Biden zur Finanzministerin berufen wurde und sich jüngst zum zweiten Mal innerhalb weniger Wochen als Befürworterin steigender Zinsen zu Wort gemeldet hat, meinte Powell im Frühjahr noch, der Aufschwung sei zu schwach für Zinserhöhungen und schloss diese für das gesamte laufende Jahr aus.

Solange diese Aussage gilt, werden auch die Börsen stabil bleiben.

Es gibt allerdings noch einen Sondereinfluss aus der deutschen Politik, nämlich das Ergebnis der Wahlen zum Deutschen Bundestag am 26. September 2021. Je grüner dieses Ergebnis ausfällt, desto negativer die Einschätzung ausländischer Investoren über die Rendite-Aussichten deutscher, überwiegend in Deutschland und für den EU-Markt produzierender Unternehmen.

Schon die letzten Meinungsumfragen vor der Wahl im August dürften dafür sorgen, dass Kapital abgezogen wird, wenn das Schreckgespenst "Annalena Kanzlerin" nicht mehr zu verhindern scheint. Mag sein, dass die Grünen ihre Kandidatin bis dahin noch zurückziehen, doch die Inhalte des Wahlprogramms werden sich dadurch nicht verändern.

Ganz im Gegenteil hört man inzwischen, dass der grünen Basis die Horror-Vorstellungen aus dem Programm-Entwurf immer noch nicht weit genug gehen, so dass inzwischen über 3.000 Änderungsanträge für den Partei zu behandeln sind, die mehrheitlich auf Verschärfungen hinauslaufen.

Damit ist die Marschrichtung für 2021 und 2022 vorgegeben.

- Deflation im Kreislauf der Realwirtschaft wegen Liquiditätsverknappung, kaschiert durch knappheitsbedingte Teuerung, mit dem Potential die Volkswirtschaft in die Depression zu treiben.
- Bevorstehende Deflation bei den Finanzanlagen wegen - absolut und relativ - zu US-Bonds rückläufiger Renditen, durchaus auch im Immobilienbereich.

Die Bullen werden sich andere Weidegründe suchen.

Die Bären werden viele Lachse fangen.