

Dr. Daniel Hartmann
Fundamentale Analyse

Keine Angst vor Inflation Teil I: Die Rückkehr der Notenpresse

3. August 2010

www.bantleon.com

Das Inflationsgespenst geht um in Deutschland

In Deutschland grassiert die Inflationsangst. Anlageberater können sich kaum noch vor Anfragen nach »inflationssicheren« Anlagen retten, Immobilienmakler berichten über einen Run auf Wohnimmobilien und in einigen Bankfilialen werden die Krügergoldmünzen knapp.

Heraufbeschworen wurde diese Inflationsphobie durch eine Vielzahl von Ereignissen: Ausgangspunkt waren die Bankenrettungspakete, die sich allein in der Eurozone auf 1.800 Mrd. Euro summierten. Psychologisch noch schlimmer wirkte sich der Übergang von der Finanz- zur Staatsschuldenkrise aus. In zahlreichen Ländern taten sich plötzlich Haushaltslücken von mehr als 10 % des BIP auf. Um Staatsbankrotte präventiv abzuwenden, mussten Rettungsschirme für Griechenland und weitere schwache Euroländer in Höhe von 860 Mrd. Euro gespannt werden. Angesichts dieser unglaublichen Summen stellt sich vielen Sparern die Frage, was der Euro noch wert ist.

Zusätzlich geschürt wird die Sorge durch die EZB, welche die Kapitalnot der Banken und Staaten grosszügig alimentiert. So stellten die Währungshüter im Juni 2009 den Banken die Rekordsumme von 900 Mrd. Euro zur Verfügung und liessen zugleich durchblicken, dass sie jedem weiteren Liquiditätsbedarf nachkommen. Für den endgültigen Tabubruch sorgte die Notenbank mit dem Ankauf von Staatsanleihen. Auch hier zeichnet sich ein Betrag von über 100 Mrd. Euro ab.

In der deutschen Bevölkerung lässt die Kombination von ausufernder Staatsverschuldung und Geldschwemme das Trauma der Jahre 1923 und 1948 aufleben. Einige Ökonomen ziehen zumindest Parallelen zu den 1970er Jahren, als es weltweit zu einem Inflationsschub kam. Sind diese Vergleiche gerechtfertigt?

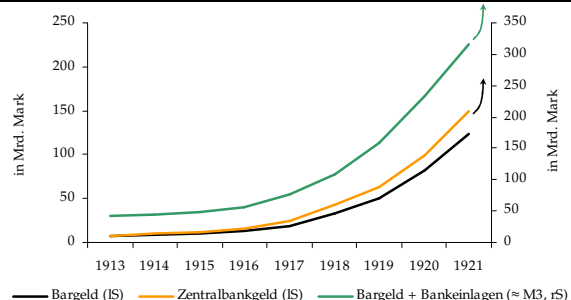
Die »Grosse Inflation« zwischen 1914 und 1923

Zunächst soll überprüft werden, welche Analogien die heutige Zeit zu den frühen 20er Jahren des vergangenen Jahrhunderts aufweist, als Deutschland von der grössten Inflation aller Zeiten erfasst

wurde (im November 1923 entsprach der Wert von einem USD 4,2 Bio. Mark). Die damalige Entwicklung ist ein Musterbeispiel für Hyperinflationen (= Preisniveau steigt pro Monat um mehr als 50 %) und kann in vier Stufen unterteilt werden:

1. Den Anfang einer Hyperinflation bildet stets eine Krise im Staatshaushalt – so auch in Deutschland vor 100 Jahren. Zunächst waren es die Kosten des Ersten Weltkriegs (1914–1918) und später deren Folgelasten (inkl. der Reparationsforderungen), welche das öffentliche Budget aus dem Ruder laufen liessen. Darüber hinaus schreckte die junge Weimarer Republik angesichts der politischen Unruhen vor kräftigen Steuererhöhungen zurück, während die Sozialpolitik ausgebaut wurde. Die ordentlichen Staatseinnahmen deckten zwischen 1919 und 1923 weniger als 40 % der Staatsausgaben. Der Rest musste über Schulden finanziert werden.
2. Letzteres war jedoch gar nicht so leicht, denn als Folge der unseriösen Budgetpolitik verfiel die Kreditwürdigkeit: Die Anleger misstrauten der Rückzahlungsfähigkeit des deutschen Staates und waren nicht mehr bereit, Anleihen zu zeichnen. Ab 1916 konnten daher immer weniger Staatsanleihen am Markt platziert werden. Stattdessen musste in wachsender Masse die Notenbank herhalten – sie kaufte Reichsschatzanweisungen an und stellte im Gegenzug der Regierung Geld zur Verfügung.

Abb. 1: Die Notenpresse lief vor 100 Jahren heiss



Quelle: Carl-Ludwig Holtfrerich: Die deutsche Inflation 1914–1923, Berlin 1980, S. 48f., BANTLEON

3. Durch das Anwerfen der Notenpresse nahm die im Umlauf befindliche Geldmenge schneller zu als das Güterangebot. Es entstand ein »Geld-

überhang«, der den Inflationsprozess schürte. Die Basis für diese Geldschwemme legte bereits der Erste Weltkrieg. Während das Sozialprodukt Schätzungen zufolge zwischen 1913 und 1918 um 12 % sank, hat sich die Geldmenge in der gleichen Zeit verfünffacht (vgl. Tabelle und Abb. 1).

- Die wachsenden Inflationsraten hatten einen negativen Einfluss auf die reale Entwicklung der Steuereinnahmen (das Eintreiben der Steuerforderungen dauerte ein bis zwei Jahre), weshalb sich die Haushaltskrise verschärfte. Als Folge davon musste die Reichsbank immer mehr Staatsanleihen aufkaufen und die Notenpresse immer schneller laufen lassen (1923 stieg die Zentralbankgeldmenge gegenüber 1922 um das 309-Millionen-Fache an).

Die »Grosse Inflation« 1914 bis 1923

	Inflation ¹⁾	Wachstum ²⁾	Geldmenge ³⁾	Notenbankkredit ⁴⁾
	Veränderung zum Vorjahr, in %			Anteil ⁵⁾ in %
1914	3	-4	42	0
1915	25	0	17	36
1916	31	-4	34	18
1917	49	-4	56	19
1918	24	0	76	15
1919	40	-18	46	19
1920	239	3	56	23
1921	28	8	50	26
1922	> 1.000	4	1.127	43
1923	> 10.000	-13	>1.000.000	99

Quelle: Carl-Ludwig Holtfrerich: Die deutsche Inflation 1914-1923, Berlin 1980, S. 24ff., S. 48f., S. 64f., S. 221ff., BANTLEON,

1) Lebenshaltungskosten, 2) real, 3) Bargeld + Einlagen bei der Reichsbank, 4) Kredite der Reichsbank an den Staat, 5) an den gesamten Staatsschulden

Aus den Erfahrungen Deutschlands mit der Hyperinflation wurden zwei zentrale Lehren gezogen: Zum einen sollte eine Zentralbank unabhängig von der Regierung und zum anderen die Finanzierung von Staatskrediten verboten sein. Beides wurde in Deutschland bereits 1924 umgesetzt und findet sich auch im EU-Vertrag wieder.

Die Rückkehr zum staatlichen Notenbankkredit

Vergleicht man die deutsche Situation der 1920er Jahre mit der heutigen Lage in der Eurozone sind Parallelen nicht von der Hand zu weisen – vor allem mit Griechenland. Die oben beschriebenen Phasen 1 und 2 hat das Land bereits durchlaufen. So riss die Finanzmarktkrise als externer Schock ein riesiges Loch in den griechischen Staatshaushalt: Die Ausgaben sprangen 2009 um 7,0 % nach oben, während die Einnahmen um 6,5 % schrumpften – nur noch 70 % der Staatsausgaben waren durch ordentliche Einnahmen gedeckt (2007 betrug die Rate noch fast 90 %). Zugleich wurde dem bisherigen griechischen Wachstumsmodell, das auf einem

kreditfinanzierten Konsumboom fusste, die Basis entzogen. Dies und der haushaltspolitische Schlenker der vergangenen Jahre (inkl. der statistischen Fälschungen) haben der Kreditwürdigkeit Griechenlands nachhaltig geschadet, was sich mittlerweile auch in den Ratings des Landes widerspiegelt (S&P und Moody's bewerten griechische Staatsanleihen nicht mehr mit Investment-Grade).

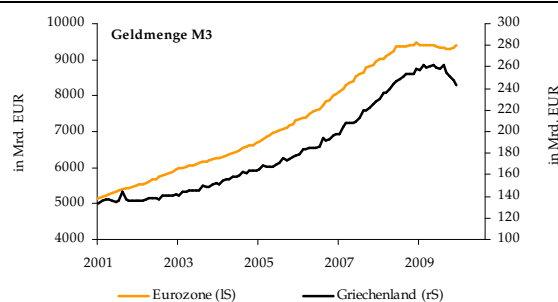
Wie dazumal Deutschland kann sich Griechenland folglich nicht mehr zu vernünftigen Konditionen über den Markt finanzieren. Um einen griechischen Staatsbankrott zu vermeiden, mussten daher zunächst die anderen Euroländer und schliesslich die EZB einspringen. Das Verbot der direkten Haushaltsfinanzierung umgingen die Währungshüter dabei, indem sie ihre Transaktionen als »Marktpflege« charakterisieren.

Inzwischen (Ende Juli) hat die Notenbank Staatsanleihen in Höhe von 60 Mrd. Euro erworben. Medienberichten zufolge entfallen bis zur Hälfte des Betrags auf griechische Anleihen. Damit aber nicht genug. Hinzu kommt, dass die griechischen Banken ihren kurzfristigen Finanzierungsbedarf mittlerweile hauptsächlich über die EZB abdecken und als Sicherheit für diese Notenbankkredite vorwiegend griechische Staatsanleihen nutzen. Selbst eine vorsichtige Rechnung legt daher nahe, dass die EZB auf direktem und auf indirektem Weg 30 % der griechischen Staatsschuld finanziert – Tendenz steigend. Sind damit die Grundlagen für einen Inflationsprozess gelegt?

Bis Weimar ist der Weg noch weit

Wie die Kritik des Bundesbankpräsidenten *Axel Weber* verdeutlicht, ist das Vorgehen der EZB höchst umstritten und kann durchaus als Rückfall in alte Zeiten interpretiert werden – der Notenbankkredit an den Staat ist wieder hoffähig geworden. Gleichzeitig gilt jedoch auch, dass die Eurozone noch weit von Phase 3 und 4 eines Hyperinflationprozesses entfernt ist. Zur Weimarer Zeit bestehen vor allem zwei gravierende Unterschiede.

Abb. 2: Von Geldüberhang keine Spur

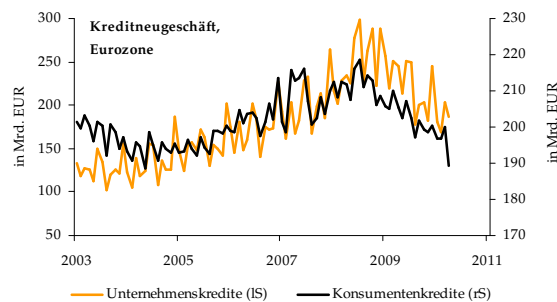


Quelle: EZB, Bank of Greece, BANTLEON

So hat die grosszügige Liquiditätspolitik der europäischen Währungshüter zwar einen Anstieg der Zentralbankgeldmenge ausgelöst. Die für den Inflationsprozess relevante Geldmenge M3 (Bargeld, Sicht-, Termin- und Spareinlagen) stagniert jedoch seit eineinhalb Jahren; in Griechenland war sie sogar zuletzt rückläufig (vgl. Abb. 2). Von einem Geldüberhang kann daher keine Rede sein.

Die Ursache dafür liegt in den privaten Kreditnehmern. In dem Ausmass, wie der Staat seinen Liquiditätsbedarf erhöht hat, haben sich die Unternehmen und Privathaushalte zurückgezogen. Die Neuvergabe von Unternehmens- und Konsumentenkrediten ist seit Ausbruch der Finanzmarktkrise sogar rückläufig (vgl. Abb. 3). Dementsprechend gering ist die Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken.

Abb. 3: Rückzug der privaten Kreditnehmer



Quelle: EZB, BANTLEON

Anders verhielt es sich zu Beginn der Weimarer Republik. Damals erlebte Deutschland einen Wirtschaftsaufschwung, den die Reichsbank und die Kreditinstitute nach Kräften förderten. Handelskredite wurden bereitwillig diskontiert (auch direkt von der Notenbank). Zugleich waren die Kreditkonditionen extrem günstig: Inflationsraten von stets mehr als 30 % stand ein bis 1922 konstanter Diskontsatz von 5,0 % gegenüber.

Als weiterer Unterschied tritt hinzu, dass Griechenland – von aussen erzwungen – die Wende in der Fiskalpolitik bereits eingeleitet hat. Die Hellenen haben sich dazu verpflichtet, bis ins Jahr 2013 die Staatsausgaben um 7,0 % des BIP zu kürzen und die Einnahmen um 4,0 % des BIP zu erhöhen. Die potentielle Nachfrage nach Notenbankkrediten geht daher in den kommenden Quartalen zurück.

Zu einer ähnlichen Sparpolitik war das Deutsche Reich erst nach dem völligen Zusammenbruch der Währung (im November 1923) bereit. Die Massnahmen, die damals getroffen wurden und ab 1924 zur Stabilisierung beitrugen, ähneln in vielen Bereichen dem aktuellen griechischen Sanierungsplan: Unter anderem wurden die Löhne und Gehälter der Staatsbediensteten drastisch gekürzt

und deren Zahl um 25 % reduziert. Ausserdem wurden Verbrauchssteuern erhöht und neue Abgaben eingeführt.

Fazit: Kein Grund zur Panik

Alles in allem wird der aktuelle Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB – anders als derjenige vor 100 Jahren durch die Reichsbank – von einer restriktiven Fiskalpolitik und einer geringen privaten Kreditnachfrage begleitet. Die Politik der EZB birgt folglich aktuell keine Inflationsgefahr in sich.

Dies würde sich erst dann ändern, wenn das Kredit- und Geldmengenwachstum in den nächsten Quartalen kräftig anzöge und die EZB weiterhin ihre expansive Liquiditätspolitik beibehielte. Beides ist unwahrscheinlich. Zum einen dürften die konjunkturelle Belebung in der Eurozone weiterhin nur moderat ausfallen (wir erwarten für 2011: 1,5 %) und die Banken den Deleveraging-Prozess fortsetzen, was gegen einen sprunghaften Anstieg des Kredit- und Geldmengenwachstums spricht.

Zum anderen haben die Währungshüter keinen Zweifel daran gelassen, dass bei einer Beruhigung an den Finanzmärkten der »Exit« von den aussergewöhnlichen Liquiditätsmassnahmen erfolgt. Rückendeckung erfahren sie dabei von der Notenbankverfassung: Anders als ihre Kollegen vor 100 Jahren sind die EZB-Vertreter explizit zur Wahrung von Preisstabilität verpflichtet.