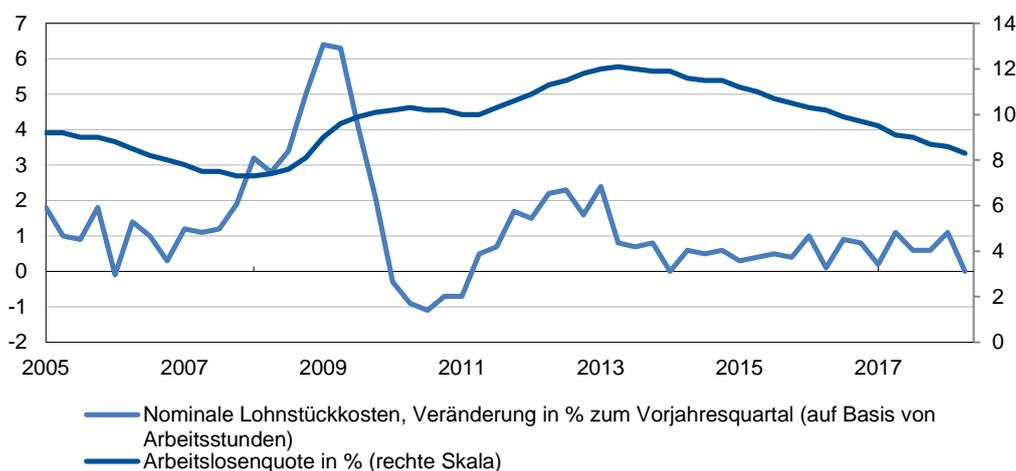


## Viele volkswirtschaftliche Konzepte sind wie Ufos

Jedes Jahr treffen sich die Notenbankchefs in Jackson Hole, Kansas zu einem Wirtschaftssymposium. Diese Jahr vom 23. bis 25. August 2018 war die anhaltende Unsicherheit über die Treiber der Inflationsdynamik das Thema der Konferenz (siehe: <https://www.kansascityfed.org/publications/research/escp>), denn trotz niedriger Arbeitslosenquoten und jahrelang ununterbrochenem Wirtschaftswachstum gibt es immer noch keine Indizien für einen anziehenden Inflationsdruck. Der Grund wird in der Unsicherheit von volkswirtschaftlichen Ansätzen gesehen, die sich etwa im neutralen Zinssatz oder in der Phillips-Kurve manifestieren. Doch dies ist nichts Neues. Denn auch wenn Volkswirte diese Ansätze in der Praxis anwenden, bleiben sie Theorien. **Es handelt sich um volkswirtschaftliche Konzepte, deren Gültigkeit immer zeitlich limitiert ist und deren Werte in aller Regel nur annähernd bestimmt werden können.** Auch wenn diese Konzepte und Modelle theoretisch sinnvoll sein mögen, in der Praxis sind sie nur schwer greifbar. Milton Friedman hat in diesem Zusammenhang die Phillips-Kurve, also die Beziehung zwischen Arbeitslosenquote und Lohndruck bzw. Inflation als UFO bezeichnet, dessen Koordinaten man nicht greifen kann. Denn es gibt weder einen stabilen Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflation, noch einen universell gültigen neutralen Zinssatz, an dem sich die Notenbanken orientieren sollten.

Solche Unsicherheiten machen Prognosen zur Inflation oder zur Geldpolitik zu einem schwierigen Unterfangen. So lag die Inflationsrate in den letzten Jahren oftmals deutlich niedriger, als aufgrund von Konjunkturerwartungen zu erwarten war (s. auch [IKB-Kapitalmarkt-News 19. Juli 2018](#)). **Die Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks waren gut beraten, in Anbetracht dieser Unsicherheit eher zu reagieren als zu agieren.** Und dennoch bleibt die Sorge, dass irgendwann eine niedrige oder sinkende Arbeitslosenquote zu eskalierenden Lohnkosten und damit zu Inflation führen muss. Könnten die Fed und insbesondere die EZB, die in ihrer geldpolitischen Wende noch ganz am Anfang steht, von steigendem Inflationsdruck überrascht werden? Die Zinsmärkte scheinen weiterhin entspannt zu sein. Ist dies begründet bzw. gibt es konkrete Indikatoren, die diese Gelassenheit stützen?

Abb. 1: Lohnstückkosten und Arbeitslosenquote der Euro-Zone



Quelle: Eurostat

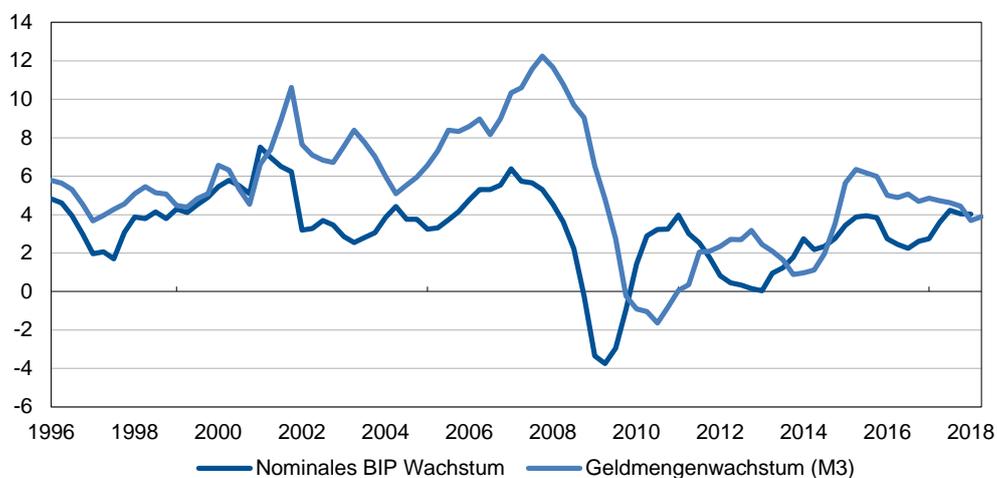
## Geldmengenwachstum und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes deuten auf kein Inflationsrisiko hin

Eine Berechtigung für die Gelassenheit liegt darin, dass sich die Inflation schon länger als stabil erwiesen hat, vor allem in entwickelten Ländern und wenn die Inflationserwartungen relativ konstant sind. Inflationsdynamik ist also keine volatile Größe, sondern baut sich langsam auf. Allerdings können Inflationsraten zum Beispiel in Folge eines Ölpreisanstiegs – kurzfristig – überraschend stark ansteigen. Sicherlich mag es ein kritisches Inflationsniveau geben, ab dem sich eine deutliche und eskalierende Inflation bis hin zu einer Hyperinflation schnell entwickeln kann. Hierfür sind allerdings

nicht nur starke Inflationserwartungen nötig, was in Ländern mit historisch hohen Inflationsraten der Fall sein kann, auch ist eine schnelle Ausweitung der Geldmenge erforderlich.

Das Geldmengenwachstum und die Kreditvergabe in der Euro-Zone verlaufen aktuell allerdings alles andere als expansiv. Die Geldmenge M3 wächst kaum schneller als das nominale BIP-Wachstum, was sich in der weiterhin eher moderaten Kreditvergabe zeigt. Ob Geldmengenwachstum der Grund oder die Folge von Inflation ist, ist nicht entscheidend: Ohne ein Wachstum der Geldmenge kann Inflation nicht stattfinden. Der Ansatz, der Inflation durch die Geldmenge erklärt, war jedoch in den letzten Jahre wenig erfolgreich, denn das Geldmengenwachstum lag vor der Finanzkrise deutlich über dem nominalen BIP-Wachstum, ohne für Inflation in der Realwirtschaft zu sorgen. Volkswirte verweisen hier auf eine nicht stabile bzw. sinkende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Geld wird zunehmend gehalten, fließt aber nicht in den realwirtschaftlichen Kreislauf, was klassische, inflationäre Preisanstiege verhindert. Anders ausgedrückt: Die Nachfrage nach Geld schien in den letzten Jahren weniger aus der Realwirtschaft zu kommen, um damit höhere Preise zu finanzieren, sondern der Bedarf kam aus der Finanzwirtschaft.

Abb. 2: M3 und nominales BIP-Wachstum der Euro-Zone in % zum Vorjahresquartal

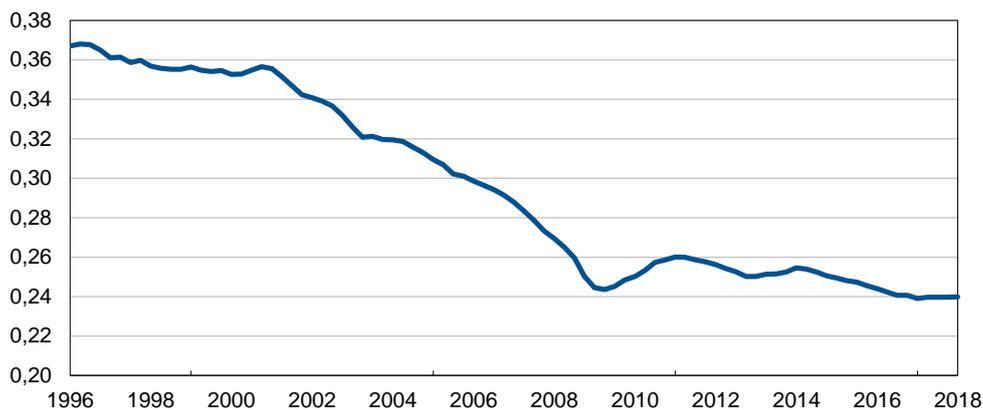


Quellen: EZB; Eurostat

Weder eine bedeutende Geldmengenausweitung noch eine anziehende Umlaufgeschwindigkeit sind kurzfristig plausibel. Für beide sind zunehmende Inflationserwartungen und eine deutlich anziehende reale Nachfrage oder Wirtschaftswachstum notwendig. **Doch hohe Schuldenquoten auf der einen Seite und hohe Vermögensbestände auf der anderen Seite verhindern einen bedeutenden Anstieg der Kreditnachfrage.** Alternativ muss das Vermögen seinen Weg von den Sparbüchern in den realwirtschaftlichen Kreislauf finden und somit die Umlaufgeschwindigkeit anheben. Doch auch hierfür ist ein hohes Investitions- bzw. Konsumentenvertrauen notwendig. Die anhaltende Unsicherheit über die Konjunktur lässt solch eine Entwicklung selbst mittelfristig wenig plausibel erscheinen. Auch sind viele südeuropäische Banken immer noch durch faule Krediten belastet, was die Sorge einer regionalen Kreditklemme nicht völlig abwegig erscheinen lässt. In diesem Fall mag die Umlaufgeschwindigkeit sogar steigen. Doch sie erhöht sich in Folge einer nicht ausreichenden Geldmengenausweitung und nicht in Folge eines stärkeren Vertrauens in die Wirtschaft. Ein stark steigender Inflationsdruck ist deshalb mittelfristig unwahrscheinlich.

Vor der Finanzkrise war das Geldmengenwachstum deutlich höher als das nominale BIP-Wachstum, was eine Senkung der Umlaufgeschwindigkeit zur Folge hatte; Geldbestände wurden aufgebaut. Seit der Finanzkrise ist die Geschwindigkeit eher stabil, auch weil das Geldmengenwachstum deutlich nachgelassen hat. Wie korrelieren Geldmengenwachstum und Umlaufgeschwindigkeit? Empirische Analysen zeigen, dass eine negative Beziehung auch nach der Finanzkrise statistisch signifikant ist und sich womöglich sogar verstärkt hat (Korrelation hat sich von -0,62 auf -0,77 seit 2010 erhöht). **Eine deutliche Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit würde demnach nur in Folge einer dämpfenden bzw. schwachen Geldmengenausweitung zu erwarten sein.** Anders ausgedrückt: Die Inflationsgefahr einer eskalierenden Geldmengenausweitung sollte nicht überbewertet werden, da sie die Umlaufgeschwindigkeit senken würde.

Abb. 3: Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (= nominales BIP / M3) in der Euro-Zone



Quellen: EZB; Eurostat; IKB-Berechnung

Die Nachfrage nach Krediten bzw. eine erhöhte Bereitschaft Geldbestände für die Wirtschaft zu nutzen, scheint nur begrenzt zu bestehen, auch wenn die Notenbank alles daran setzt, die Geldmenge für die Realwirtschaft auszuweiten. So ist die niedrige Inflation trotz niedriger Arbeitslosenquote vielleicht doch nicht so ein großes Rätsel. Auf der einen Seite ist es der intensive globale Wettbewerb, der einer anziehenden Inflation durch Importkonkurrenz und Preisdruck auf Güter- und Arbeitsmärkte entgegensteht. Auf der anderen Seite ist es die bereits hohe Verschuldung und bei Vermögenden das fehlende Vertrauen, in die Realwirtschaft zu investieren, was das Geldmengenwachstum für die Realwirtschaft dämpft. Diese Entwicklung wird durch fiskalische Konsolidierung noch zusätzlich gefördert.

### Überschüssige Liquidität bei der EZB verursacht keine Inflationsgefahr

Die EZB hat durch ihr Aufkaufprogramm hohe überschüssige Reserven in der Euro-Zone geschaffen. Diese bergen das Potenzial einer beschleunigenden Geldmengenausweitung und werden deshalb oft als Inflationsgefahr gesehen. Doch eigentlich sind diese Bestände von relativ geringer Bedeutung. Zwar haben Banken bei Liquiditätsüberschuss die Möglichkeit, über den Geldmengenmultiplikator die Geldmenge deutlich auszuweiten; doch **es ist die Nachfrage, die die Kreditvergabe und damit die Geldmenge bestimmt. Ob eine Bank überschüssige Reserven hat oder nicht, ist nicht entscheidend.** Denn die Notenbank setzt den Zinssatz (Preis des Geldes) und nicht die Geldmenge fest. So liefert sie die Liquidität, die bei einem gewissen Zinssatz benötigt wird oder die nötig ist, um den Leitzins innerhalb einer gewünschten Bandbreite zu halten. Ist keine Nachfrage vorhanden, werden die überschüssigen Reserven zu keiner stärkeren Geldmengenausweitung in der Realwirtschaft führen.

**Fazit:** Nicht stabile volkswirtschaftliche Zusammenhänge wie die zwischen Arbeitslosenquote und Lohnkosten erschweren Inflationsprognosen. Zuletzt nahmen Befürchtungen zu, in Folge einer niedrigen Arbeitslosenquote könne sich überraschend starker Inflationsdruck aufbauen. Angesichts der Geldmengenentwicklung bleibt dies jedoch unwahrscheinlich. Denn es ist kein nachhaltiger Inflationsanstieg zu erwarten, solange das Geldmengenwachstum nicht anzieht und die Neigung nicht zunimmt, gesparte Geldbestände in der Realwirtschaft auszugeben. Hierfür fehlt aber aufgrund hoher Schuldenquoten und globaler Risiken die Bereitschaft. Auch würde eine deutlich stärkere Geldmengenausweitung eher mit einer geringeren Umlaufgeschwindigkeit des Geldes einhergehen als mit einer höheren, was das Inflationsrisiko wieder senken würde. Ein kurzfristiger und womöglich starker Inflationsanstieg in der Euro-Zone ist somit unwahrscheinlich.

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 Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen 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 eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen 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.

**Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) 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-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

10. September 2018  
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