

Metzler: Japan ohne Inflation? Rückschlag bei Erreichen des Inflationsziels von 2 %

Japan gilt als Vorreiter einer extrem lockeren Geldpolitik

Die japanische Zentralbank verfolgt derzeit eine extrem expansive Ausrichtung der Geldpolitik – was daran ablesbar ist, dass sich die Bilanz der japanischen Zentralbank seit 2012 verdoppelt hat. Von vielen Finanzmarktteilnehmern wird Japan dabei als ein Vorreiter für andere Volkswirtschaften gesehen, da sich die japanische Zentralbank mit ihrem Wertpapierkaufprogramm nahezu am Limit des Möglichen bewegt. Sollte sich trotz der aggressiven Liquiditätsmaßnahmen in Japan die Inflation nicht nennenswert beschleunigen, könnte das auch ein Signal für die Europäische Zentralbank (EZB) sein, dass sie ihr Inflationsziel auf absehbare Zeit nur schwer erreichen können.

Das Ziel der Bank von Japan ist es, die Inflationsrate auf einem Wert von 2 % zu etablieren – mit einer Verbesserung der Finanzierungsbedingungen, Vermögenseffekten und einem psychologischen Effekt auf die Inflationserwartungen. Im April wird die japanische Zentralbank jedoch sehr wahrscheinlich einen schmerzlichen Rückschlag aufgrund eines Rückgangs der Inflation (Freitag) von 2,3 % im März auf nur noch 0,7 % im April erlitten haben. Der Hauptgrund dafür ist eher technischer Natur, da der Effekt der Mehrwertsteuererhöhung vom April vergangenen Jahres auf die Inflationsrate entfällt.

Nichtsdestotrotz ist die niedrige Inflation in Japan vor dem Hintergrund überraschend, dass viele traditionelle Inflationsfrühindikatoren eigentlich eine steigende Tendenz signalisieren. So dürfte die Arbeitslosenquote (Freitag) im April mit 3,3 % auf den niedrigsten Stand seit 1997 gefallen sein. Bisher gibt es jedoch trotz Verbesserungen am Arbeitsmarkt keine Anzeichen für eine Erholung der Basislöhne, die schon seit 2009 mehr oder weniger stagnieren.

Auch ist die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke (Output Gap) nach Berechnungen der OECD derzeit geschlossen, sodass es fundamental keinen Abwärtsdruck mehr auf die Preise geben sollte – zumal sich die Konjunkturindikatoren zuletzt merklich verbessert haben: Geschäftsklimaindex (Mittwoch) und Industrieproduktion (Freitag). Eine Konjunkturerholung sollte eigentlich mit steigenden gesamtwirtschaftlichen Auslastungsraten einhergehen.

Derzeit erscheint folgende Erklärung am wahrscheinlichsten: Die Mehrwertsteuererhöhung, ausgelöst durch die Rezession im vergangenen Jahr, hat den Inflationsprozess in Japan nur temporär unterbrochen, der grundsätzliche Aufwärtstrend der Inflation ist jedoch weiter intakt. Sollte sich die Einschätzung als richtig erweisen, ist 2016 mit einer Inflationsrate von über 1,5 % zu rechnen. Sollte die Inflation 2016 jedoch immer noch unter 1,0 % verharren, wäre dies ein Signal dafür, dass die Geldpolitik der Bank von Japan weitestgehend impotent ist.

US-Wirtschaft auf dem Weg der Besserung

Die zweite Quartalsschätzung des BIP (Freitag) dürfte eine Revision des Wirtschaftswachstums auf -1,0 % im ersten Quartal mit sich bringen. Eine Studie der US-Notenbank zeigte jedoch kürzlich, dass es noch erhebliche saisonale Muster in den eigentlich saisonbereinigten BIP-Daten gibt. Eine zweite saisonale Bereinigung würde demnach ein Wirtschaftswachstum von etwa 1,8 % im ersten Quartal ergeben und damit eher im Einklang mit den monatlichen Konjunkturdaten stehen.

Zuletzt enttäuschten jedoch auch die monatlichen Konjunkturdaten und signalisierten damit ein schwaches Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal von derzeit unter 1,0 %. Grundsätzlich sind jedoch die Aufschwungtendenzen in der amerikanischen Wirtschaft intakt, sodass sich die Konjunkturdaten sukzessive wieder verbessern dürften. Den Auftakt dürften dabei die Auftragseingänge (Dienstag) und die Neubauverkäufe (Dienstag) machen.

Sollte die Prognose einer nennenswerten Wachstumsbeschleunigung im zweiten Halbjahr eintreten, dürfte die Arbeitslosenquote weiter fallen und die Kapazitätsauslastung steigen. In diesem Fall signalisiert unser Prognosemodell einen US-Leitzins von 3 bis 4 % bis Ende 2016. Wie stark die Fed den Leitzins im kommenden Jahr anhebt, wird davon abhängen, ob sie sich eher an der offiziellen Arbeitslosenquote U3 oder an der breiten Arbeitslosenquote U6 orientiert.

Das Prognosemodell stützt damit unsere These, dass die Fed in diesem Jahr eher vorsichtig und zögerlich agieren wird, im nächsten Jahr jedoch deutlich stärker den Leitzins anheben dürfte als erwartet.

Ein kritischer Blick auf das EZB-Wertpapierkaufprogramm

Eine Folge des Wertpapierkaufprogramms der EZB von 60 Mrd. EUR pro Monat sind Renditeniveaus von europäischen Staatsanleihen, die trotz des jüngsten Renditeanstiegs immer noch jeglichen Bezug zu den fundamentalen Realitäten verloren haben. Der bisher einzig erkennbare Nutzen der EZB-Maßnahmen ist ein schwächerer Euro-Wechselkurs, der zweifellos positive Konjunkturreffekte haben wird. Der Aufschwung in der Eurozone wird jedoch teuer erkaufte, da Versicherungen massiv unter der Niedrigzinspolitik leiden und die Banken aufgrund einer flachen Renditestrukturkurve kaum mehr Erträge aus der Fristentransformation erzielen können. Darüber hinaus steigt der Barwert der zukünftigen Pensionsverpflichtungen, sodass viele Unternehmen gezwungen sind, auf Investitionsausgaben zu verzichten, um die Lücke in ihren Pensionsverpflichtungen zu schließen.

Die Kommunikation der EZB impliziert zudem eine lang anhaltende Niedrigzinsphase. Die Finanzmarktteilnehmer preisen dementsprechend erst gegen Ende 2019 wieder einen Zinsschritt der EZB auf 0,25 % ein. In diesem Zusammenhang wird oft der Vergleich mit Japan gezogen. In Japan kollabierte damals der nominale Wachstumstrend nach dem Platzen der Blase am Aktien- und Immobilienmarkt zu Beginn der 1990er-Jahre und ebnete damit den Weg zur Nullzinspolitik. Neben dem rückläufigen Bevölkerungswachstum trugen dazu vor allem ein starker Rückgang des Produktivitätswachstums und die Deflation bei. Die Ursache dafür war eine über lange Zeit fehlende Marktbereinigung von überschuldeten Unternehmen und insolventen Banken, was eine Verkrustung der japanischen Wirtschaftsstrukturen zur Folge hatte. In diesem Umfeld verzeichnete das nominale Wirtschaftswachstum einen durchschnittlichen Wert von etwa 0 % seit 1999 und steht damit im fundamentalen Einklang mit der japanischen Nullzinspolitik. Sicherlich ist eine Gemeinsamkeit zwischen beiden Wirtschaftsräumen, dass Japan nach der Fi-

nanzmarktkrise mehr als zwölf Jahre brauchte, um die notwendige Bereinigung der notleidenden Kredite im Bankensystem zu vollziehen, während sich die Eurozone immerhin sieben Jahre Zeit gelassen hat. Erst mit der Prüfung der Aktiva-Qualität (Asset Quality Review) und dem Stresstest im vergangenen Jahr ging die europäische Wirtschaftspolitik die Probleme im europäischen Bankensektor ernsthaft an. Und die positiven Effekte lassen nicht auf sich warten: Schon seit einigen Monaten fallen die Kreditzinsen für Unternehmen in allen Mitgliedsländern der Europäischen Währungsunion, werden die Kreditvergabekriterien gelockert und steigt die Kreditnachfrage. So dürften die Kreditvergabe und die Geldmenge (Freitag) im April erneut merklich gestiegen sein. Vor diesem Hintergrund sollte sich der nominale Wachstumstrend in der Eurozone in den kommenden Quartalen von derzeit etwa 1,0 % auf 3,0 % beschleunigen – zumal die europäische Konjunktur noch durch den Rückgang der Energiepreise, den schwachen Euro und nachlassende Sparanstrengungen der Mitgliedsstaaten befeuert wird, wie auch der Geschäftsklimaindex der EU-Kommission (Donnerstag) auf einem Niveau von über 100 bestätigen wird. Damit steigt auch der für die Eurozone angemessene Leitzins in Richtung 3,0 %. Unser Prognosemodell errechnet für den EZB-Leitzins auf Basis der Kreditvergabe, der Kapazitätsauslastung sowie des realen BIP-Wachstums einen Leitzins von 1,0 % bis Ende 2016.

Auf keinen Fall wird die EZB im kommenden Jahr den Leitzins anheben – das wird wahrscheinlich erst 2017 geschehen. Offensichtlich ist in diesem Umfeld jedoch, dass das Wertpapierkaufprogramm der EZB völlig überdimensioniert ausgefallen ist und dringend einer Anpassung bedarf. Sehr wahrscheinlich wird die EZB erst zu Beginn des kommenden Jahres eine Reduktion des monatlichen Kaufvolumens beschließen und dann das Programm schon vor dem September 2016 beenden.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler-fonds.com

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.