

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 27

26. Juni 2020

Geldschwemme durch die Notenbanken – dennoch dürfte das Inflationsrisiko gering sein

Die Debatte über den mittelfristigen Inflationsausblick verspricht sehr spannend zu werden. Viele Fragen sind noch ungeklärt. Daher einige grundsätzliche Anmerkungen zur besseren Einordnung der Debatte.

Das Geldsystem: Fest in staatlicher Hand

Wie funktioniert das Geldsystem, und wie entsteht es? Hierzu gibt es immer noch konträre Ansichten unter den Volkswirten. Im Kern würde ich den Vertretern der „Modern Monetary Theory“ (MMT) zustimmen: Sie gehen davon aus, dass unser Geldsystem ein rein staatliches ist und dass die Steuerpflicht die Nutzung des staatlichen Geldes praktisch erzwingt. Ein Vertreter¹ der MMT verdeutlichte diese Thesen mit folgender Anekdote: Als die Engländer im 19. Jahrhundert eine neue Kolonie eroberten, benötigten sie einheimische Arbeitskräfte. Sie boten britische Pfund als Zahlung an, was die einheimische Bevölkerung jedoch ablehnte. Erst als die Engländer eine Hüttensteuer einführten und diese in britischen Pfund erbracht werden musste, fanden sich Arbeitskräfte. Gleichzeitig entstanden sogar Märkte, sodass der Teil der Bevölkerung, der nicht für die Regierung arbeitete, die notwendigen Einnahmen zur Entrichtung der Steuer erwirtschaften konnte.

Das Beispiel zeigt: Der Staat druckt das Geld und sammelt es wieder über die Steuern ein. Tatsächlich lagerten jedoch viele Staaten die Geldproduktion seit Beginn der Industrialisierung überwiegend an die Geschäftsbanken aus. Nur in Krisenzeiten druckten die Staaten mithilfe der Zentralbanken ihr eigenes Geld. Interessanterweise verzichteten die Staaten damit auf zusätzliche Einnahmen, also die Geldschöpfungsgewinne (Seigniorage). Ein Grund dafür könnte sein, dass ein profitables und starkes Bankensystem die Voraussetzung für eine erfolgreiche Industrialisierung eines Landes ist – die Staaten also im Wettbewerb untereinander auf Einnahmen verzichten, damit im Gegenzug ihre Wirtschaft stärker wächst.

Eine schädliche Inflation kann also infolge einer exzessiven Kreditvergabe der Geschäftsbanken oder einer exzessiven Staatsfinanzierung durch die Zentralbank entstehen. Erfahrungsgemäß agieren Politiker oft innerhalb eines relativ kurzen Zeithorizonts – ein Anreiz, mithilfe einer exzessiven Geldschöpfung einen Wirtschaftsboom zu initiieren. Bis zum Kollaps des Bretton-Woods-Systems setzte der Goldstandard den Politikern Grenzen

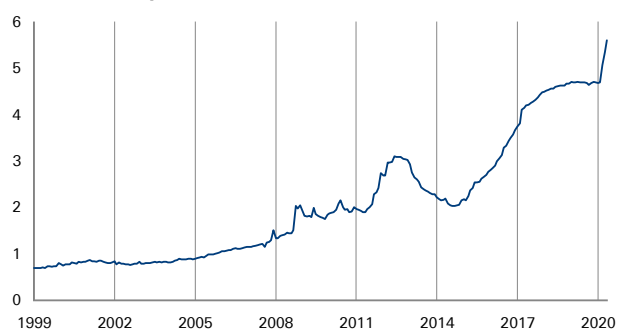
und schränkte sie in ihrer Geldschöpfungseuphorie ein. An die Stelle des Goldstandards sind heute politisch unabhängige Zentralbanken getreten. Die Aufgabe der Zentralbanken ist es somit, das Wachstum der Kreditvergabe zu steuern und eine exzessive Staatsfinanzierung zu vermeiden.

Die aktuelle Rolle der Zentralbanken: Für die Geschäftsbanken in die Bresche springen

Landläufig wird auf die Entwicklung der Zentralbankbilanz geschaut – sie wird als ein Indikator für das „Gelddrucken“ der Zentralbank herangezogen. So stieg die Bilanz der Europäischen Zentralbank allein von Ende Februar bis Ende Mai um knapp eine Billion Euro.

Massive Bilanzexpansion durch die Europäische Zentralbank

Bilanz der Europäischen Zentralbank in Billionen EUR



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.5.2020

Wenn die Zentralbank ihre Bilanz expandiert, kauft sie Wertpapiere. Diese Transaktionen werden in der Regel über das Bankensystem abgewickelt, sodass gleichzeitig die Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank steigen. In dem „Geldmultiplikator-Modell“ können die Geschäftsbanken diese Guthaben bei der Zentralbank zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht nutzen und aus Guthaben von einer Billion EUR Kredite von 10 Billionen EUR oder mehr begeben. Dadurch könnte eine schädliche Inflation entstehen, wenn die Kredite dann zum Kauf von Waren und Dienstleistungen genutzt würden. Tatsächlich sind die Geschäftsbanken aufgrund umfangreicher regulatorischer Vorgaben seit der Finanzmarktkrise und ihrer eigenen Bilanzschwäche in ihren Kreditvergabemöglichkeiten so

¹ Warren Mosler: The 7 Deadly Innocent Frauds of Economic Policy

eingeschränkt, dass das Modell des Geldmultiplikators im aktuellen Umfeld nicht relevant ist.

Es ist auch wichtig zu berücksichtigen, dass nicht der Bestand an Krediten die Inflation beeinflusst hat, sondern deren Veränderung. Die Coronapandemie drohte viele Unternehmen in den Konkurs zu treiben. Die Folgen wären Kreditausfälle, angeschlagene Bankbilanzen, kaum noch neue Kredite und somit eine Schrumpfung des Kreditbestands. Daraus hätte eine schädliche Deflation entstehen können. Die Bilanzexpansion der EZB – die üppige Liquidität für die Banken sowie der Kauf von Unternehmensanleihen – sollte somit verhindern, dass solvente Unternehmen aufgrund von Liquiditätsengpässen in Konkurs gehen. Dazu bedurfte es jedoch auch der staatlichen Kreditgarantien und der staatlichen Kredite. Im Endeffekt übernahmen damit der Staat und die Zentralbank teilweise die Kreditvergabefunktion der Geschäftsbanken. Das heißt, die Kredite der Geschäftsbanken wurden geringer, dafür aber stiegen plötzlich Kredite des Staates und der Zentralbank. So konnte der Kreditbestand sogar steigen, um den hohen Liquiditätsbedarf der Unternehmen in der Krise zu decken. Per saldo dürften diese Maßnahmen der EZB keinen Einfluss auf die Inflation haben, da die EZB nur für die nicht könnenden (oder nicht wollenden) Geschäftsbanken in die Bresche gesprungen ist (diese Geldpolitik wird oft als „Credit Easing“ bezeichnet).

Die aktuelle Rolle der Zentralbanken: Staatsfinanzierung

Die EZB kauft jedoch auch Staatsanleihen (oft als „Quantitative Easing“ bezeichnet) und befindet sich damit in einer Grauzone, da ihr die Staatsfinanzierung eigentlich verboten ist. Indem sie das Volumen an ausstehenden Staatsanleihen verknappt, möchte sie die Privatanleger in riskantere Anlagen zwingen, um so die Finanzierung der Unternehmen zu unterstützen. Auch möchte sie damit das allgemeine Zinsniveau niedrig halten. Ziel der EZB ist es, insgesamt das Entstehen von „irrational“ hohen Zinsen und Risikoprämien an den Finanzmärkten zu verhindern, die die Krise noch verschärfen könnten. Der Kauf von Staatsanleihen ist allerdings auch eine indirekte Form der Staatsfinanzierung. Die Staatsdefizite werden in diesem Jahr explodieren, worüber sich die Regierungen aber nicht sorgen müssen, da die EZB einen großen Teil der neu emittierten

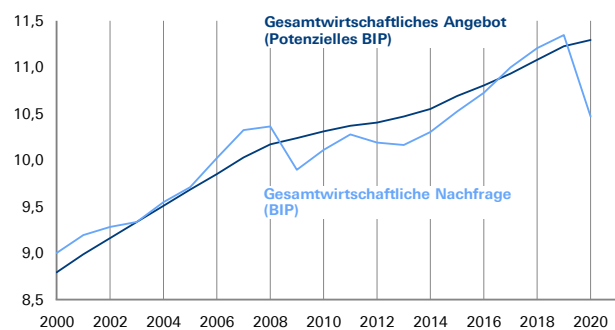
Staatsanleihen am Sekundärmarkt kaufen wird. Die Staatsdefizite sind jedoch unbedingt notwendig, um eine schädliche Deflation zu vermeiden und die Wirtschaft wieder in Gang zu bringen. Die EZB hilft also dabei, eine Wirtschaftskrise zu vermeiden. Damit geht zwar das Risiko einher, dass die Staaten zu viel Geld ausgeben und die EZB zu viele Staatsanleihen kauft. Es ist aber unmöglich zu bestimmen, ab wann die Grenze zu „exzessiven“ Staatsdefiziten überschritten wird.

Inflationsrisiko: Produktionslücke oder Erwartungen

Inflation kann dadurch entstehen, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage höher ist als das Angebot und/oder dass die Inflationserwartungen steigen. So schätzt die EU-Kommission, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage (BIP) auf etwa 10,5 Billionen EUR in diesem Jahr fallen wird. Dagegen schätzt sie das gesamtwirtschaftliche Angebot (potenzielles BIP) auf etwa 11,3 Billionen EUR². Selbst wenn die Ausgaben der Staaten mithilfe der Staatsanleihekäufe der EZB exzessiv hoch wären, würde es wahrscheinlich mindestens zwei bis drei Jahre dauern, bis die Nachfrage das Angebot wieder übersteigt. Die vermeintliche Staatsfinanzierung der EZB wirkt somit nur indirekt auf die Inflation – und mit einer sehr langen Verzögerung. Es könnte jedoch sein, dass die EU-Kommission das gesamtwirtschaftliche Angebot zu hoch einschätzt, da die Unternehmen ihre Produktionsprozesse umfangreich umstellen müssen, um die Ansteckungsrisiken mit dem Coronavirus unter ihren Mitarbeitern zu verringern.

Hohe Produktionslücke bedeutet Abwärtsdruck auf die Preise

in Billionen EUR, Schätzungen der EU-Kommission

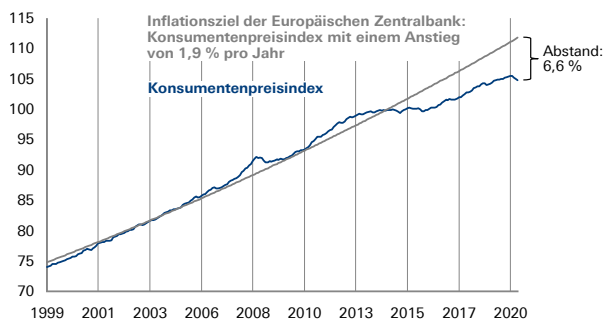


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.5.2020

² Es handelt sich um reale Größen (zu Preisen von 2010)

Auch sind die Inflationserwartungen derzeit eher zu niedrig als zu hoch. Die EZB verfehlt schon seit 2014 regelmäßig ihr Inflationsziel. Das Niveau der Konsumentenpreise liegt derzeit sogar mehr als 6 % unter dem Niveau, wenn die EZB ihr Inflationsziel im Durchschnitt der vergangenen Jahre erreicht hätte. Die Wirtschaftsakteure sind also skeptisch, ob es die EZB überhaupt schaffen wird, mittelfristig ihr Inflationsziel wieder zu erreichen. Es spricht folglich wenig dafür, dass die Inflationserwartungen in der Eurozone bald nennenswert steigen könnten. Inflation dürfte daher auf absehbare Zeit kein Risiko sein.

Europäische Zentralbank verfehlt Inflationsziel seit 2014



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.5.2020

Natürlich kann es aufgrund der Einschränkungen infolge der Pandemie zu Preissteigerungen in einzelnen Branchen kommen. Dabei handelt es sich aber nur um eine Veränderung der relativen Preise. Das bedeutet: In einzelnen Branchen steigt der Preis, in anderen Branchen wiederum fällt er, sodass sich die Inflationsrate insgesamt nicht ändert.

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Konjunktur und die zweite Infektionswelle

In den USA mehren sich die Anzeichen einer zweiten Infektionswelle, die sogar die erste Welle noch übertreffen könnte. Ein nationaler Lock-down ist keine Option, da die wirtschaftlichen Kosten unbezahlbar hoch wären. Die USA werden wahrscheinlich versuchen, mit lokalen Lock-downs, mit Maskenpflicht und Abstandsregeln die Pandemie wieder unter Kontrolle zu bringen. Dabei sind die Folgen für die Wirtschaft jedoch schwierig abzuschätzen. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass sich der Aufschwung zwar etwas verlangsamen wird, aber intakt bleibt. Vor diesem Hintergrund kommt dem Konsumentenvertrauen (Dienstag) eine große Bedeutung zu, da der Konsum der Wachstumsmotor der US-Wirtschaft ist. Aber auch der Einkaufsmanagerindex (Mittwoch) und der Arbeitsmarktbericht (Freitag) versprechen spannend zu werden.

In Europa und Nordasien ist die Pandemie eigentlich mehr oder weniger unter Kontrolle. Die schnelle Identifizierung lokaler Infektionsherde und das schnelle Verhängen lokaler Lock-down-Maßnahmen scheinen bisher sehr erfolgreich zu sein und eine zweite Welle verhindert zu haben. So bestehen gute Chancen für einen anhaltend dynamischen Aufschwung. Das dürften die Einkaufsmanagerindizes in Europa, China und Japan (Mittwoch und Freitag) sowie der Tankan-Index in Japan (Mittwoch) zeigen.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management