

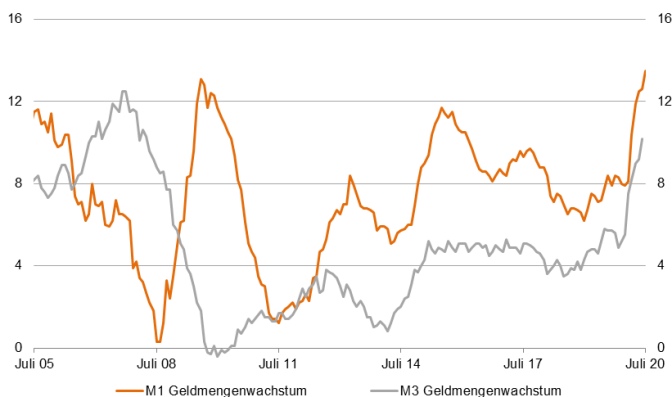


DIE GELDMENGE STEIGT, DOCH DIE INFLATION BLEIBT AUS

von Dr. Holger Schmieding

Seit dem Beginn der Corona-Pandemie steigt die Geldmenge in der Eurozone kräftig an. Im Juli haben die Geldmenge M1 (Bargeld und Sichteinlagen) im Vergleich zum Vorjahr um 13,5 % und das weiter gefasste Aggregat M3 um 10,2 % zugelegt (Abbildung 1). Nach einer weit verbreiteten Faustregel müsste die Inflationsrate eigentlich nach einiger Zeit anziehen, wenn die Geldmenge steigt und das Angebot an Gütern und Dienstleistungen nicht entsprechend mitwächst. Aufgrund der Pandemie ist die Produktion von Gütern und Dienstleistungen sogar scharf eingebrochen. Wie passt das zusammen? Warum stagnieren die Preise, während die Geldmenge seit März in die Höhe schießt?

Abb. 1: M1 und M3 Geldmengenwachstum



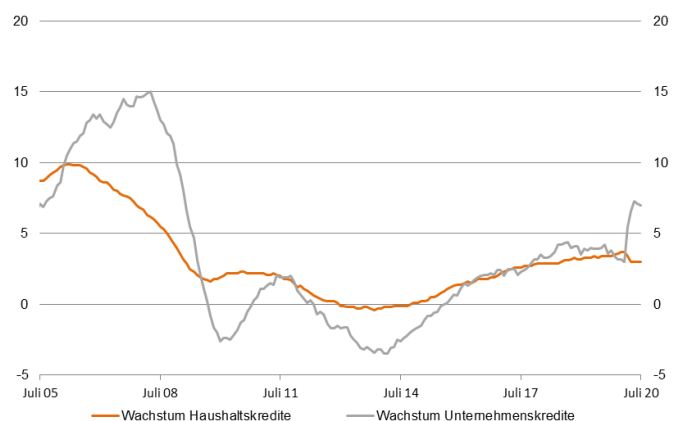
Zuwachs gegenüber Vorjahr in %. Quelle: EZB, saisonbereinigte Daten

Die Antwort ist einfach: Inflationsdruck kann entstehen, wenn Bürger und Unternehmen mehr Geld ausgeben. Die treibende Kraft hinter dem raschen Anstieg der Geldmenge seit März dieses Jahres ist jedoch nicht ein inflationärer Kaufrausch oder eine andere Art von Boom. Im Gegenteil. Das zusätzliche Geld wird nicht ausgegeben. Hinter dem raschen Zuwachs der Geldmenge steht der Wunsch, in unsicheren Zeiten mehr Vorsichtskasse zu halten. Die Sichteinlagen der Haushalte und Unternehmen legen kräftig zu. Dies treibt den raschen Anstieg der Geldmenge M1, der wiederum den Löwenanteil hat am stärkeren Wachstum der breiter gefassten Geldmenge M3. Dabei ist die Zuwachsrate der Sichteinlagen bei Unternehmen außerhalb des Finanz-

sektors mit 21,4 % zum Vorjahr besonders hoch. Aber auch die Haushalte sparen – während des Lockdowns zeitweilig gezwungenermaßen – und legen Ersparnisse liquide an mit einem Anstieg der Sichteinlagen gegenüber Vorjahr um 11,3 %.

Der Blick auf die andere Seite der Bilanz, also auf die Daten zur Kreditvergabe, zeigt, welche Faktoren es den Unternehmen und Haushalten ermöglichen, diese zusätzliche Vorsichtskasse auszubauen. Zum einen hatten viele Unternehmen als unmittelbare Reaktion auf die Pandemie in großem Umfang Kreditlinien gezogen. Dieser Faktor lässt jetzt aber nach. Die Jahresvergleichsrate der Unternehmenskredite hat sich von 7,3 % im Mai auf 7,0 % im Juli zurückgebildet (Abbildung 2). Die Daten zu den monatlichen Zuflüssen zeigen eine stark nachlassende Dynamik. Nachdem Unternehmen ja bereits viele Kreditlinien gezogen haben und das Schlimmste der Pandemie vorbei zu sein scheint, brauchen die Unternehmen offenbar weniger zusätzlichen Kredit. Unternehmen können derzeit bei wieder besserer Konjunkturlage ihre liquiden Reserven stärken, ohne so stark wie in den Monaten März bis Mai auf Kredite angewiesen zu sein.

Abb. 2: Kreditwachstum Haushalte und Unternehmen



Zuwachs gegenüber Vorjahr in %. Quelle: EZB, saisonbereinigte Daten

Die Kreditnachfrage der Haushalte bleibt etwa konstant auf angemessenem Niveau mit einem Zuwachs der Kredite von

3 % gegenüber dem Vorjahr (und 4,2 % für den Haus- oder Wohnungskauf). Haushalte sparen einen größeren Teil ihrer Einkommen als vor der Pandemie. Das zeigen auch die Daten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. Im zweiten Vierteljahr 2020 haben die privaten Haushalte 21,1 % ihrer verfügbaren Einkommen auf die hohe Kante gelegt nach nur 10,9% im Vorjahr. Ihre zusätzliche Vorsichtskasse speist sich teils aus der Kreditaufnahme, teils aber auch aus zusätzlichen Ersparnissen.

Auffällig sind in den letzten Monaten die zusätzlichen Kredite an den Staatssektor (Abbildung 3). Die Zuwachsrate betrug im Juli 15,5 % gegenüber dem Vorjahr nach nur 1,6 % im März. Geringere Steuereinnahmen und höhere Ausgaben des Staates finden hier teilweise ihren Niederschlag, auch wenn die Defizite wohl zu einem noch größeren Teil über Staatsanleihen statt über Bankkredite finanziert werden. Die Staaten geben das aufgenommene Geld unmittelbar aus. Es zeigt sich keine große Zunahme der Sichteinlagen der Staaten.

Abb. 3: Wachstum der Kredite an den Staatssektor



Zuwachs gegenüber Vorjahr in %. Quelle: EZB, saisonbereinigte Daten

Die staatlichen Zuwendungen vom Kurzarbeitergeld bis hin zu Hilfen für Unternehmen tragen dazu bei, dass Haushalte und Unternehmen gemessen an ihren liquiden Reserven (Sichteinlagen) insgesamt gar nicht schlecht dastehen. Vermutlich sind die direkten Empfänger der Transfers oder öffentlichen Ausgaben oftmals nicht diejenigen, die liquide Reserven aufbauen. Vielmehr dürften die Empfänger vielfach das Geld nutzen, um ihre Rechnungen zu bezahlen. Diejenigen, auf deren Konto das Geld dann landet, sind dann vermutlich oftmals jene, die weiterhin Reserven aufbauen.

Die Rolle der EZB

Die EZB weitet das Geldangebot unter anderem dadurch aus, dass sie Anleihen auf dem offenen Markt kauft und so ihre Bilanz verlängert. Zudem bietet sie Banken Liquidität zu günstigen Bedingungen an.

Die Anleihekäufe stützen die Konjunktur und das Finanzsystem. Sie erleichtern es damit den Banken, trotz der ansonsten widrigen Umstände die Unternehmen und Haushalte hinreichend mit Krediten zu versorgen. In diesem Sinne zeigen die Daten zur Geldmenge und zum Kreditvolumen erneut, dass die expansive Geldpolitik der EZB wirkt, ohne die oftmals befürchtete Inflation auszulösen.

Anders als in der Zentralbankbilanz, die die EZB durch ihre Geldpolitik direkt ausweitet, tauchen die Anleihekäufe der EZB in den Geld- und Kreditstatistiken nur ansatzweise auf. Denn die Zahlen zur Geldmenge und zum Kreditvolumen bilden nicht die Bilanz der Notenbank ab, sondern – etwas vereinfacht ausgedrückt – das Verhältnis zwischen Geschäftsbanken und der Realwirtschaft (Einlagen der Haushalte, Unternehmen und des Staates bei Banken, sowie die Kredite der Banken an ihre Kunden). In dem Umfang, in dem Haushalte, Unternehmen oder professionelle Anleger wie Pensionskassen Anleihen an die EZB verkaufen und den Erlös dann als Sichteinlagen bei Banken parken, statt beispielsweise Aktien zu erwerben, können die Anleihekäufe sich auch auf die Zahlen zur Geldmenge auswirken. Dieser Effekt ist in diesen Statistiken allerdings nur von geringer Bedeutung.

Langfristige Inflationsgefahren?

Auf Dauer kann das zusätzliche Geldangebot natürlich doch inflationär wirken. Sollten Haushalte in einigen Jahren ihre Vorsichtskasse auflösen und stattdessen ihre Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen erheblich ausweiten, könnte dies die Preise treiben. Auch übertriebene Lohnabschlüsse könnten über einen höheren Kostendruck zu mehr Inflation führen. Davon sind wir allerdings derzeit weit entfernt. Die angespannte Lage am Arbeitsmarkt und die gedämpfte Stimmung der Verbraucher sprechen eher für eine Gefahr, dass die Inflationsrate zunächst einmal weiter zurückgehen könnte. Anders gesagt: die Europäische Zentralbank hat vermutlich mehrere Jahre Zeit, ihre Geldpolitik bei besserer Konjunktur wieder etwas zu straffen, bevor wir uns ernsthaft über echte Inflationsgefahren Gedanken machen müssten.



IMPRESSUM

Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Hamburg

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

London

Dr. Florian Hense
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

New York

Dr. Mickey Levy
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- Aktuelles
- Geldpolitik
- Konjunktur
- Schwellenländer
- Trends
- Währungen

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 31.08.2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de