

Eine heikle letzte Meile

04.08.2024 | [John Mauldin](#)

Diese Woche finden wir unsere eigenen sechs unmöglichen Dinge in der Wirtschaft. Seufz. Fortschritte auf dem Weg zu einem Ziel sind in der Regel nicht linear. Die ersten 50% sind nicht allzu schlimm, die nächsten 40% sind schwieriger, und die letzten 10% verschlingen die meisten Anstrengungen und Ressourcen. Unternehmensstrategen nennen dies das Problem der "letzten Meile"... und es trifft auch auf die Inflation zu.

Wie ich letzte Woche sagte, geht die Inflation, sie verschwindet nicht. Vor zwei Jahren stieg der US-Verbraucherpreisindex mit einer jährlichen Rate von 9,1% und es sah so aus, als ob er noch weiter steigen würde. Dem war nicht so, und jetzt nähert sie sich 3%. Das ist ein bemerkenswerter Fortschritt... aber auch nicht genug Fortschritt. Ich habe das schon ein paar Mal gesagt und werde es immer wieder sagen, weil ich möchte, dass es wirklich ankommt. Lernen Sie, mit diesen beiden Gedanken zu jonglieren, denn sie sind beide richtig. Die Inflation ist a) besser als sie war und b) immer noch zu hoch.

Meiner Ansicht nach ist sogar das 2%-Ziel der Fed zu hoch. Laut Peter Boockvar lag das BIP-Wachstum im zweiten Quartal bei 2,8% und damit über der Schätzung von 2%. Drei Zehntel dieses Anstiegs waren auf einen niedriger als erwarteten Preisdeflator von 2,3% gegenüber der Schätzung von 2,6% zurückzuführen. Die PCE-Kernrate war mit 2,9% zwei Zehntel höher als erwartet." 2,3% klingt fast wie 2%. 2,9% aber nicht. Wie wollen Sie es denn nun drehen?

Letzte Woche habe ich erklärt, dass dies vor allem auf die Inflation im Wohnungsbau zurückzuführen ist, die möglicherweise nicht so stark zurückgeht, wie wir es gerne hätten (es sei denn, Sie sind ein Immobilieninvestor und wollen höhere Mieten). Heute möchte ich diesen Punkt vertiefen und kurz auf den Zeitpunkt der Zinssenkungen der Fed und die Zinssätze eingehen. Die letzte Meile wird ein langes, hartes Stück Arbeit sein.

Heikle Thematik Unterkunft

Jim Bianco von Bianco Research ist eine meiner bevorzugten Quellen für Inflation und Zinssätze. Er hat lange vor allen anderen, die ich kenne, über das Inflationsproblem der "letzten Meile" gesprochen. Er hat auch schon früh darauf hingewiesen, dass sich alles um den Wohnungsbau dreht. Hier ist Jim aus einem Interview im Februar. Was er damals sagte, ist auch heute noch relevant.

"...Ein nennenswerter Rückgang muss von nun an aus dem Dienstleistungssektor (ohne Energie) kommen, und wenn man die Haupttreiber der Dienstleistungsinflation aufschlüsselt, läuft die überwältigende Mehrheit auf die Preise für Unterkünfte hinaus. Diese sind auf 12-Monats-Basis immer noch um 5% bis 6% gestiegen. Viele sagen, dass die Wohnungsinflation erheblich zurückgehen wird. Ich glaube aber, dass das falsch ist, was bedeutet, dass die Inflation hoch bleiben wird.

Man muss das Ganze kumuliert betrachten: Die Wohnungsmiete - die Miete für das Äquivalent des Eigentümers und die Miete für den Hauptwohnsitz - macht ein Drittel des CPI aus. Rückblickend ist die Wohnungsinflation laut CPI seit 2021 um etwa 20% gestiegen. Betrachtet man jedoch Marktindikatoren wie den Zillow Rent Index oder den Case-Shiller Home Price Index, so sind diese um etwa 30% gestiegen. Dies deutet darauf hin, dass die Wohnkomponente im US-Verbraucherpreisindex den Anstieg der Immobilienpreise in den letzten drei Jahren unterbewertet.

Das bedeutet nicht, dass die Zahl nicht sinken kann. Aber sie wird nicht so schnell sinken, wie alle glauben, denn es besteht noch Aufholbedarf, um die Lücke zu den Marktpreisen zu schließen. Die Wohnungsinflation wird also klebrig bleiben, und das wird die Dienstleistungsinflation nach oben treiben."

Beachten Sie das Wort "klebrig" oder auch unnachgiebig. Klebrigkeit hat diese lästige Eigenschaft, sich zu verbreiten. Wenn Sie etwas Klebriges berühren, springt es auf Ihre Finger über und dann auf alles, was Sie als nächstes berühren. In diesem Fall bedeutet eine unnachgiebige Inflation unnachgiebige Zinssätze. Hier ist wieder Jim.

"In einer Welt, in der sich die Anleger fragen, ob die Fed die Zinssätze in diesem Jahr vier-, fünf- oder sechsmal senken wird, wird die hartnäckige Inflation das verhindern. Damit wird das ganze Gerede über Zinssenkungen einfach vom Tisch sein. Die Fed kann tun, was sie will, solange die Inflation auf 2% zurückgeht. Sie kann die Zinsen auf Null senken, sie kann QE betreiben. Aber wenn die Inflation nicht auf

2% zurückgeht, schränkt das ihre Möglichkeiten ein. Die Inflation ist also wirklich der Dreh- und Angelpunkt."

Das Problem dabei ist, wie Jim erklärt, dass der "neutrale" Leitzins zusammen mit der Inflation erhöht bleiben wird. Als neutraler Zinssatz gilt in der Regel die Inflationsrate plus 50-100 Basispunkte. Wenn die Inflation auf 2% sinkt, kann die Fed bis zu 300 Punkte von den derzeitigen 5,5% abziehen. Bleibt die Inflation im Bereich von 2,5% bis 3,5%, was wahrscheinlicher ist, hat der neutrale Zinssatz einen Spielraum von 4 Punkten.

Irgendwann könnte es zu einigen Zinssenkungen kommen, aber wie viele sind ein paar? Seufz. Das hängt von den Daten ab. Im Moment können sie höchstens 100 Punkte senken. Das wird so lange der Fall sein, bis die Wohnungsinflation deutlich nach unten geht. Was, wie ich letzte Woche erklärt habe, wahrscheinlich sehr lange dauern wird. Abgesehen von einer Rezession...

Verwässerung der Inflation

Letzte Woche wies mein Freund Doug Kass auf einen Artikel von David Stockman hin, den Sie vielleicht noch als Reagans OMB-Direktor kennen (wenn Sie alt genug sind). Er verließ diesen Posten aus Frustration darüber, dass weder der Kongress noch die Öffentlichkeit die Schulden wirklich in den Griff bekommen wollten. Er scheint in Bezug auf die Inflation zu einem Super-Falken geworden zu sein und steht der Fed sehr kritisch gegenüber, ähnlich wie ich.

Stockman zeigt mehrere verschiedene Inflationsmessungen seit 2017, die zusammengekommen zeigen, dass die wichtigsten US-Verbraucherpreise in diesem 7½-jährigen Zeitraum jährlich um etwa 4,0% gestiegen sind. Ein Großteil davon ist natürlich seit 2022 zu verzeichnen. Betrachtet man jedoch nur den "getrimmten Mittelwert" des CPI (der die am schnellsten und am langsamsten wachsenden Kategorien ausklammert), so lag er während des gesamten Zeitraums bei 2% oder mehr, im Durchschnitt bei 3,7%.

Er sieht sich dies an und kommt im Gegensatz zu den meisten anderen zu dem Schluss, dass die Fed die Inflation härter und länger bekämpfen muss. Dann macht er einen wirklich interessanten Punkt. Erinnern Sie sich an das Gerede (vor COVID), dass man die Wirtschaft lange genug "heiß laufen" lassen sollte, um die Inflation wieder auf das 2%-Ziel der Fed zu bringen? Stockman ist der Meinung, dass wir das in umgekehrter Richtung tun müssen: die Inflation weit unter 2% drücken, um die Durchschnittswerte wieder zu senken. Hier ist Stockman:

"Natürlich ist das 'Inflationsziel' von 2,00% im Jahr selbst Unsinn. Doch wenn man selbst dieses willkürliche Inflationsziel um fast 100% überschreitet, warum in aller Welt behauptet die Fed dann, dass der Sieg über die Inflation nahe sei und dass die nächste Runde von Zinssenkungen und geldpolitischen Stimulierungen anstehe?"

Man sollte meinen, dass die geldpolitischen Zentralplaner der Fed den gebeutelten Sparern und Lohnempfängern Amerikas zumindest eine längere Verschnaufpause von der Inflationsgefahr für einige weitere Quartale oder sogar Jahre gönnen würden. Das heißt, indem sie den Fuß auf der geldpolitischen Bremse lässt, könnte die Fed einen weiteren Inflationsausbruch verhindern - selbst wenn der jüngste Ausbruch von Sparern, Lohnempfängern und Unternehmern verkraftet wurde.

Nach sechs Jahren hoher Inflation sind die Argumente für eine Abschwächung des Inflationstrends durch eine Periode niedriger oder gar keiner Inflation in der Tat überwältigend. Wenn beispielsweise der getrimmte durchschnittliche CPI in den nächsten drei Jahren genau 2,00% im Jahr betragen würde, würde der Indexanstieg seit März 2018 immer noch durchschnittlich +3,25% im Jahr betragen; und selbst bei 1,0% im Jahr für weitere drei Jahre würde der kumulative Anstieg seit März 2018 +2,81% im Jahr betragen."

Ich verstehe seinen Standpunkt. Ich weiß allerdings nicht, wie die Fed dies tun würde. Wie ich bereits festgestellt habe, ist die Inflation, die wir jetzt haben, hauptsächlich auf den Immobilienmarkt zurückzuführen, und die Fed hat keine gute Möglichkeit, die Immobilienpreise zu senken. Ich nehme an, sie könnte die Zinsen so weit anheben, dass sie absichtlich eine Rezession auslöst, aber das würde zu anderen Problemen führen.

Wir sitzen wirklich in der Klemme. Wie Bianco erklärt, hat die Fed nicht viel Spielraum für Zinssenkungen. Wie Stockman zeigt, kann sie die Zinsen auch nicht lange genug anheben, um den langfristigen Inflationsdurchschnitt über einen längeren Zeitraum auf ihr eigenes Ziel zu bringen. 2% Inflation zu erreichen und 2% Inflation aufrechtzuerhalten sind zwei verschiedene Dinge. Ersteres könnte gelingen. Letzteres ist leider wahrscheinlich vom Tisch, es sei denn, es kommt zu einem wirtschaftlichen Zusammenbruch. Oder doch nicht?

Nachhaltige Pfade

Die Federal Reserve ist nicht die einzige Institution, deren Entscheidungen die Inflation beeinflussen. Auch die Finanzpolitik spielt eine Rolle. Die Steuer- und Ausgabenentscheidungen des Kongresses haben makroökonomische Folgen, die leider oft erst im Nachhinein erkennbar werden. Lacy Hunt predigt seit Jahren unermüdlich, dass eine steigende Staatsverschuldung das Wirtschaftswachstum unterdrückt und somit deflationär ist. Dies geschieht, weil der "fiskalpolitische Multiplikatoreffekt" immer kleiner wird, je mehr Ausgaben zur Bedienung der Schulden getätigt werden.

In den Medien werden immer wieder Zahlen genannt, die besagen, dass die Staatsverschuldung 1,7 Billionen Dollar beträgt. Aber die Staatsverschuldung ist in den letzten vier Quartalen um fast 2,5 Billionen Dollar gestiegen. Wenn das Finanzministerium seine Schulden auf neue Emissionen mit einer Rendite von 4% oder mehr umschichtet, steigen die Zinskosten. Derzeit belaufen sich die Zinskosten des Finanzministeriums bei einem Durchschnittssatz von etwas über 3% auf über 1 Billion Dollar im Jahr. Dieser Betrag wird im Laufe der Zeit steigen, selbst wenn die Zinssätze gesenkt und die Renditekurve normalisiert wird. Die Zinsen werden eine größere Ausgabe sein als die Landesverteidigung.

Ich denke, Lacy hat Recht, dass dies letztlich deflationär ist. Aber gleichzeitig können Ausgaben in ausreichendem Umfang zumindest kurzfristig einen inflationären Effekt haben. Das haben wir seit 2020 mit den verschiedenen COVID-Programmen und dann mit den Infrastruktur- und Sozialausgaben der Biden-Regierung gesehen. Wenn man genügend Menschen mit Geld ausstattet, werden deren Ausgaben das Preisniveau in die Höhe treiben, insbesondere wenn die Produktionskapazitäten eingeschränkt sind. Das erhöht die Schulden, aber diese Auswirkungen kommen später.

Denken Sie daran, was ich über das Jonglieren mit konkurrierenden Gedanken gesagt habe. Hier ist ein weiterer: Jede geld- oder finanzpolitische Entscheidung kann sowohl inflationär als auch deflationär sein. Der Unterschied liegt darin, wann die jeweilige Wirkung eintritt. Maßnahmen, die als stimulierende Maßnahmen gedacht sind (niedrigere Steuern, höhere Ausgaben), können zunächst inflationär und später deflationär wirken. Mein Freund David Bahnsen hat versucht, dies in einem kürzlich erschienenen Artikel zu entschlüsseln. Hier ist seine Einleitung.

"Sie haben vielleicht schon von verschiedenen Denkansätzen zur Inflation gehört. Unterschiedliche Auffassungen darüber, was Inflation im Allgemeinen verursacht, unterschiedliche Auffassungen darüber, was die Inflation im Jahr 2022 verursacht hat, und unterschiedliche Auffassungen darüber, was in Zukunft von der Inflation zu erwarten ist, bieten reichlich Gelegenheit für ein Sammelsurium von Ansichten.

Eine Denkschule, die ich [notgedrungen] seit langem unermüdlich bestreite, ist der Glaube, dass übermäßige Staatsausgaben und eine lockere Geldpolitik zwangsläufig inflationär sind. Das liegt nicht daran, dass ich übermäßige Staatsausgaben und eine verzerrende Geldpolitik befürworte, sondern vielmehr daran, dass ich gegen übermäßige Staatsausgaben und eine verzerrende Geldpolitik bin. Die Denkschule, die dies geglaubt hat, hat unbeabsichtigt verkündet, dass die Regierung die Wirtschaft mit Hebeln, die sie fest in der Hand hat, 'anheizen' und sie 'abkühlen' kann, indem sie dieselben Hebel in die andere Richtung bewegt.

Tut mir leid, aber das ist nicht wahr und war es noch nie, und das Zeugnis der Geschichte ist überdeutlich (siehe: Japan, Vereinigte Staaten, EU, UK). Meine Japanifizierungsthese widerspricht der Ansicht, dass alle fiskal- und geldpolitischen Thesen inflationär sind, auch wenn ich sicherlich zustimme, dass die politischen Entscheidungsträger sich das wünschen!"

Nun ist es sicherlich richtig, dass die Wirtschaft viel zu komplex ist, als dass die Regierung sie präzise steuern könnte. Sie haben keine solchen Knöpfe zu drücken. Aber steuer- und geldpolitische Entscheidungen haben definitiv Auswirkungen. Sie sind niemals neutral. Sie setzen sich über die Entscheidungen der einzelnen Verbraucher und Unternehmen hinweg, um Ziele zu erreichen, die sich von denen unterscheiden, die ein freier Markt erreichen würde. Die Ziele mögen gut sein, aber sie zu erreichen hat immer einen Preis.

Im Moment führt eine komplexe Mischung von Maßnahmen zu einer Reihe komplexer Auswirkungen. Wir haben eine Inflation, die sich hauptsächlich auf den Wohnungsbau konzentriert, und eine Disinflation oder Deflation bei anderen Waren und Dienstleistungen. Wenn Ihre Ausgaben mit dem CPI-Warenkorb übereinstimmen, ist das Nettoergebnis eine jährliche Preisinflation von etwa 3%. Ihr Einkommen kann mit der gleichen Rate ansteigen, muss es aber nicht. Wenn dies nicht der Fall ist, geraten Sie langsam aber sicher ins Hintertreffen.

Jerome Powell und die Mitglieder des FOMC wissen das. Sie sagen, dass sie die Zinsen senken werden, wenn die Inflation (wie sie sie messen) auf einem "nachhaltigen Pfad" zu ihrem 2%-Ziel ist. Vielleicht werden sie das nächste Woche entscheiden, aber ich bezweifle es. Darüber hinaus schreibt Michael Lebowitz in

dieser Woche, dass die Fiskalpolitik und nicht die Fed-Politik in Zukunft der Haupttreiber der Zinssätze sein wird, da die Kosten der Verschuldung die Fähigkeit der Fed, eine normale Geldpolitik zu betreiben, zunichte machen:

"Da vor Jahren gemachte Schulden mit niedrigen Zinssätzen fällig werden und neue Schulden mit höheren Zinssätzen an ihre Stelle treten, werden die Zinskosten weiter steigen. Wenn wir davon ausgehen, dass der durchschnittliche Zinssatz der Regierung bei 4,75% liegt, was wahrscheinlich in etwa dem gewichteten Durchschnittssatz der in letzter Zeit ausgegebenen Schulden entspricht, wird der Zinsaufwand auf 1,65 Billionen Dollar steigen, neue Schulden nicht eingerechnet.

1,65 Billionen Dollar sind über 300 Milliarden Dollar mehr als die nächstgrößere Ausgabe der Regierung, die Sozialversicherung. Außerdem sind es doppelt so viel wie die Verteidigungsausgaben im Jahr 2023. Seit der Gründung des Staates im Jahr 1776 lag das jährliche Staatsdefizit nur zweimal über 1,65 Billionen Dollar (2020 und 2021).

Die Situation mag zwar düster klingen, aber niedrigere Zinssätze lösen das Problem. Wenn die Zinssätze auf das Niveau von vor 2022 zurückkehren, könnte der Zinsaufwand leicht auf unter 700 Milliarden Dollar sinken, was etwa der Hälfte der Kosten entspricht, wenn die Zinssätze auf dem derzeitigen Niveau bleiben. Daher müssen die Zinssätze von der Fed im Zaum gehalten werden."

Aber halt! Wenn die Fed der US-Regierung mit niedrigeren als den angemessenen Zinssätzen entgegenkommt, wird das nicht die Inflation zurückbringen? Oder schlimmer noch, eine inflationäre Stagflation? Ja, jetzt haben Sie es verstanden. Wieder einmal gilt es, zwei gegensätzliche Ideen gleichzeitig unter einen Hut zu bringen. Der Markt erwartet eine Zinssenkung im September. Aber der Markt hat im letzten Dezember sechs Zinssenkungen erwartet. Die Fed hat viele unmögliche Dinge unter einen Hut zu bringen. Das Protokoll der Sitzung von dieser Woche dürfte interessant sein.

Mein Freund Ed Easterling von Crestmont Research sah meinen Artikel letzte Woche und schrieb mir, um mich an die kommenden Jahresvergleiche zu erinnern. Der Consumer Price Index war von Oktober bis Dezember letzten Jahres rückläufig, weshalb sich die Wall Street so über die Zinssenkungen freute und dann enttäuscht war, als die Inflation im ersten Quartal wieder anstieg. Dieser Zeitraum bedeutet, dass die diesjährigen CPI-Werte für das vierte Quartal auf einer niedrigeren Basis gemessen werden. Dieser "Basiseffekt" wird eine Tendenz zu höheren Jahreszinsen bedeuten.

Die Mitglieder des FOMC wissen das sicherlich. Sie wissen, dass es sich um eine kurzfristige Verzerrung handelt. Dennoch sind sie sich bewusst, wie ihre Entscheidungen wahrgenommen werden und wie sie sich auf die Erwartungen der Märkte und Verbraucher auswirken. Wird der FOMC die Zinsen im September und/oder November senken, da er weiß, dass die Inflation wahrscheinlich bald danach ansteigen wird?

Auch dafür wird es eine gute Erklärung geben, aber es wird so aussehen, als ob die Zinssenkung Anfang nächsten Jahres zu früh erfolgt wäre. Die daraus resultierende Kritik könnte ihnen später die Hände binden. Das mag weit hergeholt klingen, aber glauben Sie mir, sie denken an diese Dinge. Zumindest hoffe ich, dass sie das tun.

Vor ein paar Monaten sorgte Torsten Sløk für Aufsehen, als er vorhersagte, dass es in diesem Jahr keine Zinssenkungen geben würde. So wie ich das sehe, hat er wahrscheinlich recht. Es ist unwahrscheinlich, dass sich die Inflation im Wohnungsbau nennenswert bewegen wird, und solange dies nicht der Fall ist, ist es lächerlich zu behaupten, dass das Inflationsziel in Sichtweite ist. Bei der Inflation ist die letzte Meile die schwierigste. Wenn man bedenkt, wo wir waren, mag es wie "nur" eine Meile erscheinen, aber es ist noch ein langer Weg bis dahin. So nah dran und doch...

© John Mauldin
www.mauldineconomics.com

Dieser Artikel wurde am 26. Juli 2024 auf www.mauldineconomics.com veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](https://www.goldseiten.de)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/627225--Eine-heikle-letzte-Meile.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 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).