

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 26

21. Juni 2019

Metzler: Ist ein Inflationsziel von 2,0 % noch zeitgemäß?

In Japan dürfte die Kerninflation im Großraum Tokio im Juni bei nur 0,8 % verharren, ebenso in der Eurozone (beides Freitag). In den USA (Freitag) dürfte sie bei 1,6 % liegen – mit fallender Tendenz. Die großen Zentralbanken sind also weit davon entfernt, ihr Inflationsziel auf absehbare Zeit zu erreichen. Die US-Notenbank und die EZB reagierten zuletzt darauf mit der Ankündigung, die Geldpolitik bald zu lockern, während die japanische Zentralbank noch abwartet. Im Einklang damit erwarten wir nunmehr in den USA eine Leitzinssenkung im Juli und September von jeweils 25 Basispunkten und ein Maßnahmenbündel der EZB im September mit Zinssenkung, gespaltenem Reservesatz und neuem QE-Programm.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob ein sklavisches Festhalten an einem Inflationsziel von 2,0 % tatsächlich noch sinnvoll ist. Alternde Gesellschaften fragen vor allem Leistungen im Gesundheitswesen nach, deren Preise stark reguliert sind. Eine Umfrage unter japanischen Konsumenten zeigte zuletzt, dass diese eine massive Verschlechterung der Qualität von Dienstleistungen wahrnehmen. Das ist nichts anderes als eine Rationierung dieser Leistungen und damit eine versteckte Inflation. Die Inflation müsste also „bereinigt“ werden um die Qualitätsverschlechterung im Gesundheitswesen – und würde damit höher ausfallen. Leider gibt es bisher keine Untersuchungen, die die Größe des Effekts zu schätzen versucht haben. Das Beispiel zeigt nur, wie schwer die Inflationsmessung geworden ist.

Konjunkturdaten im Fokus

In der Eurozone werden der ifo-Index (Montag) und der Geschäftsklimaindex der EU (Donnerstag) veröffentlicht. In den USA richtet sich der Fokus auf das Konsumenvertrauen (Dienstag und Freitag), auf die Neubauverkäufe (Dienstag) sowie die Auftragseingänge (Mittwoch). In Japan stehen die Daten zum Arbeitsmarkt (Freitag) im Mittelpunkt.

Wären die Zinsen in einem Deutschland außerhalb der Währungsunion höher?

Nein. Schweden und die Schweiz haben eine ähnliche Wirtschaftsstruktur wie Deutschland mit einem starken Industriesektor und einer hohen Exportabhängigkeit. In Schweden liegt der Zinssatz für Tagesgeld bei etwa -0,6 %, in der Schweiz bei -0,7 %. Die schwedische Währung ist jedoch sehr schwach, da die dortige Zentralbank aggressiv versucht, ihr Inflationsziel zu erreichen. Die durchschnittliche Inflationsrate lag seit 2010 bei etwa 1,0 %. Die Schweiz dagegen hat eine starke Währung, da ein Inflationsziel keine größere Rolle spielt – die Inflation lag daher durchschnittlich auch nur bei etwa 0 % seit 2010. Interessanterweise gibt es kaum Unterschiede in der Realwirtschaft; beide Volkswirtschaften boomen. Die Arbeitslosenquote in Schweden liegt aktuell mit 6,3 % nur geringfügig über dem Tiefstand von 5,9 % im Februar 2008, während sie in der Schweiz mit 2,4 % sogar auf dem tiefsten Stand seit 2002 notiert. Mit Blick auf die starke Währung ist insbesondere die starke Konjunktur der Schweiz beeindruckend.

Warum die deutsche Schuldenbremse zu rigide sein könnte

Der deutsche Staat kann derzeit einen Kredit mit einer Laufzeit von bis zu 15 Jahren zu negativen Zinsen aufnehmen. Gleichzeitig gibt es zahlreiche Möglichkeiten für sinnvolle staatliche Investitionen etwa in der Infrastruktur, der Bildung sowie der Forschung & Entwicklung. Diesen sinnvollen Ausgaben steht jedoch die Schuldenbremse entgegen. Die Folge dessen ist, dass die deutschen Sparger ihr Geld im Ausland mit hohen Risiken anlegen müssen (siehe unten). Die Erfahrungen aus der Vergangenheit mit deutschen Anlagegeldern in US-Subprime-Papiere, griechische Staatsanleihen etc. waren nicht gerade positiv. Deutsche Anleger sollten daher bei ihren Auslandsanlagen einen starken Fokus auf das Risikomanagement legen.

markt:aktuell

Dazu noch ein kurzer Abriss über die Zusammenhänge: Oft wird der Kreditkreislauf einer Volkswirtschaft mit dem Blutkreislauf eines Menschen verglichen. Ohne Kredit ist keine Wirtschaftsaktivität möglich, da Investitionen, Lagerbestände oder größere Anschaffungen wie Wohnraum ansonsten kaum finanzierbar wären. Wichtig sind aber auch Überbrückungskredite, die bei einem temporären Zahlungsungleichgewicht helfen. Anthropologische Studien zeigen sogar, dass Kreditbeziehungen in der menschlichen Geschichte schon lange vor der Erfindung des Geldes gängig waren. In einer wachsenden Volkswirtschaft mit einer positiven Inflationsrate steigt normalerweise jedes Jahr die Verschuldung, da ein immer größeres Volumen an realen Investitionen zu immer höheren Preisen finanziert werden muss. In seltenen Fällen kann die Verschuldung sogar sinken, wenn Investitionen überwiegend mit Eigenkapital finanziert werden oder wenn ein Schuldner einen Zahlungseingang nutzt, um einen Kredit abzuzahlen. Die Zahlung muss dabei jedoch aus einer Reduktion des Finanzvermögens des Zahlers resultieren.

Idealerweise wird nur zusätzliche Wirtschaftsaktivität mit einer steigenden Verschuldung finanziert, sodass die Gesamtverschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsaktivität (Bruttoinlandsprodukt) konstant bleibt. Tatsächlich ist jedoch oft ein Anstieg der Verschuldung zu beobachten, die keine neue Wirtschaftsaktivität finanziert. So nahmen US-amerikanische Haushalte bis zur Krise 2008 in einem erheblichen Umfang Kredite auf, um bestehende Immobilien zu einem immer höheren Preis zu kaufen. Die Verkäufer der Immobilien behielten dann den Verkaufserlös als Finanzvermögen. Auch mussten chinesische Staatsunternehmen bis vor kurzem oft Kredite aufnehmen, um Verluste aus dem operativen Geschäft zu decken. Ein anderes Beispiel: Der griechische Staat konnte das Niveau an exzessivem Staatskonsum nur dadurch lange Zeit stabil halten, indem er permanent neue Kredite aufnahm.

Wenn also die Verschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsaktivität steigt, gibt es ein Ungleichgewicht innerhalb einer Volkswirtschaft, da sich eine Gruppe permanent immer stärker verschuldet, eine andere hingegen ein immer größeres Finanzvermögen aufbaut. Idealerweise gibt die Gruppe mit den hohen Finanzvermögen ihr Geld dann irgendwann wieder aus, sodass bei

der Gruppe der Schuldner zusätzliche Einkommen entstehen, die zum Schuldenabbau genutzt werden können. Hält jedoch die Gruppe der Gläubiger an ihrem Finanzvermögen fest, kann die Gruppe der Schuldner trotz aller Sparanstrengungen ihre Verschuldung nicht reduzieren, da das Sparen geringere Ausgaben zur Folge hat, was wiederum die Einkommen reduziert, so dass kaum noch Einkommen zum Sparen übrigbleibt. Wenn also eine Gruppe innerhalb einer Volkswirtschaft ihre Verschuldung abbauen möchte, muss eine andere Gruppe entweder ihr Finanzvermögen reduzieren oder die Verschuldung erhöhen – andernfalls sind Sparanstrengungen selbstzerstörend.

Derzeit reduzieren in Deutschland der Staat und die privaten Haushalte in einem erheblichen Umfang ihre Verschuldung im Verhältnis zum BIP. Insgesamt gelingt der Abbau der Verschuldung im Verhältnis zum BIP in Deutschland aber nur, weil das Ausland bereit ist, sich gegenüber Deutschland zu verschulden. Dementsprechend betrug der Leistungsbilanzüberschuss in Deutschland im Jahr 2018 auch etwa 250 Mrd. EUR. Deutsche Sparer legten 2018 demnach 250 Mrd. EUR im Ausland an – entweder direkt oder indirekt über ihre Anlagen bei Banken und Versicherungen.

Der Handelskonflikt kann auch so interpretiert werden, dass sich die USA perspektivisch nicht noch mehr gegenüber dem Ausland verschulden wollen. Für Deutschland würde das bedeuten, dass weniger Güter und Dienstleistungen exportiert werden könnten. Die im Ausland unverkauften Güter und Dienstleistungen müssten dann im Inland verwendet werden, um einen lang anhaltenden Wirtschaftsabschwung zu vermeiden. Dazu müsste der deutsche Staat entweder ein sehr positives Investitionsklima für die privaten Unternehmen schaffen und/oder selbst mithilfe einer steigenden Verschuldung die Güter und Dienstleistungen verwenden – idealerweise als Investition.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

markt:aktuell

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.