



Markt & Wirtschaft

Ausgabe 11/2020 – 4. Juni 2020

KOMMT NUN (ENDLICH) DIE INFLATION?

Die Notenbanken haben es erneut getan. In beispielloser Manier wurden Zinsen gesenkt, Anleihekäufe wieder aufgenommen oder ausgeweitet und im Rahmen speziell auferlegter Kreditprogramme zusätzliche Liquidität für den Bankensektor geschaffen. Das Volumen der Maßnahmen übersteigt dabei das zur Bewältigung früherer Krisen eingesetzte Kapital um ein Vielfaches. Droht nun eine überbordende Inflation?

Wenn man den längerfristigen Inflationserwartungen Glauben schenkt, wird dieser Fall nicht eintreten. Die von Kapitalmarktteilnehmern erwartete Verbraucherpreis-inflation in fünf Jahren für die kommenden fünf Jahre liegt seit Mitte März in der Eurozone bei weniger als 1 %, während sie in den USA bei unter 2 % notiert – nahe ihren Tiefständen. Für die kommenden Monate ist sogar mit dem Gegenteil von Inflation zu rechnen. Deflationäre Tendenzen zeichnen sich aktuell ab, die uns dieses Jahr weiter begleiten dürften. Die Gründe dafür sind vielseitig.

VOM ANGEBOTS-ZUM NACHFRAGESCHOCK

Phase 2 der Corona-Epidemie hat im Mai begonnen. Die restriktiven Ausgangs- und Kontaktbeschränkungen wurden sukzessive aufgehoben. Die Produktion kann vielerorts wieder anlaufen. Das Angebot an Gütern wird langsam wieder gesteigert. Was allerdings darüber hinaus erhalten bleibt, sind die Lieferkettenengpässe, die aufgrund des eingeschränkten grenzüberschreitenden Handels bestehen bleiben. Bereits jetzt haben sich die Preise einzelner Produkte wie Lebensmittel aufgrund von regionalen Knappheiten merklich erhöht. Auch die Fertigstellung von komplexen Industriegütern, die mit vielen Einzelteilen versehen sind, könnte sich in den kommenden Wochen weiter verzögern und zu Engpässen führen. Ein Effekt, der eher für zukünftig höhere Verbraucherpreise spricht.

Demgegenüber steht der sich bereits seit Wochen abzeichnende Effekt eines Nachfrageeinbruchs, der sich zunehmend verstärkt. Konnte die Zeit des öffentlichen Stillstands weitestgehend durch Kredite und Garantiezusagen von staatlichen Stellen überwunden werden,

offenbaren sich nun die nachhaltigen Schäden. Beschäftigungszahlen brechen ein, Unternehmensinsolvenzen steigen spürbar, Kurzarbeit verharrt auf erhöhtem Niveau. Als Folge dessen lässt sich eine Konsumveränderung der Verbraucher erkennen. Sparquoten steigen an, die verfügbaren Einkommen sinken und das Konsumentenvertrauen gibt merklich nach.

Die Nachfrage nach Verbrauchsgütern, die nicht dem Basiskonsum zuzuordnen sind, dürfte sich auf absehbare Zeit nicht so schnell wieder auf Vorkrisenniveau zurückbilden. Größere Anschaffungen werden aufgeschoben, da die Unsicherheit einer möglichen zweiten Infektionswelle hoch bleibt. Die Beobachtungen aus China und erste Einzelhandelsdaten nach Wiederöffnung hierzulande bestätigen diese These. Ein Aufholen verlorengangener Umsätze erscheint in den meisten Sektoren eher eine Wunschvorstellung zu sein, als Realität zu werden. Der Angebotsschock dürfte also einen Einbruch der aggregierten Nachfrage auslösen, dessen Ausmaß größer als der Ursprungs-Schock selbst ist. Auch durch den Stillstand nicht betroffene Branchen leiden an Umsatzrückgängen, die sich im Zuge von Zweitrundeneffekten verstärken dürften. Die staatlichen Maßnahmen können davon nur einen Teil kompensieren. Die Fiskalpolitik dürfte sogar nochmal expansiver werden, um den konjunkturellen Einbruch im zweiten Halbjahr abzdämpfen. Erste Schätzungen gehen für das Gesamtjahr 2020 von deutlich tieferen Output-Levels in den meisten Industrienationen aus. Der Rückgang wird dabei um einiges höher ausfallen, als es 2009 im Zuge der Finanzkrise der Fall war. Eine Erholung auf Vorkrisenniveaus dürfte – sofern kein zweiter Stillstand verhängt wird – mindestens 18 - 24 Monate in Anspruch nehmen.

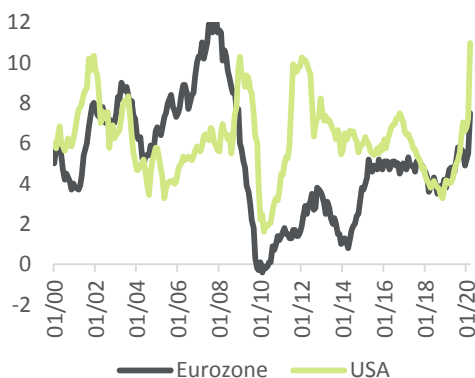
DIE ROLLE VON NOTENBANKEN

Wie eingangs erwähnt, haben auch die Notenbanken ihren Teil zur Krisenbewältigung beigetragen. Die Europäische Zentralbank wird allein in diesem Jahr zusätzliche Staats- und Unternehmensanleihen mit einem Volumen von über 1 Billion Euro ankaufen. Die Fed hat ihren Kompetenzrahmen deutlich ausgeweitet und kauft nun ebenfalls Unternehmensanleihen und dabei sogar solche, die potentiell mit einem höheren Ausfallrisiko behaftet sind. Die Bank of Japan hat sich ganz von einem Volumen-Limit anzukaufender Anleihen getrennt. Es wird also in einem bisher unbekanntem Maße neue Liquidität bereitgestellt – und es könnte in den kommenden Monaten durchaus noch mehr werden.

Folgt man den Monetaristen, entspricht gemäß der Quantitätsgleichung die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes multipliziert mit der Geldmenge im Ergebnis der realen Bruttowertschöpfung. Einerseits ist nun die Geldmenge in den letzten Monaten aufgrund der umfangreichen Maßnahmen der Notenbanken deutlich angestiegen: In den USA ist das Geldmengenwachstum (M3) zuletzt auf über 10 % gesprungen, in der Eurozone auf über 6 %. Andererseits sinkt das Output-Level jedoch. Steigt also jetzt das Preisniveau?

Zur Beantwortung der Frage hilft es, sich in diesem Zusammenhang die Transmissionskanäle der Geldpolitik vor Augen zu führen. Denn das neu geschaffene Geld kommt nicht beim Verbraucher an. Es verbleibt in der Finanzwirtschaft, wird in Vermögenswerte angelegt oder dient den Unternehmen wie im aktuellen Fall zur Überbrückung von Umsatzausfällen.

GELDMENGENWACHSTUM IN DER EUROZONE UND DEN USA (IN %)



Quelle: H&A, Refinitiv Datastream

Es wird nicht neu in den Wirtschaftskreislauf übertragen und dem Verbraucher zur Verfügung gestellt. Die Gefahr eines Geld-Überangebots, das eine inflationäre Entwicklung der Verbraucherpreise zur Folge hätte, geht also aktuell nicht von der ansteigenden Geldmenge aus. Das Gegenteil ist sogar der Fall. Die Kreditvergabe an Haushalte wird gerade in Krisenzeiten zurückgefahren, da Banken aufgrund der konjunkturellen Lage vorsichtiger werden und eine restriktivere Bonitätsprüfung durchführen. Die zuletzt veröffentlichten Kreditvergabe-Statistiken der Europäischen Zentralbank lassen diesen Trend bereits erkennen.

STRUKTURELLE ENTWICKLUNGEN

In der Summe lässt sich also feststellen, dass weder aufgrund des Angebotsschocks noch aufgrund der Notenbankinterventionen ein inflationärer Schub in den nächsten Monaten zu erwarten ist. Übergangsweise kann es zwar aufgrund von Lieferengpässen bei einzelnen Gütern zu Preissprüngen kommen, die sich jedoch nicht als nachhaltig herausstellen dürften.

Wahrscheinlicher ist dagegen, dass nach einer kürzeren Periode der Deflation, die vor allem durch die gefallen Energiepreise induziert ist, der sich bereits seit Jahren zu beobachtende Trend disinflationärer Verbraucherpreise fortsetzt. Neben den konjunkturellen Einflussfaktoren gibt es nämlich eine Reihe von Makrotrends, die direkt und indirekt auf die Inflationsrate einwirken: Demografische Entwicklungen, Digitalisierung und Automatisierung und die Globalisierung werden sich teilweise in ihrer Intensität beschleunigen und mit ihren Folgewirkungen auch weiterhin die Preissetzungsmacht von Unternehmen und damit den Preisauftrieb begrenzen. Der jetzt oftmals erwähnte mögliche De-Globalisierungstrend bedarf einer längeren Periode über mehrere Jahre, um sich tatsächlich in höheren Preisen widerzuspiegeln.

Insofern wird spannend zu beobachten sein, inwieweit die Notenbanken im Rahmen der Strategieüberprüfung im kommenden Jahr die systematische Verfehlung des Inflationsziels nach unten miteinbeziehen. Ein Inflationsziel von nahe an, aber unter 2 % scheint nicht mehr zeitgemäß zu sein. Der Versuch der Inflationssteuerung ebenfalls nicht. Nach dem Scheitern der Geldmengensteuerung dürfte auch dieses Paradigma überholt sein.

DISCLAIMER

Die Informationen in diesem Dokument wurden sorgfältig recherchiert. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Alle Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Finanzanalyse, eine Empfehlung, eine Anlageberatung oder einen Vorschlag einer Anlagestrategie noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Daher genügen sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen können eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der H&A Global Investment Management GmbH oder deren assoziierter Unternehmen dar. Interessenkonflikte sind auf der Homepage von H&A Global Investment Management GmbH <https://www.ha-gim.com/rechtliche-hinweise-rechtliche-hinweise> veröffentlicht.