

Blickpunkt Wirtschaft

Dr. Johannes Mayr, Dr. Jürgen Michels

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n
 ► www.research.bayernlb.de, Bloomberg: BAYR

Warum die große Inflation ein Risiko bleibt

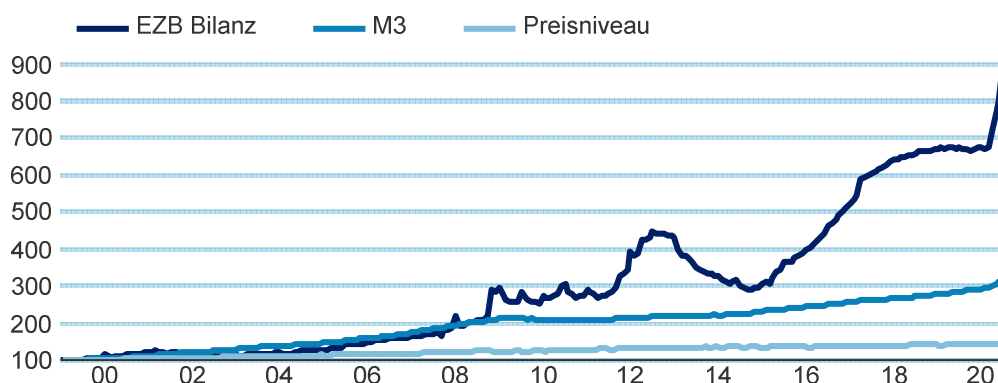
Kurz & klar

- Die Notenbanken katapultieren die Geld- und v.a. die Liquiditätsmenge in neue Dimensionen. Ökonomen, Investoren und Bürger streiten seit der Finanzkrise, ob das ein Risiko für die Stabilität des Geldes ist. Einfache Antworten gibt es nicht.
- Bisher ist ein Anstieg der Inflation ausgeblieben. Daher muss auch die Liquiditätsschwemme zur Finanzierung der Corona-Ausgaben die Preise nicht steigen lassen.
- Denn neben Banken horten auch Haushalte und Unternehmen Geld in hohem Maße.
- Sorglos sollte man allerdings nicht werden. Denn nicht nur die Quantität der bereitgestellten Liquidität beeinflusst die Geldwertstabilität. Auch die Qualität sollte im Auge behalten werden. Dies zeigt ein Blick in die Bücher der EZB.

► Liquidität in ungeahnten Höhen, Inflation niedrig

Die Notenbanken haben in Reaktion auf die Corona-Krise die Liquidität nochmal massiv erhöht. Im Euro-Raum steigt auch die breitere Geldmenge derzeit deutlich an und lag im Juni 9,2% über Vorjahr. Gleichzeitig ist die Wirtschaftsleistung (temporär) eingebrochen und die Inflationsraten sind niedrig und teilweise sogar negativ. Aufgrund der ausgeprägten Nachfrageschwäche dürfte diese Niedriginflationsphase noch eine ganze Weile andauern.¹ Ökonomische Theorien legen jedoch zumindest mittelfristig einen deutlichen Anstieg des Preisauftriebs nahe.² Es gibt aber gute Gründe, warum eine durch Liquidität getriebene Inflation auch künftig begrenzt bleiben könnte. Das hängt allerdings neben den Verhalten von Unternehmen und Haushalten stark von den Details der Geldpolitik ab. Wir analysieren die Zusammenhänge im Folgenden am Beispiel der EZB. Völlige Entwarnung können wir nicht geben.

Liquidität und Geldmenge steigen deutlich, Inflation bleibt begrenzt
 EZB Bilanzsumme, Geldmenge M3 und HVPI Preisindex, 1999 = 100



dQuelle: BayernLB Research

¹ Vgl. hierzu unseren Blickpunkt Wirtschaft „Infiziert Corona die Inflation?“ vom 28.7.

² Eine solche Entwicklung stellt ein erhebliches Risiko für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik dar und muss von der Bereitschaft der Notenbanken zur Duldung moderat höherer Inflationsraten unterschieden werden.

Warum die Inflation steigen könnte – Das sagt die Theorie

- ▶ Auslöser für Inflation auf Angebots- und Nachfrageseite

In der Theorie werden v.a. zwei Auslöser für Inflation unterschieden. Inflation ist dabei definiert als ein Anstieg des allgemeinen Preisniveaus. (Die relativen Preise bestimmter Produkte und Dienstleistungen können sich dagegen aus anderen Gründen verschieben.)

- Angebots getriebene Inflation: Höhere Produktionskosten der Unternehmen werden auf die Verkaufspreise überwälzt. Ein Anstieg der Produktionskosten (insb. Kosten der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital) kann etwa durch steigende Löhne, höhere Importkosten durch eine Währungsabwertung, einen Rohstoffpreisanstieg oder staatliche und regulatorische Maßnahmen (z.B. Steuer- und Zollerhebungen) ausgelöst werden.
- Nachfrage getriebene Inflation: Ein Rückgang der Sparneigung, ein geringeres Zinsniveau oder eine höhere Geldmenge treiben die Nachfrage über das (wenig flexible) Angebot hinaus und lösen so einen steigenden Preisdruck aus.

In beiden Fällen sorgt vor allem der mit den Primäreffekten verbundene Anstieg der Inflationserwartungen für eine veränderte Preissetzung der Unternehmen und der Zahlungsbereitschaft der Haushalte und treibt die tatsächliche Inflation nach oben. Häufig wird ein Anstieg der Inflation durch steigende Notenbankliquidität und Geldmenge als quasi unvermeidbar angesehen. So einfach ist es aber nicht.

Gegenargument 1: Liquiditätsflut treibt Geldmenge nur bedingt

- ▶ M3-Anstieg beschleunigt, aber noch im Rahmen

So fußt diese Sorge auf der Annahme, dass sich die Notenbankliquidität in einen Anstieg der breiteren Geldmenge überträgt, also dem Geldbestand von Nichtbanken. Denn im Unterschied zur Notenbankliquidität (gemessen als Bargeldumlauf und kurzfristige Einlagen von Geschäftsbanken bei der Notenbank) misst die Geldmenge (im Euro-Raum: M3) ausschließlich den Bestand an Geld, der zwischen Geschäftsbanken, Unternehmen und Haushalten zirkuliert und so direkt für Preisaufrtrieb sorgen kann. Gemessen wird M3 auf der Passivseite der Bilanzen der Geschäftsbanken und umfasst dabei neben dem umlaufenden Bargeld und Übernachteinlagen auch Termin- und Spareinlagen von Haushalten und Unternehmen. In der Praxis wird der Großteil dieser Geldmenge nicht durch die Liquidität der Notenbanken sondern durch die Geschäftsbanken selbst im Zuge der Kreditgewährung geschaffen (= Giralgeld) und übersteigt das Volumen der Notenbankliquidität deutlich, im Euro-Raum derzeit etwa um den Faktor 3. Der Anstieg der breiten Geldmengenaggregate ist in den letzten Jahren allerdings deutlich hinter dem Anstieg der Notenbankliquidität zurück geblieben (siehe Abb. auf S.1).

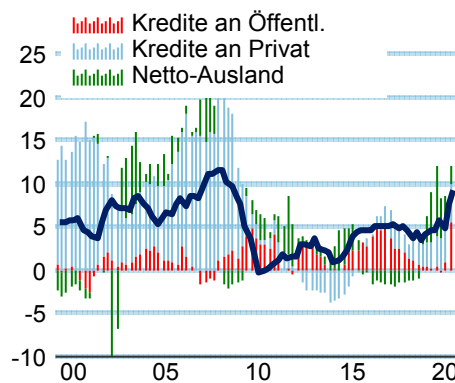
- ▶ Denn die Banken horten Liquidität

Denn die Banken horten einen erheblichen Teil der Liquidität direkt bei der Notenbank, wodurch diese erst gar nicht Umlauf kommt und eine Wirkung auf den Wirtschaftskreislauf unterbunden wird. Infolgedessen ist die Überschussliquidität im Euro-Raum auf rund 2.800 Mrd. Euro gestiegen (etwa 30% am BIP) und entspricht damit etwa der Hälfte der gesamten EZB-Bilanz. Die Überschussliquidität wird dabei als Summe der Übernachteinlagen von Euro-Banken auf den Girokonten der nationalen Notenbanken und dem Einlagenkonto der EZB abzüglich der geforderten Mindestreservehaltung berechnet. Grund für diese hohe Liquiditätshaltung der Banken ist sowohl die übermäßige Bereitstellung von Liquidität durch die EZB (insbesondere über die QE-Programme), welche von den Banken nicht in eine vergleichbar hohe Ausweitung der Kreditvergabe (und damit einen Anstieg der Mindestreservehaltung) oder Bargeldauszahlung übersetzt werden kann. Zudem spielt das Motiv der Vorsichtskasse für Banken eine Rolle, obwohl trotz Einführung eines Freibetrags in Höhe des 7-fachen der Mindestreserve für den Großteil dieser Einlagen ein Zins von -0,5% anfällt, wodurch die Überschussliquidität die Profitabilität der Banken substanziell belastet.

Spiegelbildlich kann die nur moderate M3-Dynamik auf Seiten der Bilanzen der Geschäftsbanken auf zwei Arten erklärt werden. Zum einen zeigt sich eine nur geringe Dynamik der Kreditvergabe an den Privatsektor, welche das M3-Potenzial begrenzt (siehe Abb. unten links). Zum anderen haben sich die zu M3 zählenden Einlagen bei Banken (Bankeinlagen mit bis zu 3 Monaten Laufzeit und kurzfristige Finanzinstrumente, insb. Geldmarktfonds) schleppend entwickelt, weil Unternehmen und Haushalte ihre Anlagen angesichts der niedrigen Verzinsung verstärkt in weniger liquiden Assets (nicht Teil von M3) parken. Auch die Bargeldhaltung hat nur moderat zugelegt. Lediglich die Einlagen auf Girokonten zeigen eine erhöhte Dynamik (siehe Abb. unten rechts).

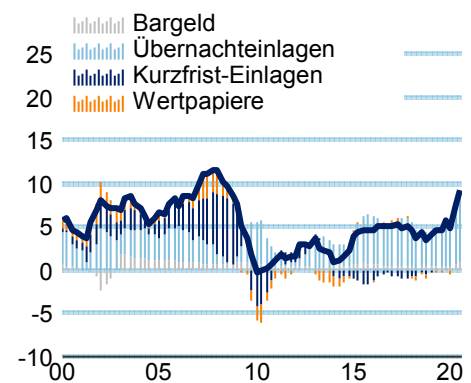
Allerdings hat sich der Anstieg von M3 in den vergangenen Monaten deutlich beschleunigt und lag im Juni bei 9,2% zum Vorjahr. Auf der Aktiva-Seite der Bankbilanzen wird dies zu einem erheblichen Teil durch die hohe Kreditnachfrage von Unternehmen zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen in Folge der Corona-Krise getrieben. Dieser Teil des Anstiegs dürfte sich als temporär erweisen und schrittweise wieder abgebaut werden. Dennoch stellt sich die Frage, ob sich der Aufwärtstrend von M3 nicht doch noch verstärkt und die Euro-Inflation nach oben treiben wird.

Kreditdynamik nur moderat
Geldmenge M3, Gegenkomponenten der Aktivseite,
Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten



Quelle: EZB, BayernLB Research

Zuwachs von Bargeld und Einlagen begrenzt
Geldmenge M3, Komponenten der Passivseite,
Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten



Quelle: EZB, BayernLB Research

Gegenargument 2: Blick auf die Quantitätstheorie – M3 muss Preise nicht treiben

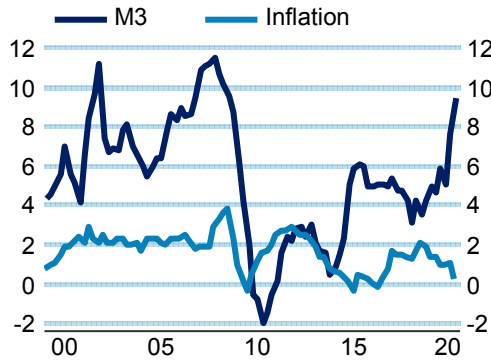
- Umlaufgeschwindigkeit sinkt weiter

Aber selbst ein deutlicher Anstieg von M3 muss keinen Schub der Inflation auslösen. So liegt das Wachstum der Geldmenge bereits seit 2000 deutlich höher als die Inflation (siehe Abb. links auf S.4). Der Grund lässt sich anhand der Quantitätsgleichung gut zeigen. Nach dieser ist die Summe der für Transaktionen verwendeten Zahlungen (Geldmenge * Transaktionsanzahl) gleich dem mit Preisen bewerteten Güterangebot (Preis * Güterangebot), also $M \cdot V = P \cdot Y$.

Eine darauf häufig angewendete Theorie besagt, dass ein deutlicher Anstieg der Geldmenge M (hier: M3) entweder die Gütermenge Y (hier: reales BIP) oder das Preisniveau P und damit die Inflation nach oben treiben muss. Bereits seit 2000 scheint sich der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation allerdings gelockert zu haben, obwohl das BIP-Wachstum nur moderat ausgefallen ist. Die strenge Auslegung der Quantitätstheorie scheint also problematisch. Denn die dahinterstehende Annahme einer konstanten Umlaufgeschwindigkeit ist nicht haltbar (siehe Abb. rechts auf S.4)³

³ Weitere gegenläufige Faktoren auf die Preisentwicklung sind kostensenkenden Effekte der Globalisierung und sinkende Rohstoffpreise.

Seit COVID geht Entwicklung noch stärker auseinander ...
Veränderung zum Vj. in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream

Quelle: EZB, BayernLB Research

... auch weil die Umlaufgeschwindigkeit weiter sinkt
Quotient aus nominalem BIP und Geldmenge M3



Quelle: EZB, Eurostat, BayernLB Research

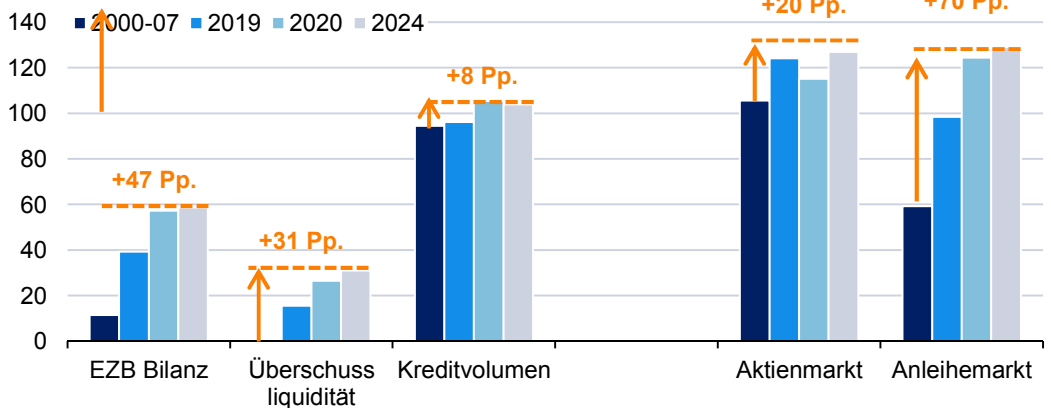
- Auch Unternehmen und Haushalte halten immer stärker Vorsichtskasse

So mündet selbst ein Anstieg der zirkulierenden Geldmenge nicht notwendigerweise in einem steigenden Nachfrageverhalten nach Dienstleistungen und Gütern. Bei einem Anstieg der Vorsichtskassenhaltung von Haushalten und Unternehmen werden diese das Geld nicht in Umlauf bringen sondern parken, beispielsweise in anderen Anlageformen, u.a. im Ausland. Im Euro-Raum zeigt die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit genau dieses Verhalten bereits seit 2000. Im Zuge der Corona-Krise hat sich die Entwicklung aber nochmal verstärkt und der Quotient aus BIP und M3 ist unter 0,9 gefallen, d.h. jeder Euro der Geldmenge wird durchschnittlich weniger als ein Mal pro Jahr für BIP relevante Transaktionen eingesetzt.

Die starke Ausweitung der Marktkapitalisierung von Aktien und Renten auch in Europa ist ein weiteres Indiz für diesen Effekt. Ebenso legt die Natur der Corona-Krise diesen Effekt nahe. Denn durch die Restriktionen zur Pandemie-Eingrenzung sind Marktteilnehmer simultan mit einem Angebots- und Nachfrageschock konfrontiert.

Liquidität treibt v.a. Volumen und Preise an den Finanzmärkten

Verhältnis von Liquiditäts- und Kreditmenge sowie Marktkapitalisierung zur Wirtschaftsleistung im Euro-Raum, Aktienmarkt: Datastream Total Market-Index für Europa, Anleihemarkt: Barclays Euro Index



Quelle: EZB, Eurostat, Refinitiv, 2020 und 2024: Prognose BayernLB Research

Zusammengenommen muss ein Anstieg von Liquidität und Geldmenge also nicht die Verbraucherpreise treiben sondern kann sein Ventil in einer höheren Liquiditäts- und Vorsichtskassenhaltung und/oder steigenden Vermögenspreisen finden. Dies findet aktuell in einem hohen Maße statt und kann den treibenden Effekt für das allgemeine Preisniveau auch über eine längere Zeit überkompensieren.

Vorsicht vor zu viel Sorglosigkeit – Der Teufel steckt in der Bilanz (der EZB)

- ▶ Warum nicht nur die Größe der EZB-Bilanz wichtig ist

Völlige Entwarnung hinsichtlich eines Inflationsschubs können wir aber nicht geben, auch wenn die quantitative Seite der expansiven Geldpolitik und ihre Wirkungskanäle intensiv beobachtet werden und unter Kontrolle scheinen. Denn auch die Qualität der bereitgestellten Liquidität spielt für das Inflationsrisiko eine wichtige Rolle. So stellen neuere Erklärungsansätze für die Entstehung von historischen Hoch-Inflationsphasen vermehrt auf die Art der Liquiditätsausweitung ab. Demnach ist die Bereitstellung von Notenbankliquidität im Austausch gegen bonitätsstarke Assets (z.B. Staatsanleihekäufe im QE-Programm) lediglich ein Tausch innerhalb der liquiden Vermögenstitel des Portfolios der Liquiditätsempfänger. Dabei ändert sich wenig am Verhältnis von liquiden und illiquiden Titeln und hat damit auch keine/nur eine geringe Wirkung auf die Transaktionsmöglichkeiten bzw. die Transaktionsbereitschaft. Zudem wird die Liquidität von den Notenbanken gegen eine Sicherheit (Vermögenstitel) bereitgestellt, die beispielsweise zur Finanzierung von Investitionen und damit Wirtschaftsleistung geschaffen wurde. Solange die so geschaffene Wirtschaftsleistung und damit der Vermögenstitel als werthaltig eingestuft werden kann, stellt der Austausch gegen Liquidität demnach kein zusätzliches Risiko für die Geldstabilität dar.

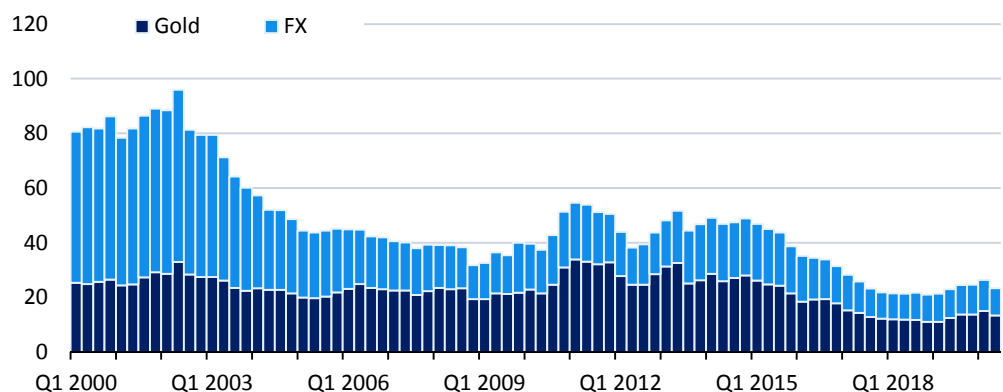
- ▶ Wie misst man die Qualität des Geldes?

Deshalb stellen diese Erklärungen für Inflation nicht auf die Liquiditäts- oder Geldmenge per se ab, sondern auf die Qualität der zu Grunde liegenden Assets, die auf der Aktivseite der Notenbankbilanz ablesbar ist. Demnach steigt durch die expansive Geldpolitik v.a. dann das Inflationsrisiko, wenn die durchschnittliche Werthaltigkeit der Assets schwindet, auch da dann das Eigenkapital und damit die Qualität der Notenbankbilanz leidet. Die Beurteilung der Asset-Qualität wird dadurch erschwert, dass die Bonitätseinschätzungen und die Marktbepreisung der Assets durch die Effekte der expansiven Geldpolitik beeinflusst werden. Auch deshalb werden verschiedene Maße vorgeschlagen. Hierzu zählen insbesondere die Anteile von Gold, Devisenreserven und Staatsanleihen im Verhältnis zur Geldbasis. Je höher diese Anteile, desto höher wird die Qualität der Liquidität/der Geldbasis eingestuft.

Die Bedeutung von Gold wird mit der historischen Stabilität des Goldpreises und der Rolle von Gold als sichere Anlage begründet. Die Bedeutung von (werthaltigen) Devisenreserven fußt vor allem auf der Möglichkeit, den Außenwert des Geldes durch FX-Interventionen zu verteidigen und damit einer durch Abwertung ausgelösten Inflationierung entgegenzuwirken. Die Anteile von Gold und Devisenreserven in der Bilanz des Eurosystems sind mit der Ausweitung der Anleihekaufprogramme in einer zweiten Welle ab 2015 weiter gesunken und liegen nur noch bei gut 20% der Geldbasis.

- ▶ Qualität des Euros im Sinkflug?

Erneut um 50% schlechter: Qualität der EZB-Bilanz leidet unter Liquiditätsmaßnahmen
Verhältnis von Aktivbilanzposten zur Geldbasis der EZB-Bilanz in Prozent

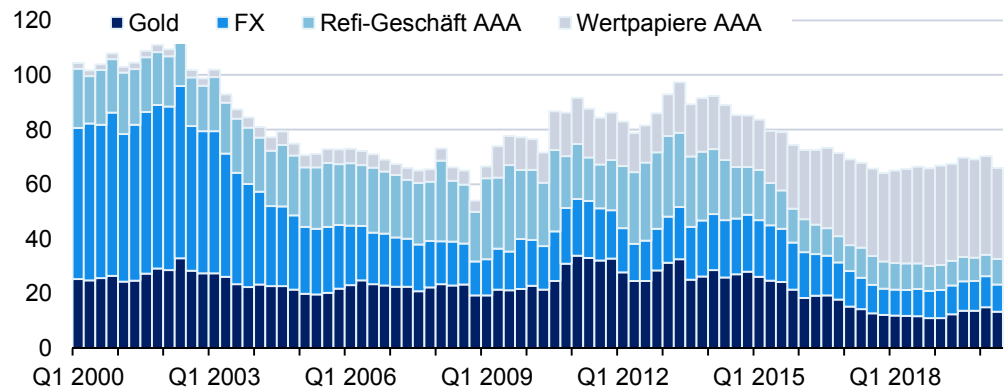


Quelle: Eikon, EZB, BayernLB Research

Die Berücksichtigung von Staatsanleihen ist vor allem angesichts der institutionellen Besonderheiten im Euro-Raum umstritten, da nicht sämtliche öffentlichen Anleihen als risikolos gelten. Aus diesem Grund berücksichtigen wir im Folgenden sämtliche mit AAA bewerteten Assets auf der EZB-Bilanz, die entweder über die seit 2010 stark forcierten Kaufprogramme angekauft worden sind oder im Rahmen von Refinanzierungsgeschäften als Sicherheiten von der EZB gehalten werden. Die Darstellung zeigt einen ähnlichen Verlauf, allerdings sind demnach immer noch rund 70% der Geldbasis im Euro-Raum mit hochwertigen Assets unterlegt. Dennoch zeigt sich auch in dieser Betrachtung ein Verlust an Qualität der Geldbasis, der v.a. im Fall von noch deutlich steigenden Käufen bonitätschwächerer Assets an Schärfe gewinnen könnte. Zudem besteht das Risiko, dass sich die Einschätzung der Werthaltigkeit der Anleihen kurzfristig ändert, v.a. wenn Rating-Agenturen ihre Bonitätseinschätzungen anpassen. Die Notenbank hat hierauf nur sehr begrenzt Einfluss.

- Zumindest Qualitätszweifel sind angebracht

Wertpapierkäufe mindern Effekt, Bonität aber fraglich und von EZB abhängig
Verhältnis von Aktivbilanzposten zur Geldbasis der EZB-Bilanz in Prozent



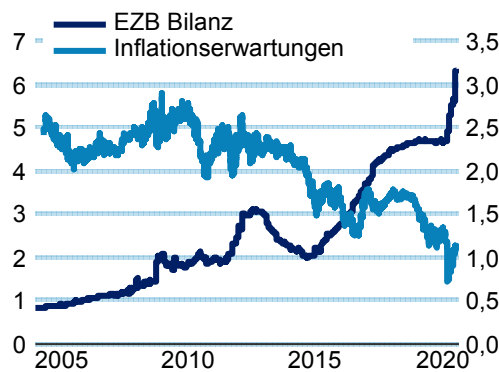
Quelle: Eikon, EZB, BayernLB Research

Der Ketchup-Effekt: Wie die Inflationserwartungen steigen und was dann kommt

- Noch keine Anzeichen für Inflation

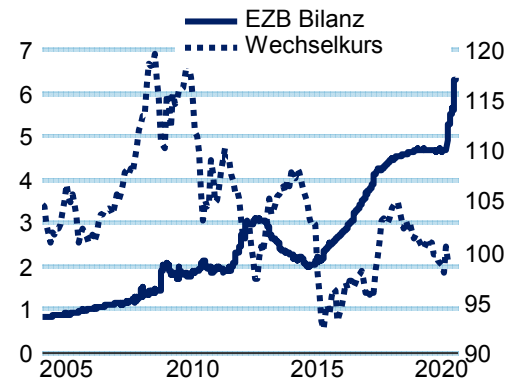
Eine Übertragung der quantitativen Ausweitung und/oder des qualitativen Verfalls der Geldbasis auf die Verbraucherpreise ist auf verschiedenen Wegen möglich. Ein Frühwarnzeichen ist dabei stets ein Anstieg der Inflationserwartungen, da sich dieser via Preis- und Lohnsetzungsverhalten zumindest in größeren Teilen mit zeitlicher Verzögerung auf die tatsächlichen Preise überträgt.

Inflationserwartungen fest verankert
5J5J Inflationsswaps in % (rS), EZB Bilanz in Bio. Euro (IS)



Quelle: BayernLB Research

Euro nur moderat schwächer
Effek. Wechselkurs des Euro (rS), EZB Bilanz in Bio. Euro (IS)



Quelle: BayernLB Research

Ein Anstieg der marktbasieren Erwartungen könnte dabei einen etwas größeren Vorlauf haben. In diesen Fällen muss der Anstieg der Inflationserwartungen als Vertrauensverlust in den inneren Wert der Währung (Anstieg des Preises von Gütern relativ zu den Assets der Notenbank) oder den äußeren Wert der Währung (Verfall des Wechselkurses und damit Anstieg der Importpreise) gewertet werden. Aus Sicht der Marktteilnehmer fehlen der Notenbank dann die Mittel oder der Wille dieser Veränderung von Qualität und Quantität der Geldbasis entgegen zu treten. Aktuell scheint dieses Risiko begrenzt. Der Euro notiert seit Beginn der Corona-Krise relativ fest und hat zuletzt noch zugelegt und die 5J5J Inflationsswaps liegen im Bereich von nur 1%.

- ▶ Im Fall der Fälle: EZB hat Gegenmittel, die Nebenwirkungen sind aber stark

Die Sorge vor einem Ketchup-Effekt, also einem verzögerten plötzlichen Anstieg der Inflationserwartungen und/oder einem Abrutschen des Wechselkurses, bleibt dennoch virulent. Denn in diesem Fall haben die Notenbanken zwar theoretisch die Möglichkeit einer steigenden Inflation mit restriktiven Maßnahmen entgegenzuwirken. Von Seiten der EZB wäre wohl mit umfangreichen liquiditätsabsorbierenden Tendergeschäften zu rechnen, um die Geldbasis kurzfristig wieder zu verringern. Auch ein Verkauf von Wertpapieren wäre möglich, allerdings aufgrund der zu erwartenden negativen Effekte auf die Finanzierungskosten gerade in den aktuell stark gestützten Ländern wohl nur zweite Wahl. In jedem Fall dürften dadurch die Marktzinsen aber deutlich steigen, denn die Banken wären wohl nur zu deutlich attraktiveren Konditionen bereit die Liquidität weiter bei der EZB zu parken. Dies wiederum könnte die Konjunktur aber deutlich negativ treffen. Der „Preis“ für diese Vollbremsung könnte daher wirtschaftlich von der EZB als auch den Marktteilnehmern als (zu) hoch angesehen werden. In Anbetracht dieser Konsequenzen ist zu zaghaftes Handeln der EZB eher wahrscheinlich. Damit könnte der befürchtete starke Anstieg der Inflation tatsächlich doch eintreten. Ein Risiko bleibt also.

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 31.07.2020. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



Dr. Johannes Mayr
Leiter Investment Research
Telefon: +49 89 2171-21859
johannes.mayr@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Briener Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de