

Vom Stochern im Nebel

Müssen wir uns auf tiefes Wirtschaftswachstum und kaum Inflation einstellen oder kommt es ganz anders?

Bernhard Raos berichtet.

Im September hat die Inflation im Euro-Raum erwartungsgemäß auf 0,8 Prozent zugelegt. Verantwortlich dafür ist die Entwicklung der Energiepreise. Diese sind zwar im Jahresvergleich rückläufig, aber nicht mehr so stark wie in den Monaten zuvor. Gleichzeitig bleibt der Preisdruck verhalten, wie die Kerninflation zeigt. Lässt man Energie und Lebensmittel außen vor, liegt dieser Wert für die ersten neun Monate 2016 unverändert bei 0,8 Prozent – und damit deutlich unter dem Preisziel der Europäischen Zentralbank EZB von zwei Prozent.

Die EZB scheint auch nicht so recht an ihre Maßnahmen zu glauben. Für 2017 senkt sie ihre Inflationsprojektion leicht von 1,3 auf 1,2 Prozent und erwartet für 2018 mit 1,6 Prozent nur wenig mehr Preisauftrieb. Auch die Wachstumsprognosen bleiben mit 1,6 Prozent für 2017 und 2018 bescheiden. Die Schweizerische Nationalbank SNB hat ihre Inflationsprognose erneut gesenkt und die Märkte darauf eingestimmt, dass sie noch länger mit Negativzinsen rechnen müssen. Allerdings: Wie die Vergangenheit zeigt, sind Zentralbanken in Sachen Inflationssteuerung nicht sonderlich erfolgreich.

Low for longer

Noch vor wenigen Monaten sah man in den wieder steigenden Ölpreisen eine rasche Beschleunigung der Inflation – wegen des Basiseffektes: Inflationsraten werden stets im Vergleich zum entsprechenden Zeitraum des Vorjahres gerechnet und da lag der Ölpreis bekanntlich historisch tief.

Führt die Erholung am Ölmarkt zwingend zu mehr Inflation? Als von Mitte 2014 bis

KEY FACTS

- **Der Preisdruck im Euroraum bleibt verhalten, wie die Kerninflation zeigt.**
- **Wächst die Weltwirtschaft wieder, ziehen früher oder später die Verbraucherpreise an.**
- **Investoren sollten die Durationen verringern, den Bargeldanteil erhöhen und sich gegen Marktvolatilität absichern.**

Anfang 2016 die Rohölpreise abstürzten, sanken auch die sogenannten 5-year/5-year Forward-Inflationserwartungen (5y5y) deutlich. Sie fielen unter zwei Prozent auf einen Tiefststand seit Einführung der Inflationsswaps im Jahre 2004. Die Reaktion der EZB ist bekannt. Sie flutete die Märkte mit ihrem Wertpapierkaufprogramm.

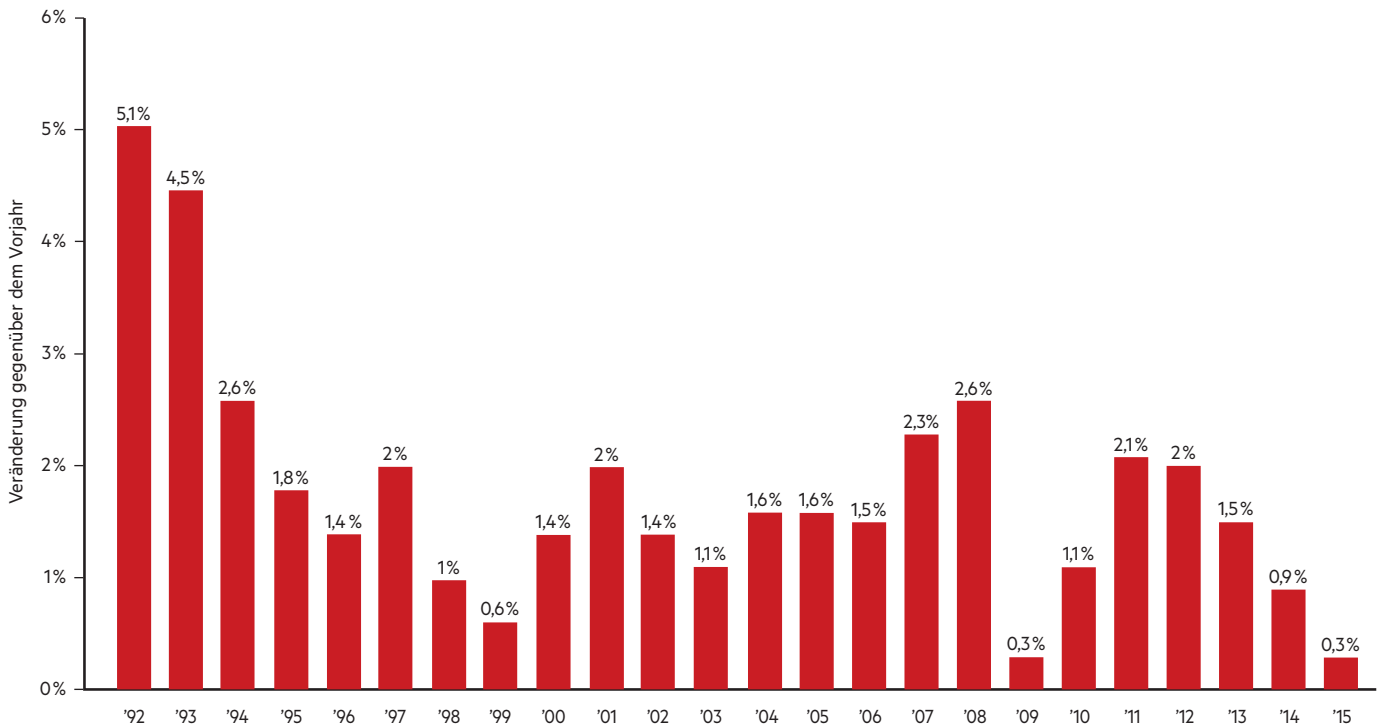
Noch mit wenig Erfolg, was das Inflationsziel betrifft. Sebastian Wanke von KfW Research sieht die Gründe dafür in der veränderten Lage am Ölmarkt: „Dort gab es in den letzten Jahren einen positiven, dauerhaften Angebotsschock. Insbesondere der zunehmende Einsatz der Fracking-Technologie in den USA hat für neue Verhältnisse gesorgt und die Preisfantasien für den Rohstoff Öl auf Jahre hinweg gedämpft.“ Wird die Preischwelle von rund 45 US-Dollar pro Barrel überschritten, können Fracking-Bohrlöcher profitabel betrieben werden, was den Rohölpreis deckelt. Steigende Ölpreise werden daher am Markt als temporär wahrgenommen; das dämpft Inflationserwartungen.

Daher könne die EZB nicht davon ausgehen, dass sich die 5y5y-Inflationserwartungen allein wegen steigender Ölpreise früheren Werten von rund zwei Prozent nähern, argumentiert Wanke. Und: „Solche Niveaus erscheinen erst wieder realistisch, wenn deutliche Konsumentenpreissteigerungen in der Breite erwartet werden.“ Zumindest in Europa schaut es nicht danach aus.

Tieferes Wirtschaftswachstum

An den Finanzmärkten glauben denn auch viele Akteure, dass wir in einer neuen Welt leben, wo das Wirtschaftswachstum dauer-

**Abb.: Inflationsrate in Deutschland von 1992 bis 2015
(Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber Vorjahr)**



Quelle: Statistisches Bundesamt © Statista 2016

haft niedrig bleibt und Inflation fast fehlt. Auch die US-Notenbank prognostiziert ein niedrigeres Gleichgewichtsniveau als in vorausgegangen Zyklen. Die Theorie dazu – die sogenannte säkulare Stagnation – wurde ursprünglich 1938 von Alvin Hansen formuliert. Demnach leidet die Weltwirtschaft unter einem strukturellen Mangel an gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und krankt an chronisch überhöhten Sparzielen in Relation zu den Investitionen.

Einer der heutigen Protagonisten der säkularen Stagnation ist der ehemalige US-Finanzminister Larry Summers. Seine Begründung: Das rückläufige Bevölkerungswachstum in den Industrieländern bremst Nachfrage und Wachstum. Auch die Produktivität steigt weniger rasch, was ebenfalls das Wachstum und die Anlageerträge dämpft. Zudem braucht es weniger Investitionen und Kredite, um den Kapitalstock zu steigern; allgemein sinkt die Kapitalintensität der Wirtschaft durch den Aufstieg digitaler Dienstleistungsbranchen. Gleichzeitig verstärkt sich die durchschnittliche Sparneigung.

„Die Preisfantasien für den Rohstoff Öl sind auf Jahre hinweg gedämpft.“

SEBASTIAN WANKE,
KFW RESEARCH

In Kombination sorgen diese Faktoren für eine tiefe gesamtwirtschaftliche Nachfrage, niedrigere Anlageerträge und Investitionen, schwache Inflation und niedrige Zinsen. Liegt eine säkulare Stagnation vor, so Summers, ist auch die Geldpolitik mit ihrem Latein am Ende. Sie schafft kein Wachstum, höchstens Finanzblasen, und die schwache Nachfrage verhindert Inflation.

Geldpolitik schafft Inflationsdruck

Doch nicht alle Ökonomen teilen die Meinung von Summers, dass Inflation und Zinsen längere Zeit so niedrig bleiben. „Wird genug Geld gedruckt, gibt es immer Inflation“, erklärt Peter Praet, Direktoriumsmitglied der Europäischen Zentralbank. Zuerst werden die Vermögenspreise reagieren. Wächst die Weltwirtschaft wieder, ziehen früher oder später die Verbraucherpreise an.

In dieselbe Kerbe schlägt Klaus Weltershoff, Finanzberater und ehemaliger Chefökonom der Schweizer Großbank UBS, im Interview mit dem Magazin Pro Aurum: „Die Geldpolitik hat die Geldmengen – je nachdem, wo man lebt – verdoppelt, vervier-

„Wird genug Geld gedruckt, gibt es immer Inflation.“

PETER PRAET,
EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

facht bis versechsfacht. Der Zusammenhang zwischen Geld- und Preisniveau ist empirisch erwiesen und hat sich auch in den vergangenen 30 Jahren stets bewährt. Mittelfristig bedeutet dies Inflation und kurzfristig führt dies zu erheblichen Blasen an den Finanzmärkten“.

Inflation höher als prognostiziert

Vertieft mit dem Thema hat sich das Team um Michael Hasenstab, CIO bei Templeton Global Macro, auseinandergesetzt. Dass die Inflation tot sei, hält er für einen Trugschluss: „Unsere Inflationsprognosen sind zwar nicht übermässig aggressiv, doch deutlich höher angesiedelt als die der Fed – und mehr noch als die von den Finanzmärkten eingepreisten“.

Den eher sanften Inflationsdruck begründet er mit dem potenziell geringeren Wachstum in den Industrieländern, das deutlich tiefer liege als während der kreditgetriebenen Expansion vor der globalen Finanzkrise. Gleichzeitig entfalle aber auf die Emerging Markets ein höherer Anteil an der Weltwirtschaft und dort sei das Wachstumspotenzial höher.

In seiner Analyse geht das Research-Team von Templeton von steigenden Inflationsraten in den kommenden Jahren aus und fokussiert dabei auf die USA, „nach wie vor stärkste Triebkraft der Weltwirtschaft“ und Taktgeber globaler Trends.

Die Begründung: In den USA werde weiter rege konsumiert und der Lohndruck ziehe an. Schon eine Normalisierung der Geldumlaufgeschwindigkeit würde die Inflation spürbar in die Höhe treiben. Zudem gehe es auch um Stimmungen an den Märkten: „Gerät die Geldpolitik zu dem Zeitpunkt ins Hintertreffen, zu dem der inflationsmindernde Effekt der Rohstoffpreise nachlässt, könnte die Glaubwürdigkeit Schaden nehmen, was die Inflationserwartungen anheizen dürfte.“ Und in vielen Emerging-Markets-Ländern sei die Inflation bereits hoch.

Hasenstab bemüht die jüngere Geschichte: „Die große Inflation in den 1970er Jahren wurde in erster Linie dadurch ausgelöst, dass die US-Notenbank ihre Glaubwürdigkeit verlor, was den tiefen Inflationserwartungen den Boden entzog.“ Der durch die Geldschwemme erzeugte monetäre Überhang bedingt zusätzliche Risiken. Sollten sich Geldumlaufgeschwindigkeit und Geldmengenmultiplikator normalisieren, so die Templeton-Experten, würde das zusätz-

lichen Inflationsdruck erzeugen und der Fed ihre Arbeit erschweren.

In Erwartung steigender Zinsen

Einen Vorgeschmack liefern die Entwicklungen der letzten Wochen. Weltweit bereiten sich Investoren auf steigende Leitzinsen in den USA vor. Die Renditedifferenz zwischen US-Treasuries und deutschen Bundesanleihen wird immer größer. Dies zeigt sich besonders bei Anleihen mit kurzen Laufzeiten. In der ersten Oktoberwoche ist der Spread von Papieren mit zwei Jahren Laufzeit auf den höchsten Stand seit zehn Jahren gestiegen.

Die „Neue Zürcher Zeitung“ (NZZ) ortet eine „selbstverschuldete Malaise durch die expansive Geldpolitik“. Acht Jahre nach dem Kollaps der US-Investmentbank Lehman Brothers und der folgenden globalen Rezession drehe die Politik der wichtigsten Notenbanken noch immer im Krisenmodus. Es drohten erneut Bankenzusammenbrüche oder umfassende Rettungsmaßnahmen. Tatsächlich herrscht in vielen Industrieländern – vor allem in Europa – noch keine konjunkturelle Normalität. Und an den globalen Finanzmärkten macht man sich auf einen Schub bei den längerfristigen Kapitalmarktzinsen gefasst.

Kreative Zerstörung

Die NZZ beruft sich unter anderem auf Hans Werner Sinn, den früheren Chef des Ifo-Instituts. Seine Hypothese fußt auf der Theorie des Konjunkturzyklus und der kreativen Zerstörung von Schumpeter. Umfangreiche geldpolitische Maßnahmen der Notenbanken seit Ausbruch der Finanzkrise hätten jene kreative Zerstörung verhindert, welche die Basis für eine neue Wachstumsphase bildeten. Vor allem in Japan und Europa überlebten Zombie-Unternehmen und Zombie-Banken, die mögliche Wettbewerber daran hinderten, den nächsten Aufschwung voranzutreiben.

Die resultierende wirtschaftliche Verknöcherung sehe zwar aus wie eine säkulare Stagnation, sei aber selbstverschuldet, so Sinn. Nur mit einer gehörigen Dosis an kreativer Zerstörung, in Europa begleitet von Schuldenerlass, Austritten aus der Eurozone und anschließenden Abwertungen, könne die Europäische Zentralbank der Falle entkommen, die sie zu immer radikaleren geldpolitischen Maßnahmen zwingt. Zwar werde der Schock zu Vermögensverlusten führen, aber je früher er stattfinde, desto weniger hart

ZINSPROGNOSEN TAUGEN WENIG

Eine Langzeitstudie der Universität Göttingen und der beiden Hochschulen Wolfsburg und Gießen-Friedberg hat 18.000 Zinsprognosen von 24 Banken und vier Forschungsinstituten im Zeitraum zwischen 1989 und 2006 ausgewertet. Dabei beschränken sich die Forscher auf zehnjährige Bundesanleihen und Dreimonatsgelder und betrachten die Vorhersagen für die Zeit in vier und in 13 Monaten. Dies, weil die üblichen Vierteljahres- und Jahresprognosen schon einen Monat früher erstellt werden.

Das ernüchternde Resultat: Vor allem bei der Prognose über die Zinsentwicklung der zehnjährigen Bundesanleihen liegen die Profis notorisch daneben. Alle Banken und Institute schnitten schlechter ab, als wenn sie die aktuelle Entwicklung einfach fortgeschrieben hätten. Die einfache Fortschreibung wird in der Wirtschaftswissenschaft als sogenannte naive Prognose bezeichnet.

Dabei waren die Vorhersagen für zehnjährige Bundesanleihen sowohl

über vier wie auch über 13 Monate schlechter als die naive Prognose. Die Studienautoren gehen mit den Prognostikern nicht zu hart ins Gericht: Ein entscheidender Grund für die mangelnde Treffsicherheit liege in der Natur der Märkte, wo sich die Einflussgrößen rasch ändern. Offenbar ist es schwierig, den Markt wirklich zu verstehen.

Zudem gibt es auch so etwas wie die selbsterfüllende Prophezeiung, beeinflussen doch auch Prognosen die Entwicklung – allerdings nur in geringem Maß. Entscheidender sei „eine gewisse Trägheit“ der Zinsanalysten, ihre Prognosen anzupassen, wenn die Zinsen fallen und die Kurse steigen, folgern die Verfasser der Studie. Ihr Schluss daraus: „Damit die Prognosen besser werden, müssen die Analysten diese Trägheit abstellen.“

Besser liegen die Prognostiker bei Dreimonatsgeldern. Laut Auswertung gelang es da zehn der 29 Banken und

Institute, wenigstens die naive Prognose zu toppen. Bis auf vier gelang es allen, steigende oder fallende Zinsen richtig vorherzusagen. Vor allem kurzfristig lagen die meisten Vorhersagen richtig: Bei der Prognose zu den Dreimonatsgeldern über vier Monate war nur ein Institut schlechter als die naive Prognose und zwei sagten eine falsche Zinstendenz voraus.

Was die Studie als Beleg für systematische Prognoseerfolge über die kurze Frist wertet, kann man auch kritischer sehen. Bei den Dreimonatsgeldern folgt die Zinsentwicklung in den meisten Fällen den Prognosen der Europäischen Zentralbank EZB. Dazu braucht es also wenig Analyse. Die Ergebnisse der Studie der Autoren Markus Spiwoks, Nils Bedke und Oliver Hein wurden im Journal of Money, Investment and Banking unter dem Titel „Topically Orientated Trend Adjustment and Autocorrelation of the Forecasting Behavior of Bond Market Analysts in Germany“ publiziert. BRA

werde er sein und desto eher könne sich die Wirtschaft erholen.

Tatsächlich glauben immer weniger Experten, dass die geldpolitischen Maßnahmen zu einem schnelleren Realwachstum führen. In diesem Fall würde die Inflation auf herkömmliche Art und Weise steigen und wäre eher beherrschbar.

Es mangelt zurzeit nicht an warnenden Stimmen wie jener von Hans-Werner Sinn. So beklagt sich Stephen Roach, Ex-Präsident von Morgan Stanley, dass die Strategien der Notenbanken „sträflich schlecht“ abgestimmt seien auf die ihnen anvertrauten Volkswirtschaften. Die Geldschwemme hätte sowohl in den USA wie auch in Japan und Europa nur zu kraftlosem Wachstum geführt. Zwischen den boomenden Kapitalmärkten und realen Wirtschaftsaktivitäten fehle die Verbindung: „Die Situation gleicht der Liquiditätsfalle der 1930er Jahre und dem ‚pushing on a string‘ der Zentralbanken von damals.“

Für institutionelle Investoren ist die Situation entsprechend anspruchsvoll. Die verzerrten wirtschaftlichen Anreize bergen das

„Die Inflation ist nicht tot. Das ist ein Trugschluss.“

MICHAEL HASENSTAB,
TEMPLETON GLOBAL MACRO

Risiko von gravierenden Fehlallokationen der Anlagen. Ein Anstieg der Kapitalmarktzinsen bringt unweigerlich die Blase zum Platzen und führt zu Kapitalverlusten. Der kritische Punkt wird wohl dann erreicht, wenn die Inflationserwartungen steigen und die Anleger aus Finanzanlagen fliehen.

An der Hebelwirkung, die Zinsniveaus ausüben, werden nicht nur die Aktienmärkte leiden. Jeffrey Gundlach, Chef der Investment-Boutique DoubleLine, rät auch Bond-Anlegern zur Vorsicht. Es sei höchste Zeit, sich auf steigende Zinsen und eine höhere Inflation vorzubereiten. Investoren sollten die Durationen verringern, den Bargeldanteil erhöhen und sich gegen Marktvolatilität absichern, erklärt Gundlach in seinem vierteljährlichen Webcast.

Die ungemütliche Gemengelage gemahnt also zur Vorsicht. Doch William White, Ökonom und Berater bei der OECD, ist da skeptisch: „Es scheint in der Natur des Menschen zu liegen, sich nicht von fehlgeschlagenen Überzeugungen zu lösen, sondern im Gegenteil noch stärker an ihnen festzuhalten.“ ●