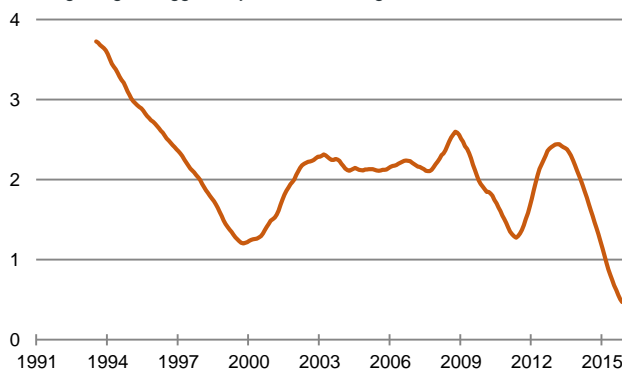


- Zur aktuellen geldpolitischen Diskussion in Europa: Gelten die alten Zusammenhänge zwischen Geldmenge und Inflation nicht mehr?
- Die Bedeutung des Wirtschaftswachstums für den Geldwert. In einem Szenario mit "Secular Stagnation" gibt es weniger Preisgefahren.
- Die Erfahrung der Weltwirtschaftskrise im vorigen Jahrhundert. Preise können schneller ins Laufen kommen als viele denken.

Es ist an der Zeit, ein paar Missverständnisse zurecht zu rücken und volkswirtschaftliche Selbstverständlichkeiten ins Gedächtnis zurückzurufen. Warum, so höre ich in Gesprächen immer wieder, führt die starke Geldmengenausweitung in Europa und der Welt nicht zu Preissteigerungen? Jahrzehntlang haben die Zentralbanken mit allen Mitteln dafür gekämpft, die Liquidität knapp zu halten, um den Geldwert nicht zu gefährden. Sie haben das auch mehr oder weniger gut geschafft. In letzter Zeit scheinen die Zusammenhänge zwischen Geldmenge und Preise aber nicht mehr zu gelten. Die Notenbanken pumpen Geld ohne Ende in die Volkswirtschaften, um die Preissteigerung nach oben zu bringen. Auf den Märkten aber rührt sich nichts. Im Gegenteil. Es geht sogar in die falsche Richtung (siehe Grafik). Die Preissteigerung geht zurück.

IN DIE FALSCHER RICHTUNG

Preissteigerung in % ggü. Vorjahr, Euroraum, gleitende Durchschnitt



Quelle: EZB

Könnte es sein, dass alles falsch ist, was wir bisher gedacht haben? Meine Antwort: Lassen Sie sich von den aktuellen Zahlen nicht beirren. An den grundlegenden Zusammenhängen hat sich nichts geändert, auch wenn es derzeit nicht so aussieht. Nach wie vor droht Inflation, wenn die Liquidität zu hoch ist.

Zwei ökonomische Gesetze sind dafür verantwortlich. Das eine ist, dass die Geldmenge die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöht. Da beißt die Maus keinen Faden ab. Es hat etwas gedauert, bis die expansiven Maßnahmen der

Notenbank in den Konten der privaten Haushalte und der Unternehmen ankamen. Aber jetzt ist es der Fall. Die Geldmenge M3 steigt um 5 %. Das ist für ein reales Wachstum von 2 % im Euroraum zu viel.

»Die weitere Lockerung der Geldpolitik durch die EZB ist kurzfristig zwar positiv für die Kapitalmärkte. Aber jubeln sie nicht zu früh.«

Das andere ist das Gesetz von Angebot und Nachfrage. Der Wettbewerb hat zwar in den letzten Jahren in manchen Bereichen an Biss verloren. Aber wenn die Nachfrage größer ist als das Angebot, steigen nun einmal die Preise. Die Expansion der Geldmenge muss daher am Ende zu höheren Preisen führen.

Dass wir das im Augenblick noch nicht sehen, liegt einzig und allein daran, dass wir uns in einer temporären Sonder-situation befinden. Erstens gehen die Ölpreise zurück. Ohne diesen Faktor wäre die Inflation heute nicht Null, sondern über 1 %. Zweitens ist die Weltkonjunktur schwach. Es gibt viele unausgelastete Kapazitäten. Sie führen dazu, dass nicht nur die Preise der Rohstoffe sinken, sondern auch die anderer Güter und Dienste auf den Weltmärkten. Drittens haben wir speziell in Europa die Konsolidierungsanstrengungen der Reformländer. Unter diesen Umständen steigen die Preise trotz mancherorts besserer wirtschaftlicher Lage nicht, sondern gehen zurück. Schauen Sie nach Spanien. Dort sinkt das Preisniveau derzeit um 0,3 %, obwohl die Wirtschaft schon wieder um über 3 % wächst.

All das ist aber nur vorübergehend. Es dauert vielleicht noch 2016 an, aber sicher nicht mehr 2017. Wenn diese Sonderfaktoren nicht mehr da sind, dann müssen und werden die Preise auch wieder steigen. Das kann schneller gehen als wir denken. Ich habe mir einmal die Preisentwicklung in der Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren des vorigen Jahrhunderts angesehen. Die Preise gingen damals zeitweise um über 10 % zurück. Als sich die Wirtschaft nach 1933

dann aber wieder erholte, zog die Inflation ganz schnell wieder an. In den USA (für Europa gibt es solche Zahlen leider nicht) dauerte es nicht einmal ein Jahr bis sie bei 6 % lag.

Ich empfehle diese Zahlen all denen, die behaupten, nach einer so tiefen Finanzkrise wie der Lehman Pleite dauere es eben besonders lange, bis die marktwirtschaftlichen Gesetze wieder greifen. Die Weltwirtschaftskrise war sicher schlimmer als die Krise 2008/9.

Es gibt nur einen Fall, wo die Preise nicht wieder so steigen wie früher. Das ist das Szenario, das derzeit in den USA unter dem Stichwort "Secular Stagnation" viel diskutiert wird. In diesem Fall wächst die Wirtschaft langsamer als sie eigentlich könnte. Die Nachfrage reicht nicht, um das gesamte Angebot aufzunehmen. Die Ersparnis ist größer als die Investition ("Savings Glut"). Um die Wirtschaft unter solchen Bedingungen zu Vollbeschäftigung zu bringen, muss der Realzins (Nominalzins minus Preissteigerung) sinken, möglicherweise auch unter null. Gleichzeitig muss die Liquidität hoch sein und die Finanzpolitik die Wirtschaft durch zusätzliche Ausgaben ankurbeln. Trotzdem gibt es keine Inflationsgefahren.

Das gilt derzeit – wenn überhaupt – aber lediglich für Amerika, nicht jedoch wie manche denken für den Euroraum.

Hierzulande gibt es in den bisherigen Krisenländern nach wie vor noch ganz viel aufgestaute Nachfrage. Wie viel Geld würden die Italiener oder Franzosen gerne ausgeben, wenn man sie nur ließe? Zudem zeigt die Konjunkturkurve klar nach oben. Die Finanzpolitik ist dabei, die Bremsen zu lockern. Und schließlich kommen noch die Flüchtlingsströme hinzu, die die Nachfrage auf den Märkten erhöhen. Europa muss also auf absehbare Zeit trotz der demografischen Alterung keine "Secular Stagnation" befürchten.

Für den Anleger

Die weitere Lockerung der Geldpolitik durch die EZB ist kurzfristig zwar positiv für die Kapitalmärkte. Aber jubeln Sie nicht zu früh. Auf Dauer erhöht sie die Risiken. Wenn die EZB nicht rechtzeitig gegensteuert, wird die Geldmengenausweitung zu höheren Preisen führen. Dann geht es mit der Inflation auch nicht so langsam nach oben, wie die EZB in ihren Prognosen unterstellt (2016: 1,0 %, 2017: 1,6 %). Das wird sich dann auch in höheren Zinsen und einem Rückschlag bei den Aktien niederschlagen. Hoffentlich bleibt uns das im nächsten Jahr noch erspart. 2017 aber sicher nicht mehr.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.