# In der Klemme

03.06.2022 | John Mauldin

Zwei Wochen nach dem Ende der SIC beginne ich, alles zu verarbeiten. Verschiedene Teile fügen sich in meinem Kopf zusammen. Ich würde Ihnen gerne sagen, dass ich eine Vision für ununterbrochenen Frieden und Wohlstand habe. Leider ist das nicht der Fall. Gute Dinge werden kommen, aber noch nicht jetzt. Im Moment befinden wir uns in einem unangenehmen Interregnum.

Es sieht so aus, als würde die Wirtschaft noch eine Weile wachsen, nur nicht sehr schnell. Und wir wissen einfach nicht, was passieren wird, wenn die Federal Reserve angesichts einer sich verlangsamenden Wirtschaft die Geldpolitik strafft. Der Wohnungsbau verlangsamt sich eindeutig, ebenso wie bestimmte Arten von Verbraucherausgaben. Aber die Verbraucher scheinen darauf bedacht zu sein, in Erlebnisse und Reisen zu investieren.

Ich war diese Woche auf Reisen, und ich kann Ihnen sagen, dass die Hotels und Flughäfen sowie die Restaurants voll sind. Dies könnte der US-Notenbank zusätzlichen Spielraum für eine Straffung der Geldpolitik geben, ohne das Wachstum zu beeinträchtigen. Wir wissen zwar nicht alles, was auf uns zukommt, aber einiges davon ist wahrscheinlich nicht gut. Mit anderen Worten, wir befinden uns in der Klemme. Das ist keine gute Position, aber man kann sie überleben. Die beste Lösung: Halten Sie die Augen offen... und bleiben Sie in Bewegung.

**Hinter der Kurve**

Am 5. Tag begannen wir, die Puzzleteile zusammenzusetzen. Bill White, der frühere Chefökonom der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und davor ein Spitzenbeamter der Bank of Canada, kennt das Zentralbankwesen und die Geldpolitik von innen heraus. Ich habe oft gesagt, dass Bill mein Lieblingszentralbanker ist. Im Moment wäre es eine Untertreibung zu sagen, dass er besorgt ist. Lacy Hunt hat Bill White interviewt und dabei geschickt die Realität herausgearbeitet, die wir lieber nicht hören wollen. Ein paar wichtige Punkte:

• Das Kernproblem, das von den Zentralbanken nicht erkannt wird, besteht darin, dass die Weltwirtschaft mit mehreren ernsthaften Angebotsschocks konfrontiert ist. Es ist nicht nur COVID. Wir hatten schon vor der Pandemie Probleme mit der Lieferkette. China hat große Probleme. Die ganze Welt hat demografische Herausforderungen. Er hält den Klimawandel für ein wirtschaftliches Problem, unabhängig davon, ob die Antwort darin besteht, sich ihm anzupassen oder ihn abzuschwächen. All diese Faktoren erzeugen auf unterschiedliche Weise Inflationsdruck.

• Bills größte Befürchtung ist, dass die Federal Reserve so weit hinter der Kurve zurückbleiben könnte, dass sie nicht mehr aufholen kann. Das könnte passieren, wenn die Inflation schneller ansteigt als die Fed die Zinsen erhöht. In diesem Fall würden die realen Zinssätze tatsächlich sinken. Das ist der Zeitpunkt, an dem die Menschen aus einer Währung fliehen. Dann wird die Inflation sehr hoch, und es kommt noch schlimmer. Er hat dies nicht vorhergesagt, hält es aber für möglich. Dies ist nicht nur ein Problem der USA. In Europa und weiten Teilen Asiens ist es möglicherweise noch schlimmer.

• Lacy fragte nach Berichten, wonach die Fed mit der Straffung gewartet habe, weil nicht klar war, ob der Präsident Powell für eine weitere Amtszeit als Fed-Vorsitzender nominieren würde. Bill sagte vorsichtig, er kenne ihre Beweggründe nicht. Er wies darauf hin, dass Powell ein wohlhabender Mann sei, der den Fed-Job nicht brauche. Das sollte kein Hindernis sein, um das zu tun, was getan werden muss, wenn es das ist, was sie sehen.

• Auf die Frage nach China sagte Bill, dass China im Wesentlichen versucht hat, dem japanischen Nachkriegs-Wachstumsmodell zu folgen und niedrige Wechselkurse zu nutzen, um Exporte zu generieren. Peking möchte dies nun ändern, kann es aber nicht, weil das alte System für bestimmte Leute von großem Nutzen ist und weil der Übergang schwierig ist. Sie werden es weiter versuchen, aber letztlich scheitern.

Bills interessantester Punkt ist einer, auf den ich schon oft hingewiesen habe: Die Zentralbanken sind zu sehr von ihrer eigenen Fähigkeit überzeugt, die Wirtschaft zu kontrollieren. Er drückt es eloquenter aus, deshalb werde ich ihn ausführlich zitieren.

*"Mark Twain sagte: 'Es sind nicht die Dinge, die du nicht weißt, die dich fertig machen, es sind die Dinge,*

*von denen du sicher weißt, dass sie nicht so sind.' Und Oliver Cromwell schrieb einen Brief an das schottische Parlament, ich glaube, es war... Und er sagte: "Brüder, ich bitte euch im Herzen Christi, haltet es für möglich, dass ihr euch irren könntet." Und dieses Problem, dass Menschen an falschen Überzeugungen festhalten, scheint mir schon sehr lange zu bestehen. Die erste Frage ist wohl, ob wir glauben, dass die Zentralbanker sich tatsächlich geirrt haben.*

*Sie haben das falsche Modell, den falschen Rahmen, und ich habe das schon oft gesagt und geschrieben. Ich denke, sie haben einen, wie ich es nenne, tiefgreifenden ontologischen Fehler begangen. Es ist fast ein philosophischer Irrtum, dass sie die Natur des Systems, das sie zu kontrollieren versuchen, missverstanden haben, und worauf all diese Modelle beruhen - und nicht nur die neokeynesianischen Modelle, sondern auch die großen Strukturmodelle - sie beruhen auf der Vorstellung, dass die Wirtschaft eigentlich sehr einfach und im Wesentlichen statisch ist. Sie ist verständlich, weil sie einfach und statisch ist, und deshalb ist sie auch kontrollierbar.*

*Die Modelle gehen alle von diesen Grundannahmen aus, aber es gibt ein Problem. Und das Problem ist, dass es nicht stimmt. Denn die Wirtschaft ist nicht einfach, sie ist komplex, sie ist nicht statisch, sie ist anpassungsfähig. Jeder reagiert ständig auf all die Dinge, die vor sich gehen, und ändert sein Verhalten.*

*Folglich ist die Wirtschaft nicht verständlich, und sie ist nicht kontrollierbar. Vielleicht ist sie innerhalb bestimmter Grenzen kontrollierbar, aber sie wird die bisherige Maximierung nicht verkraften, ohne unbeabsichtigte Folgen zu haben, die auf längere Sicht zurückkommen und uns in den Hintern beißen werden. Und das ist genau das, was passiert ist.*

*Und ich denke, dass das Ausmaß, in dem die Fed - und auch die anderen Zentralbanken - diesem grundlegenden, philosophischen Missverständnis verhaftet sind, wirklich bedauerlich ist, weil es ihnen erlaubt hat, eine Politik zu betreiben, die, wie ich bereits gesagt habe, diese ultralockere Geldpolitik, die fast Jahrzehnte zurückreicht, sowohl unnötig war, weil Deflation nicht immer und überall eine schlechte Idee ist. Darüber können wir noch ein wenig sprechen. Diese Politik hat sich aus Gründen, die Sie gut kennen, Lacy, als unwirksam erwiesen. Leichtes Geld fördert die Anhäufung von Schulden, was sich mit der Zeit negativ auf das weitere Wachstum auswirkt.*

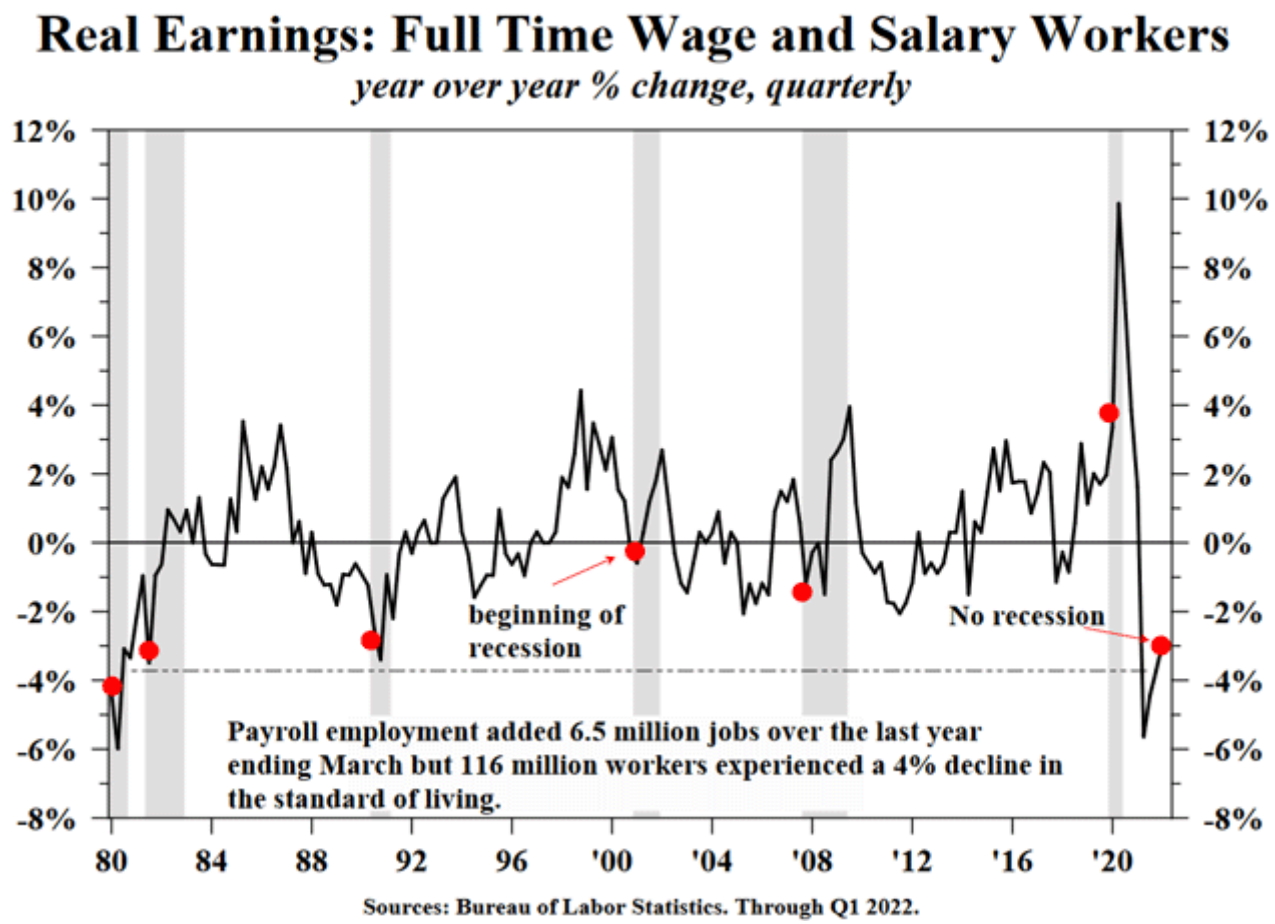
*Und schließlich denke ich, dass diese Politik wegen all der unbeabsichtigten Folgen sehr gefährlich ist. Zusätzlich zum Schuldenüberhang gibt es all die finanziellen Ungleichgewichte, über die ich vorhin gesprochen habe. Hinzu kommt, dass eine ultralockere Geldpolitik - und das geht auf Hayek und die Österreicher zurück - letztlich zu einer Fehlallokation realer Ressourcen führt, die das Gesamtangebot ebenso stark bremst wie die Gesamtnachfrage.*

*Ich halte es also für bedauerlich, dass dieser Ansatz so weit verbreitet ist, denn er hat es uns ermöglicht, einen Weg einzuschlagen, der zu den Problemen geführt hat, mit denen wir derzeit konfrontiert sind, und der uns, wie ich bereits sagte, zu einem ziemlich unangenehmen Ende führen könnte. Ich sage nicht, dass es unvermeidlich ist, aber es scheint mir recht wahrscheinlich zu sein."*

Dies sind tiefgründige Worte: "Die Wirtschaft ist nicht verständlich, und sie ist nicht kontrollierbar." Mächtige Leute bei der Fed und anderen Banken sind da anderer Meinung. Sie glauben, sie verstünden die Wirtschaft und könnten sie kontrollieren. Sie irren sich in beiden Punkten, und ihre Fehler verursachen enorme Schäden. Dies spiegelt einen Punkt wider, den ich in zahlreichen früheren Artikeln angesprochen habe. Leichtes Geld und quantitative Lockerung haben zu dem übermäßigen Wohlstandsgefälle in der Welt beigetragen. Sie sind eindeutig die Hauptursache für die Finanzialisierung der Wirtschaft, die zu den von Bill erwähnten Verzerrungen führt.

**Schwache Nachfrage**

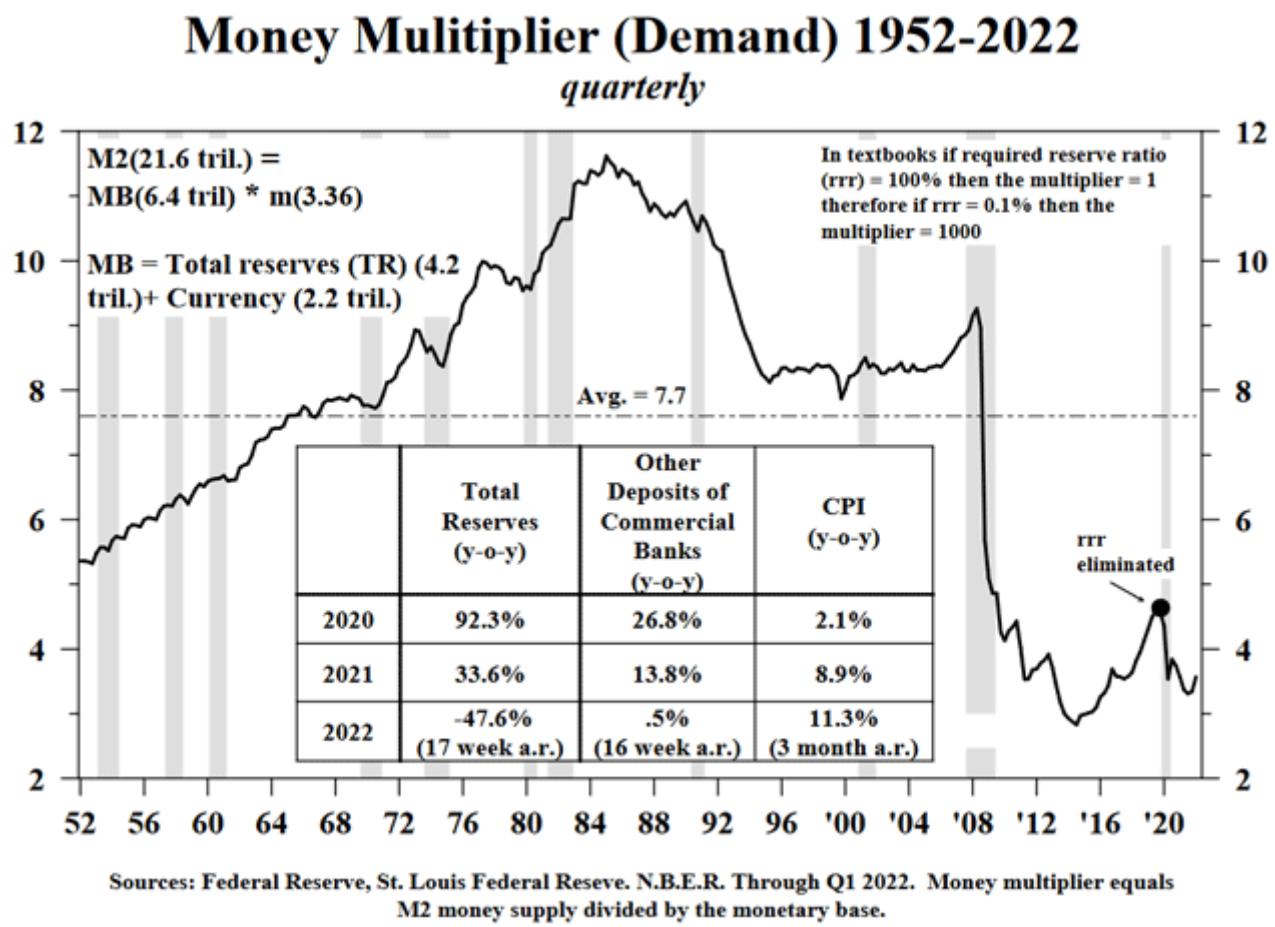
Als Nächstes kam Lacy Hunt zu Wort, und wie immer hatte er eine beeindruckende Fülle von Charts und Daten im Gepäck. Ich kann unmöglich alles zusammenfassen, also werde ich nur einige wichtige Punkte nennen. Erstens sagt Lacy, dass die Inflation viel mehr Amerikanern schadet als der starke Arbeitsmarkt hilft. Das ist wichtig, denn die Ankurbelung von Beschäftigung und Löhnen ist ein Hauptgrund dafür, dass die Fed nicht früher mit der Straffung begonnen hat. Er teilte diesen Chart. Der letzte rote Punkt markiert die letzten 12 Monate, in denen Vollzeitbeschäftigte im Durchschnitt einen inflationsbereinigten Einkommensrückgang von 3% hinnehmen mussten.




In der Vergangenheit geschah dies nur während oder kurz vor Rezessionen. Diesmal befinden wir uns technisch gesehen nicht in einer Rezession (obwohl sie wahrscheinlich innerhalb eines Jahres oder weniger eintreten wird). Zählt man alle Arbeitnehmer und Rentner zusammen, die Realeinkommen verloren haben, schätzt Lacy, dass etwa 116 Millionen Arbeitnehmer an Boden verloren haben, während die Wirtschaft nur 6,5 Millionen neue Arbeitsplätze geschaffen hat.

Dies ist ein klassisches Kosten-Nutzen-Verhältnis. Natürlich ist es gut, dass Millionen von zuvor arbeitslosen Menschen Arbeit gefunden haben. Gibt es politische Maßnahmen, mit denen dies hätte erreicht werden können, ohne gleichzeitig über 100 Millionen Menschen ihres Realeinkommens zu berauben? Meine Antwort wäre ja, aber jetzt werden wir es nie erfahren.

Lacy untersuchte auch die Geldpolitik und was sie über die Wirtschaft aussagt. Er zeigte diesen Chart des "Geldmultiplikators", der im Wesentlichen die Nachfrage nach Geld darstellt. Er steigt in der Regel an, wenn die Wirtschaft wächst, da Unternehmen Investitionen tätigen und Verbraucher größere Anschaffungen tätigen.




Sie sehen, dass der Multiplikator in der Rezession von 2008 und in den darauffolgenden Jahren, als das BIP-Wachstum nur schleppend vorankam, eingebrochen ist. Nach 2015 erholte er sich ein wenig, blieb aber sehr niedrig. Nach COVID fiel er dann wieder. Das bedeutet, dass die fundamentale Nachfrage der Wirtschaft schwach ist, während die Inflation steigt - eine toxische Kombination.

**Übermäßige Zuversicht**

Ich war begeistert, Tom Hoenig bei der SIC zu haben. Als Präsident der Kansas City Federal Reserve Bank saß er 20 Jahre lang (1991-2011) im geldpolitischen Ausschuss der Fed und hat die Entscheidungen miterlebt. Und er war von einigen davon nicht begeistert. Das meiste davon fiel in die Ära von Alan Greenspan. Die anfänglichen Fehler schienen unschuldig zu sein. In der mexikanischen Peso-Krise und später bei den Schuldenkrisen in Asien und Russland kam die Fed den Märkten mehr entgegen.

Dies waren in der Tat schlimme Situationen. Die Fed musste reagieren, und das tat sie auch, indem sie die Märkte vor einem Zusammenbruch bewahrte. Die Wall Street feierte Greenspan als Genie. Doch dann kamen Banker und Anleger zu der Überzeugung, dass die Fed sich aus jeder Krise herausmanagen könnte. Dies war die Ursache für die von Bill White beschriebene Selbstüberschätzung, die auch bei anderen Zentralbanken zu beobachten war. Hoenig erkannte früh, dass die Fed in Wirklichkeit nur Hedgefonds aus der Patsche helfen wollte. Später sah er, dass sie eine Politik mit unbefristeten Verpflichtungen "für einen beträchtlichen Zeitraum" ankündigte. Dies wurde dann als "Greenspan Put" bezeichnet.

Ich glaube, wir wussten alle irgendwie, was passiert, aber es ist trotzdem verblüffend, diese Insiderbeschreibung zu hören. Die Fed-Beamten wussten genau, dass ihre Politik zu einer Inflation der Vermögenswerte führte - höhere Aktien- und Immobilienbewertungen usw. Sie dachten, das sei in Ordnung, solange es nicht zu einer breiteren Preisinflation kam. Das war aber nicht der Fall, zumindest nicht nach den Maßstäben der Fed. (Jeder, der versucht, eine Wohnung zu mieten oder für die Gesundheitsversorgung zu bezahlen, hat in diesen Jahren eine Menge Inflation erlebt.)

Die Situation spitzte sich 2007 zu, als Ben Bernanke Fed-Vorsitzender wurde. Eine kleine Gruppe - nicht der

gesamte FOMC - entwickelte die "Bernanke-Doktrin" mit Nullzinsen und groß angelegten Ankäufen von Vermögenswerten. Das war lange vor den Zusammenbrüchen von Bear Stearns und Lehman Brothers. Wir alle wissen, was dann geschah. Man kann argumentieren, dass die Fed tat, was sie tun musste, aber Hoenig sah, dass sie weit mehr tun konnte.

Wie er schon Jahre zuvor vorausgesagt hatte, erwies sich diese Politik, die so leicht einzuführen war, als sehr schwer zu beenden. Er sagte dies und stimmte bei mehreren FOMC-Sitzungen als einziger mit "Nein". Hier beschreibt er, was nach einem sehr schwierigen Jahr 2010 klingt.

*"Ich weiß, dass wir immer noch eine hohe Arbeitslosigkeit haben, aber sie geht zurück, und trotzdem müssen wir eine weitere quantitative Lockerung vornehmen. Ich sagte: 'Das macht keinen Sinn. Sie werden den Wert der Vermögenswerte weiter aufblähen, die Normalisierung Ihrer Bilanz weiter erschweren und die Wirtschaft weiter von einem anderen Gleichgewicht als dem Nullpunkt aus regulieren lassen', was fast per Definition sehr instabil ist. Und doch wurde ich jedes Mal mit 11 zu 1 überstimmt.*

*Und das war ein Teil der Enttäuschung über die Politik, die für mich ziemlich klar schien, dass wir diese überschüssige Stimulierung vorsichtig und langsam abbauen müssen, solange wir noch Zeit haben. Aber stattdessen hieß es: 'Ja, wir müssen volles Rohr gehen, weil wir die Arbeitslosigkeit über Nacht auf 3% senken wollen'. Nun, das ist unter den besten Umständen Wunschdenken."*

In gewisser Weise ist das Schnee von gestern, aber es ist auch wichtig. Es bedeutet, dass die Verantwortlichen der Federal Reserve wussten, was sie taten, als sie die Märkte stützten. Sie hatten die Chance, den Kurs zu ändern, und haben sie nicht genutzt. Damit begann ein Jahrzehnt mit niedrigen Zinsen und langsamem BIP-Wachstum, aber einer starken Marktentwicklung. Die Fed hat sich zurückgehalten, und das hat direkt zu der Finanzialisierung und dem erstickten Wettbewerb geführt, die zu der heutigen Preisinflation beitragen. Hoenig hält es für sehr wahrscheinlich, dass die Fed denselben Fehler bald wieder begehen wird.

*"Wird die Fed ihren Kurs beibehalten? Wird die Fed die Zinssätze sogar beibehalten, wo sie sind? Nehmen wir an, sie liegen im Sommer bei 2% und sie nehmen die 95 Milliarden Dollar im Monat heraus, und der Markt bekommt eine echte Panikattacke. Wird die Fed den Kurs beibehalten?*

*Und ich meine nicht, dass sie die Zinsen weiter anheben. Würden sie sie sogar auf demselben Niveau belassen? Würden sie ihre quantitative Straffung nicht in eine quantitative Lockerung umkehren? Das ist die Frage, die meines Erachtens wirklich wichtig ist und über vieles in der Zukunft entscheiden wird. Ich befürchte, dass sie kalte Füße bekommen und sich zurückziehen werden, und wenn sie das nicht tun, bin ich auch sehr besorgt, dass wir eine Rezession bekommen werden.*

*Und wenn die Arbeitslosenquote erst einmal steigt und der Markt anzieht, wird die Fed dann in der Lage sein, den Kurs zu halten? Wenn sie jetzt denken, dass sie unter großem Druck stehen, wird es in zwei Monaten sehr schwierig für sie werden, und ich weiß nicht, ob sie nicht einen Rückzieher machen werden. Wenn man sich ihr bisheriges Verhalten, ihre Aktionen der letzten Monate und Jahre anschaut, wäre man eigentlich skeptisch, dass sie ihre Politik nicht ändern würden."*

Das ist auch meine Befürchtung. Wir haben eine ähnliche Situation im Jahr 2018 erlebt. Ich habe damals kritisiert, dass die Fed ein "Zwei-Variablen-Experiment" durchführt, wie ich es nannte. Die Fed straffte die Geldpolitik, den Märkten gefiel das nicht, und Powell gab nach. Er "krabbelte", wie ich es damals nannte. Bald wird er versucht sein, dasselbe noch einmal zu tun.

Mir fehlen die Worte, um zu erklären, wie riskant das ist. Wie Bill White sagte, bedeutet eine Fed hinter der Kurve niedrigere Realzinsen. Auf diese Weise gerät die Inflation außer Kontrolle und die Währungen stürzen ab. Wenn das bei der globalen Reservewährung und der größten Volkswirtschaft der Welt passieren würde, wäre das unbeschreiblich katastrophal.

Diese Kritik habe ich auch heute. Sie sollten einfach die Zinsen erhöhen und vielleicht die Hypotheken aus der Bilanz nehmen, aber nicht beides. Wenn etwas kaputt geht, woran machen Sie das fest? Senkt man die Zinsen und macht mehr QE, um zu versuchen, das Problem zu lösen? Was ist, wenn man nur eines tun muss? Die Art und Weise, wie die Geldpolitik betrieben wird, ist in diesem Umfeld viel zu riskant.

Sie sollten einfach bei jeder Sitzung die Zinsen um 50 Basispunkte anheben, bis die Inflation in Richtung 3% zu sinken beginnt. Die Bilanz stört mich einfach nicht so sehr. In den 1930er Jahren wurde die Bilanz sehr groß, und die Fed unternahm nichts, und wir wuchsen einfach aus ihr heraus. Ich vermute, dass man heute dasselbe tun könnte.

Ich höre hier auf und lasse Sie über die Möglichkeiten nachdenken. Nächste Woche werde ich diese Serie mit unserem SIC-Abschlusspanel abschließen. Wir haben über den Great Reset gesprochen und darüber,

wohin das alles führt. Wir befinden uns vielleicht in einer Zwickmühle, aber wir haben immer noch einen Weg nach vorne. Es gibt eine Menge Möglichkeiten.

© John Mauldin
www.mauldineconomics.com

*Dieser Artikel wurde am 27. Mai 2022 auf www.mauldineconomics.com veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.*

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de
Die URL für diesen Artikel lautet:
https://www.goldseiten.de/artikel/540722--In-der-Klemme.html

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere AGB/Disclaimer!

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2024. Es gelten unsere AGB und Datenschutzrichtlinen.