

Kerstin Bernoth

Ultraexpansive Geldpolitik – Inflation als Folge?

Berlin, 26. August 2020

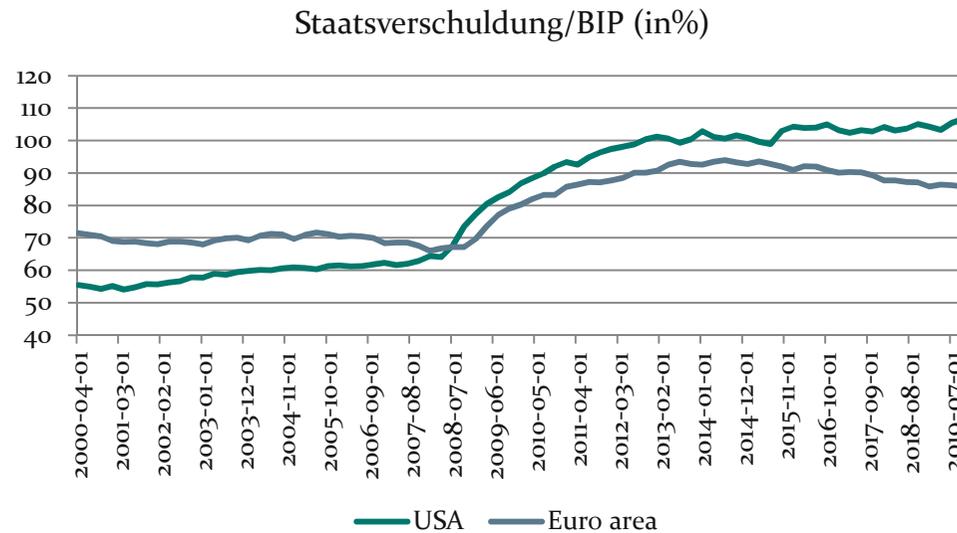
- Um die wirtschaftlichen Folgen der Covid-19 Pandemie abzufedern, sind in den meisten Ländern umfangreiche **geld- und finanzpolitische Maßnahmen** getroffen.

- **Fiskalische Stabilisierungsmaßnahmen** übersteigen in ihrer Größe alle vergleichbaren Hilfspakete der Nachkriegsgeschichte.

Discretionary 2020 fiscal measures adopted in response to coronavirus by 15 June 2020*, % of 2019 GDP

	Immediate fiscal impulse	Deferral	Other liquidity /guarantee	Last update
Belgium	1.4%	4.8%	21.9%	03/06/2020
Denmark	5.5%	7.2%	4.1%	01/07/2020
France	4.4%	8.7%	14.2%	18/06/2020
Germany	8.3%	7.3%	24.3%	04/08/2020
Greece	3.1%	1.2%	2.1%	05/06/2020
Hungary	0.4%	8.3%	0.0%	25/03/2020
Italy	3.4%	13.2%	32.1%	22/06/2020
Netherlands	3.7%	7.9%	3.4%	27/05/2020
Portugal	2.5%	11.1%	5.5%	04/05/2020
Spain	3.7%	0.8%	9.2%	23/06/2020
UK	8.0%	2.3%	15.4%	16/07/2020
United States	9.1%	2.6%	2.6%	27/04/2020

- Als Resultat wird die Staatsverschuldung in vielen Industrieländern weiter ansteigen:



- Finanzmärkte können diese Flut an Staatsanleihen ohne Zinsanhebung bald kaum noch aufnehmen.

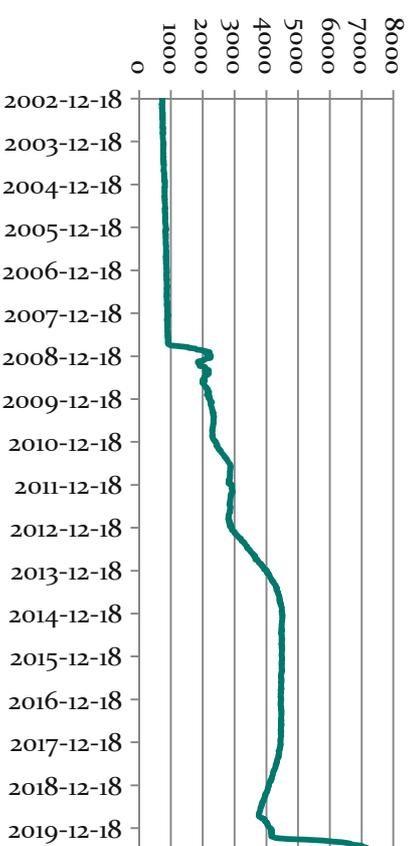
- Weltweite **geldpolitische Reaktionen** auf die Covid-19 Pandemie:
 - Zinssenkungen
 - ausgedehnter Liquiditätsbereitstellung für das Bankensystem
 - Ausweitung bestehender Programme zum Ankauf von Vermögenswerten (Staatsanleihen) ⇒ **Quantitative Lockerung (QL)**:
 - Geschäftsbanken kaufen neu herausgegebene Staatsanleihen.
 - Zentralbanken kaufen diese den Banken ab.
 - Diese bekommen dafür „digitales Geld“ auf ihre Geschäftskonten bei der Zentralbank gutgeschrieben.

- In offenen Volkswirtschaften (Schweiz) massive Käufe von Fremdwährungsreserven.
- In Folge verlängert sich die Bilanz von Zentralbanken:

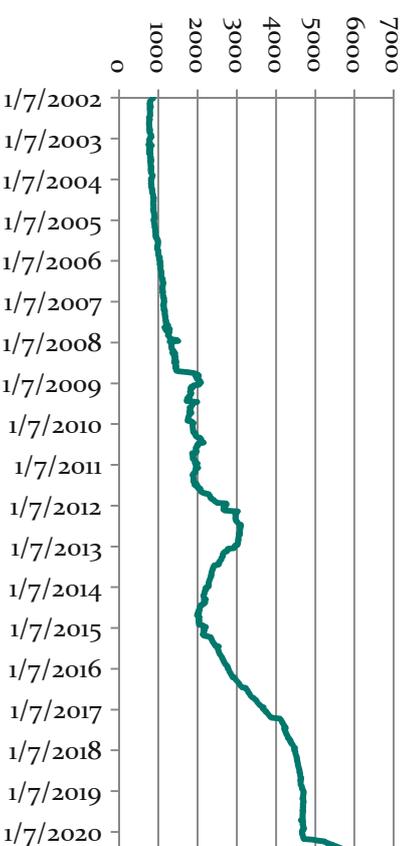
Assets	Liabilities
Fremdwährungsreserven	Monetäre Basis (Mo)
Gold	- Gedruckte Banknoten
Staatsanleihen	- Einlagen von Geschäftsbanken
Δ Staatsanleihen/ Δ Fremdwährungsreserven	Δ Monetäre Basis (Mo)

- Die (Zentralbank-) Geldmenge weitet sich aus.

US Fed: Total Assets, Mrd. US Dollar



Eurosystem: Total Assets, Mrd. Euro)

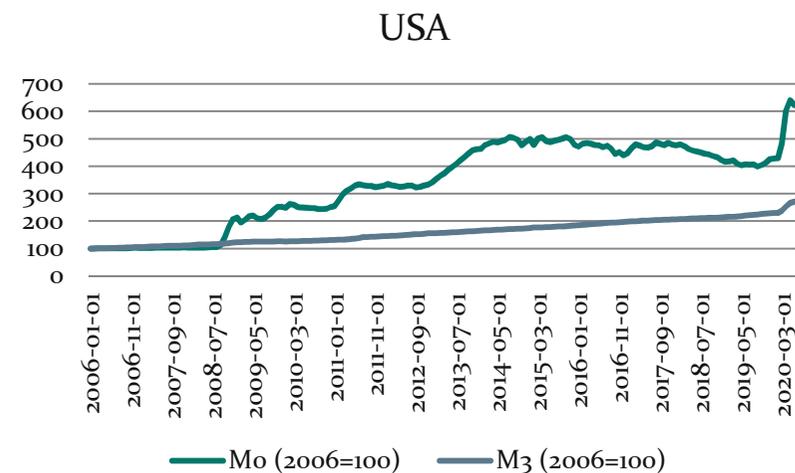
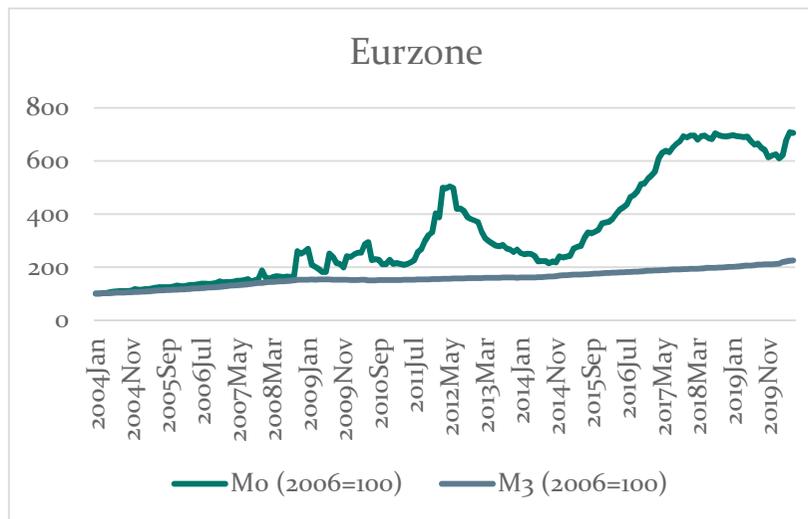


- Diese ultra-expansiven Geldpolitik weckt viele Ängste und Sorgen:
 - *„Bereitstellung von riesigen Summen Zentralbankliquidität und Ausweitung der Zentralbankgeldmenge bürden große Inflationsrisiken.“*
- **Quantitätstheorie:** Preisinflation folgt, wenn die Geldmenge steigt, aber der verfügbare Pool an Produkten und Dienstleistungen nicht im gleichen Tempo expandiert.

- Ob dies tatsächlich so eintritt, hängt vom zukünftigen Verhalten der Geschäftsbanken, der Regierungen und der Zentralbanken ab.
 1. Wieviel der erweiterten Geldbasis erreicht die Realwirtschaft?
 2. Wie verhält sich die Zentralbank, wenn sich die Wirtschaft wieder erholt?

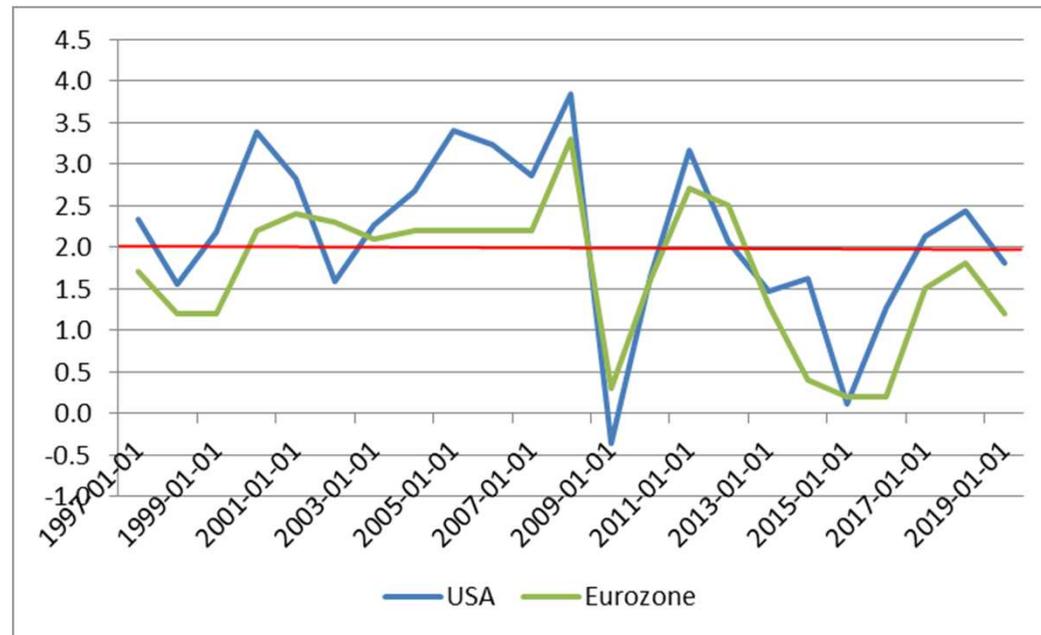
1. Wieviel der erweiterten Geldbasis erreicht die Realwirtschaft?

- Eine rasche Verbraucherpreisinflation entsteht, wenn die Geldmenge in den Händen Haushalten und Firmen ansteigt.
- Die Zentralbankgeldmenge (M0) ist zwar teilweise stark gestiegen, aber die Geldmenge im Umlauf (M3) bis – zumindest bis zuletzt - nicht:



- QL erreicht die Realwirtschaft aber auch durch staatliche Konjunkturprogramme:
 - Durch QL wird Schuldenaufnahme der Staaten erleichtert.
 - Konjunkturstützende Staatsausgaben können zu günstigen Konditionen getätigt werden, ohne sie aus dem bestehenden System zu extrahieren (z.B. Steuererhöhungen, internationale Kredite, etc.).
 - Schätzungen zeigen, dass fiskalische Ausgaben große Wachstumseffekte in einer Rezession haben (Auerbach and Gorodnichenko 2011) .

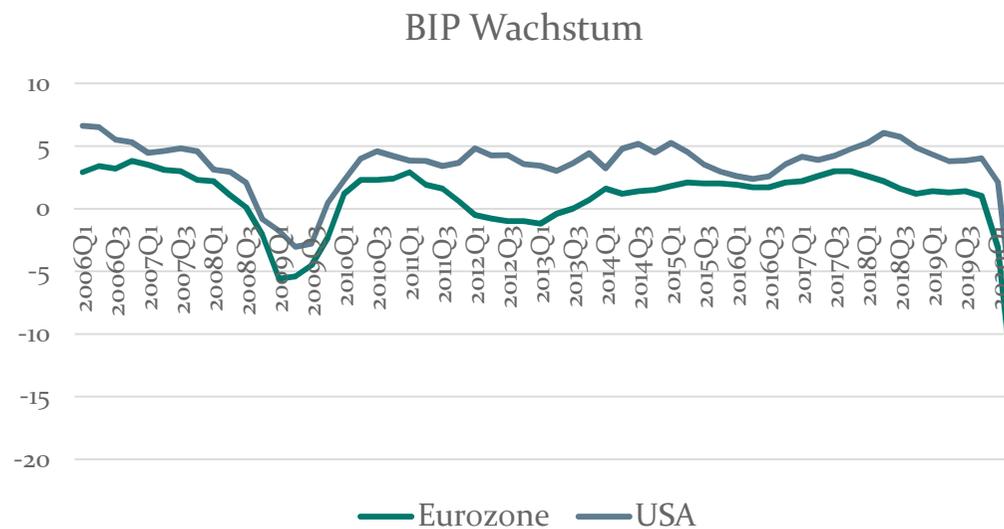
- Inflationsentwicklung in den letzten Jahren trotz QL sehr moderat und meistens unterhalb des Inflationsziel von 2%:



- Das neu durch QL geschaffene Geld seit 2008 traf auf mehrere **deflationäre Kräfte**:
 - Niedrigere Produktionskosten durch Innovation
 - Verlagerung der Produktion ins Ausland
 - Billige Einwanderung von Arbeitskräften
 - Günstige Rohstoffpreise
 - Vermögenskonzentration in der Bevölkerung
 - Entschuldung des privaten Sektors
 - Alternde Demographie

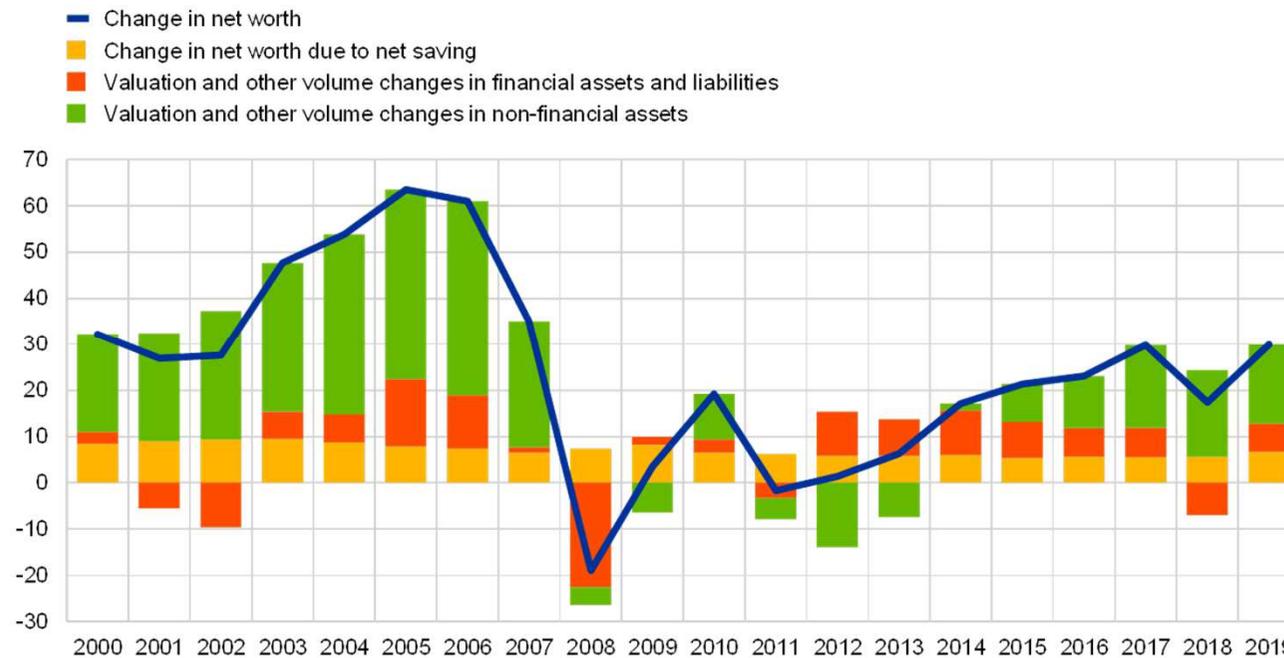
Inflation oder Deflation?

- Die Covid-19 Pandemie hat einen großen Angebots- und Nachfrageschock ausgelöst und deflationäre Tendenzen noch verstärkt:



Inflation oder Deflation?

- Zu beachten: Weniger drastische Vermögensverluste bei Haushalten als 2008, da Aktienmärkte sich rasch erholten und Immobilienpreise weiter steigen.



- Ist Sorge um Inflation berechtigt?
- Derzeit lautet Antwort eher nein: Eine starke Nachfrage, die zu Inflation führt, nicht zu erkennen:
 - Vorsorgliches Sparen wird noch länger anhalten und zu niedrigen Konsum führen.
 - Unsicherheit dämpft weiterhin Investitionen.
- Die Herausforderung für die Geld- und Fiskalpolitik dürfte daher weiterhin darin bestehen, die Nachfrage aufrechtzuerhalten und eine Deflation zu vermeiden als umgekehrt.

- Aber Zentralbanken müssen wachsam sein.
- In den kommenden Jahren ist die Möglichkeit einer breiten Inflation nicht vom Tisch.
- Wenn man die Pandemie in den Griff bekommt, Konsum- und Investitionsverhalten sich wieder normalisiert, doch die neue Geldmenge im System verbleibt, besteht die Möglichkeit einer breiten Inflation.
- Das Verhalten der Zentralbanken ist dann entscheidend.

- Das Zinsniveau müsste steigen, bzw. die Geldmenge durch Verkauf von Staatsanleihen auf Zentralbankbilanzen reduziert werden.
→ Schuldendienst der öffentlichen Hand würde steigen.
- Bei hochverschuldeten Staaten besteht das Risiko der **fiskalischen Dominanz**: Zinsen werden niedrig gehalten, um Schuldenlast zu verringern → Inflation und Verlust der Glaubwürdigkeit.
- Betrachtet man die Renditekurve für inflationsindexierte Anleihen, so scheinen Anleger dieses Szenario bisher nicht zu erwarten.
- Fazit: Grund zur Besorgnis, aber kein Grund bisher zur Panik.