

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die Inflationsrate in Deutschland war von 0,8 % im November (Euro-Zone: 0,6 %) auf 1,7 % (Euro-Zone: 1,1 %) im Dezember angestiegen. Dies war nicht ganz überraschend, haben doch viele Volkswirte schon seit Monaten immer wieder auf die Basiseffekte verwiesen, die der Ölpreis mit sich gebracht hat und die die Jahresrate in die Höhe haben schnellen lassen. In den kommenden Monaten könnte die jährliche Inflationsrate in Deutschland und der Euro-Zone weiter anziehen, und für 2017 ist insgesamt von deutlich über 1 % auszugehen. Mit diesem Inflationsausblick steht die EZB nun zunehmend in der Kritik, ihre expansive Geldpolitik zügig zu überdenken.

Doch diese Kritik ist nur teilweise nachvollziehbar. Die aktuelle Inflationsrate spiegelt den Preisanstieg der letzten 12 Monate und ist somit eher als Rückblick zu werten. Geldpolitik hingegen muss nach vorne schauen, um Inflationsentwicklungen zu antizipieren. Für die geldpolitische Ausrichtung spielen deshalb aktuelle Inflationsraten eine eher untergeordnete Rolle. Von Interesse sind hier vielmehr die Inflationserwartungen. Die Inflationsprognosen der EZB für 2017 haben sich schon seit langem über der Marke von 1 % bewegt, und die aktuelle Inflationsrate der Euro-Zone bestätigt diese Erwartung. Entscheidender für die Geldpolitik wird aber sicherlich das Jahr 2018. Aktuell lässt sich aus den jüngsten Inflationszahlen kein erhöhter Handlungsdruck für die EZB ableiten. Die grundsätzliche Frage ist eher, ob die expansive Geldpolitik aufgrund der sich stabilisierenden Konjunktur in der Euro-Zone weiterhin fortgeführt werden sollte. Die Renditen des Bundes haben schon reagiert. Doch der marginale Anstieg deutet darauf hin, dass die Finanzmärkte an einem nachhaltigen Inflationsanstieg weiterhin zweifeln. Allerdings ist es aufgrund der Interventionen der EZB in Form von Anleiheaufkäufe schwierig, eine saubere Marktmeinung aus den gehandelten Renditen ableiten zu können.

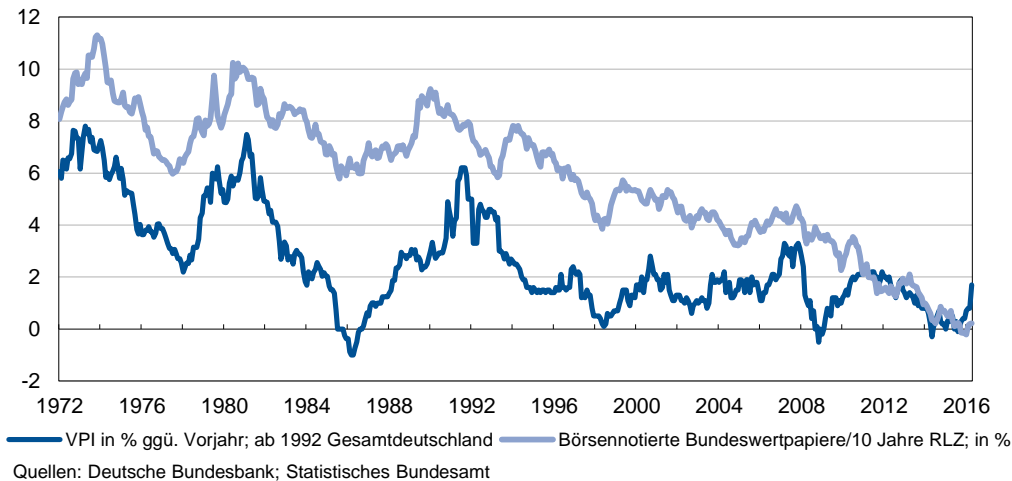
Die Geldpolitik wird vor allem im Kontext der negativen Implikationen für Sparer als kritisch gesehen. Doch dies ist aus makroökonomischer Sicht nur bedingt zulässig. Europa bzw. der industrialisierten Welt fehlt es an effektiver Nachfrage. Das Problem für die Notenbank liegt darin, dass Sparer nicht genug in der Realwirtschaft ausgeben - in Form von Konsum oder Investitionen -, während der verschuldete Teil nur begrenzt zusätzliche Nachfrageimpulse liefern kann. Die Kritik, dass Sparer eine negative Rendite erhalten, ist aus geldpolitischer Sicht gewollt, da die Notenbank im keynesianischen Sinn klare Anreize für die Stimulierung der Wirtschaft schaffen will. Der aus der Geldpolitik resultierende Erfolg ist jedoch bisher überschaubar; denn weder scheint sich Europa zu entschulden, noch scheint sich die Sparquote zu reduzieren. Ob weiter sinkende reale Renditen als Folge des Inflationsanstiegs dies ändern werden, bleibt zweifelhaft, auch weil ein realer Kapitalverlust zu höherem Sparen animieren könnte.

Die EZB rechtfertigt ihre Geldpolitik, indem sie auf ein anhaltendes Deflationsrisiko verweist. Dies wird durch einen temporären Inflationsanstieg als Folge von Basiseffekten nicht entscheidend reduziert. Allerdings war die niedrige Inflation in 2016 in der Euro-Zone (0,2 %) größtenteils ebenfalls durch temporäre Effekte (sinkender Ölpreis) verursacht worden. Ob es in der Euro-Zone grundsätzlich ein strukturelles Deflationsrisiko gibt, ist aus dem Inflationsverlauf der letzten Jahre nicht ersichtlich. Konjunkturelle Risiken für die Euro-Zone sowie die Gefahr möglicher Staatsbankrotte muten da schon realer an. Es scheint auch ein gewisser Widerspruch zu bestehen; denn viele Euro-Länder sollen gemäß der EZB Reformen umsetzen, um ihre Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Da dies durch eine Abwertung nicht erreicht werden kann, bleibt nur ein absoluter Rückgang in den Lohnkosten und damit in den Preisen, was wiederum ein steigendes Deflationsrisiko mit sich bringt.

Wird die Notenbank als wichtiges Instrument der Wirtschaftsstimulierung gesehen, so steht die EZB nur bedingt in der Kritik. Schließlich verfolgt sie denselben Kurs wie die Notenbanken der USA, Schweiz, Großbritannien und Japan. In all diesen Ländern ist der Zinssatz der Notenbanken preisbereinigt negativ. Selbst der Leitzins der Fed ist trotz Zinswende real noch immer negativ und sollte dies auch auf Sicht bleiben. In der Euro-Zone kommt noch hinzu, dass die EZB durch ihre Zinspolitik die Schuldentragfähigkeit vieler Staaten sicherstellt. Fakt ist, dass die Zinspolitik der EZB für viele Staaten eine stabile Schuldenquote sicherstellt, was aufgrund des schwachen Wachstum sonst nicht der Fall wäre. So ist auch die Kritik, dass die EZB mit ihrer Politik keinen positiven Einfluss auf die europäische Wirtschaft hat, nicht nachvollziehbar. Zwar mögen die Zinsen die Kreditnachfrage nur begrenzt beeinflussen, und der Euro-Devisenkurs ist seit der Abwertung in Folge der Ankündigung eines Aufkaufprogramms eher stabil; doch die EZB trägt entscheidend zur Schuldentragfähigkeit der Länder bei und reduziert somit Konjunkturrisiken bzw. stellt den Erhalt des aktuellen Euro-Systems sicher.

Die Kosten dieser Politik tragen die Sparer in Form niedriger Renditen. In einem Umfeld schwachen Wachstums kann die Schuldenfähigkeit des Staates nur durch Umverteilung erreicht werden. Früher ist das oft durch eine eskalierende Inflation erfolgt, wenn sich der Staat bei der Notenbank bedient hat. Heute sind es niedrige Renditen und somit ein sich eher länger hinziehender Prozess der Umverteilung bzw. der Staatsentlastung. Eigentlich sollten Reformen und ein Anstieg des potenziellen Wachstums die Grundlage für positive Renditen legen. Zu argumentieren, dass steigende Zinsen Anreize für Reformen schaffen und die EZB diese aktuell somit eher verschleppt, ist aufgrund der Reaktion vieler Euroländer in Folge der Eurokrise doch eher realitätsfremd. Die Euro-Länder haben steigende Renditen bisher selten als Startsignal für Reformen betrachtet sondern als Notruf an die EZB bzw. EU verstanden.

Abb. 1: Verbraucherpreisinflation in Deutschland und 10-jährige deutsche Staatsrenditen



Mit einer Inflationsrate von über 1 % in 2017 wird die geldpolitische Ausrichtung der EZB aufgrund des sinkenden negativen realen Zinsniveaus expansiver. Doch wie nachhaltig dieser Inflationsanstieg sein wird, hängt von fundamentalen Entwicklungen bei Kapazitätsauslastung, Wachstum und Arbeitsmarkt ab. Aktuell bleibt es eher fraglich, ob die Inflationsrate auf Sicht nachhaltig und bedeutend ansteigen wird. Wäre dies der Fall, so wäre die EZB gefordert, sich von ihrer äußerst expansiven Geldpolitik zu verabschieden. Es wird jedoch mehr als eine höhere Inflationsrate in diesem Jahr nötig sein, um die EZB zu einer Kursänderung zu bewegen, auch weil die Inflationsrate selbst in diesem Jahr deutlich unter der 2 %-Marke bleiben sollte. So dürfte das Umfeld für Sparer kurzfristig eher schwieriger werden, bevor es wieder besser werden kann. Denn nur bei einer nachhaltig stabilen und höheren Inflationsrate wird sich die EZB zu einer Kursänderung bewegen lassen.

Bleibt das Wachstum schwach, ist die Sparquote zu hoch und die Renditen müssen weiter niedrig gehalten werden. Dies wäre zumindest gemäß Keynes neben der Fiskalpolitik die richtige Medizin. Und die EZB verschreibt diese Medizin am kurzen, wie am langen Ende der Zinskurve. Die österreichische Schule hingegen sieht darin eher den Grund allen Übels als die Hoffnung auf Genesung, da die EZB einen notwendigen Anpassungsprozess verhindert. Allerdings würde es ohne billiges Geld nicht zu einer geordneten Anpassung bzw. einem Reinigungsprozess kommen, sondern eher zu drastischen Schuldenschnitten in vielen Euro-Staaten. Dies würde zu ebenfalls - und sicherlich - drastischeren Vermögensumverteilungen führen als im Falle negativer Renditen, zudem wäre von einem Ende des Euro in seiner jetzigen Ausgestaltung auszugehen.

Ein Dauerzustand sind negative Renditen dennoch nicht. Inflationserwartungen werden in Folge anhaltend hoher Inflation ebenfalls ansteigen und die Zinskurve am langen Ende nach oben bewegen. Eine steilere Zinskurve bzw. Inflationserwartungen können der EZB aber nicht egal sein, da dadurch die Glaubwürdigkeit ihrer aktuellen Geldpolitik womöglich nachhaltig Schaden nehmen könnte. Ein sich festigender Anstieg am langen Ende der Zinskurve muss daher früher oder später durch steigende Leitzinsen der Notenbank eingefangen werden. Bleibt die Inflationsrate relativ stabil, wenn auch deutlich über 0%, so ist dies allerdings keine kurzfristige Sorge für die EZB. Für Sparer scheint eine deutlich ansteigende Inflationsrate weniger kritisch zu sein, auch wenn dies kurzfristig eine Ausweitung der negativen Renditen bedeutet, da die Notenbank zu einer Umkehr ihre Geldpolitik genötigt wird. Worst-case wäre sicherlich eine anhaltend stabile, aber niedrige Inflationsrate, die die 0 %-Zinspolitik der EZB bestätigen und für anhaltend negative Renditen über die gesamte Zinskurve sorgen würde.

Fazit:

Der aktuelle Anstieg der Inflationsrate ist für viele Sparer ein Grund zur Sorge. Denn die EZB wird sich noch auf Sicht zu keiner Umkehr ihrer Zinspolitik bewegen lassen, und eine steigende Inflation sorgt bei anhaltend niedrigen Zinsen für eine Ausweitung der negativen Renditen. Erst bei einer nachhaltigen Erhöhung der Inflationsrate ist mit einer geldpolitischen Wende zu rechnen. Bis dahin benötigt die ausgereizte Schulden Tragfähigkeit vieler Euro-Staaten nachhaltig niedrige Zinsen, vor allem bei schwachem Wachstum. Denn Schuldenstabilität ohne Wirtschaftswachstum kann nur durch Vermögensumverteilung erreicht werden.

Auch wenn die realen Renditen kurzfristig noch weiter ins Negative sinken werden: Letztlich könnte sich ein deutlicher Anstieg der Inflationsrate sogar als vorteilhaft für Sparer herausstellen, da dies auf Sicht die Chancen einer geldpolitischen Wende erhöht.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Böttkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

12. Januar 2017
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz