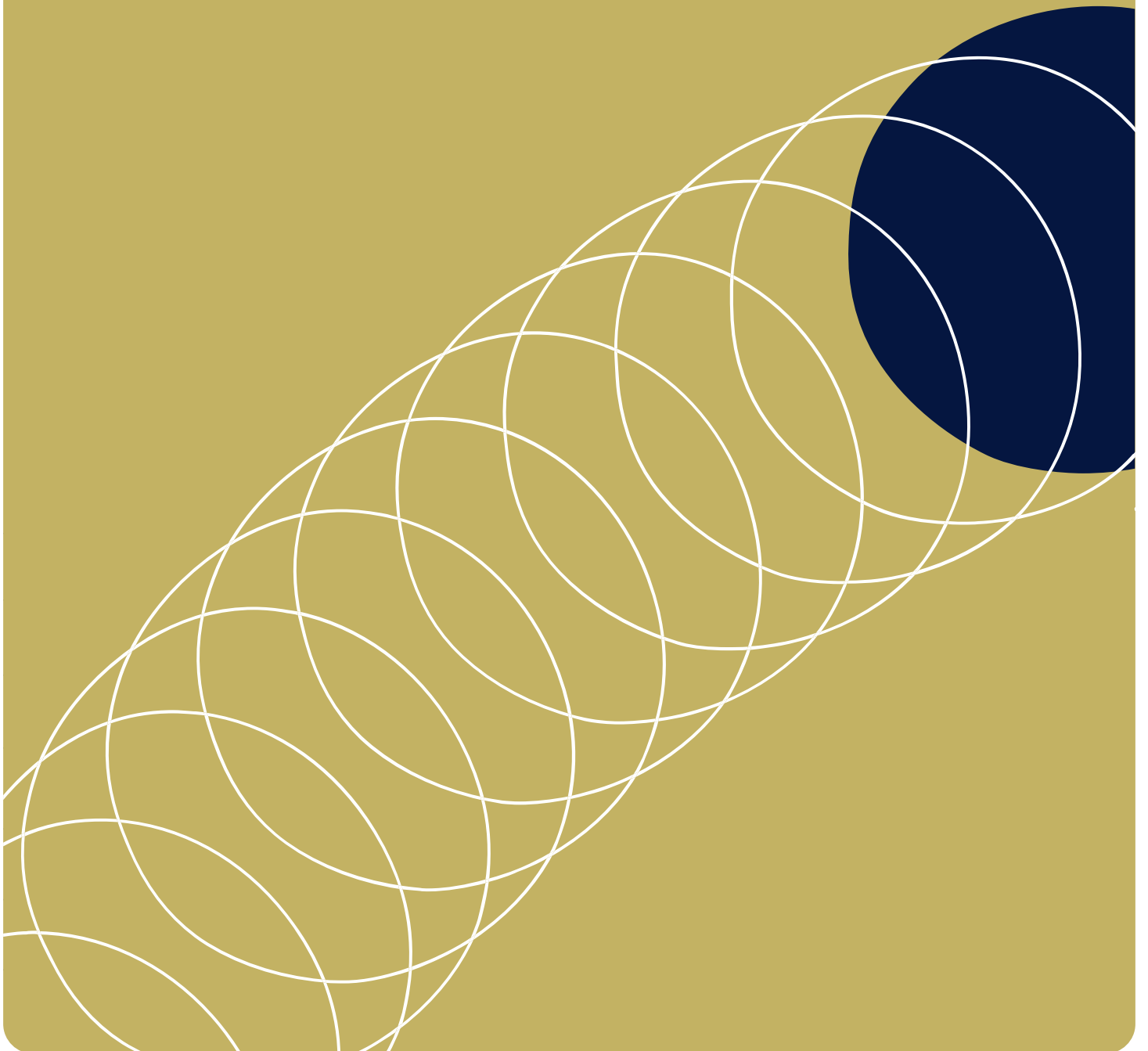


Erster 3-jähriger EZB-Tender bringt keine Inflation

News aus den Finanzmärkten | 21. Dezember 2011



Erster 3-jähriger EZB-Tender bringt keine Inflation

Dr. Jörg Zeuner, Chief Economist; Dr. Thomas Gitzel, Senior Economist

Erstmalig begab die EZB einen dreijährigen Tender. Die Resonanz der Banken war gewaltig: Die Notenbank teilte insgesamt 489 Mrd. EUR zu. Die sehr expansive Geldpolitik und die Staatsanleihenkäufe rufen vielerorts – auch unter den Analysten – Inflationsängste hervor. Im Umfeld einer Vertrauenskrise und einer deutlich abkühlenden Weltkonjunktur sind Inflationsgefahren allerdings eng begrenzt – Deflationsrisiken überwiegen. Die Teuerungsraten dürften in den kommenden Monaten nachgeben.

Was sind die Folgen der lockeren Geldpolitik?

Erstmalig verlieh die EZB für drei Jahre Geld an Banken. Damit debütierte die Notenbank erstmalig direkt in den Gefilden des Kapitalmarktes. Während der Laufzeit sind keine jährlichen Zinszahlungen fällig. Abgerechnet wird am Schluss. Die Zuteilungssumme über 489 Mrd. EUR zum aktuellen Leitzins von 1% (bei Leitzinserhöhungen werden die Konditionen angepasst) dürfte bei vielen Anlegern die Inflationsängste weiter erhöhen. Denn auch ohne den 3-jährigen EZB-Tender stellte die Europäische Notenbank im Zuge ihrer regulären geldpolitischen Geschäfte den Kreditinstituten sehr umfangreiche Liquidität zur Verfügung: Seit August belaufen sich die Bankausleihungen der EZB auf knapp über 4.5 Billionen EUR.

Die Befürchtung ist, dass eine dadurch induzierte höhere Kreditvergabe die Teuerungsraten befeuert. Die Refinanzierung durch die EZB nimmt jedoch vor allem aufgrund des schwindenden Vertrauens der Banken untereinander zu. Banken halten ihre Liquidität nicht mehr bei anderen Banken, sondern bei der Zentralbank. Deshalb wird die Bilanz jeder einzelnen Geschäftsbank nicht länger, wohl aber die der EZB. Ökonomisch hat sich allerdings nichts geändert.

Darüber hinaus spielt bei der Kreditvergabe der Banken neben den bereits erwähnten Aspekten die fristenkongruente Refinanzierung eine immer wichtigere Rolle. Nach der goldenen Bankregel darf kurzfristig aufgenommenes Geld auch nur kurzfristig ausgeliehen werden, während langfristig aufgenommenes Kapital nur langfristig ausgeliehen werden darf. Um die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen limitieren die neuen Eigenkapitalbestimmungen von Basel III auch die bankinterne Finanzierung von langfristigen Krediten mit kurzfristigen Einlagen. Da die Zinsen am kurzen Ende in der Regel unter den langen Sätzen liegen, führt dies zu höheren Kosten und geringeren Margen.

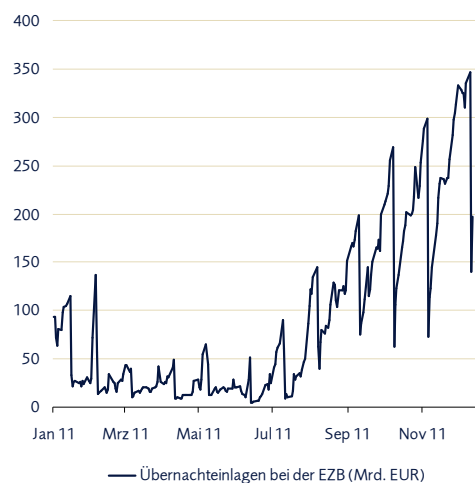
Selbst wenn also die EZB den Geschäftsbanken mehr Liquidität zur Verfügung stellt, erwächst daraus nicht

unmittelbar eine höhere Kreditvergabe und somit Inflationsrisiken. Entscheidend dafür ist eher, wie gut Kreditinstitute an den Finanzmärkten längerfristiges Kapital mittels Bankanleihen aufnehmen können. Das geht im Moment nur sehr schwierig. Einerseits ist das Misstrauen der Banken untereinander sehr gross, andererseits führen die berechtigten Sorgen um die Solvenz vieler Banken zu grosser Kaufzurückhaltung privater Anleger. Die Folgen wiegen schwer:

- Die kaum noch vorhandene Möglichkeit einer fristenkongruenten Refinanzierung engt die langfristigen Kreditvergabemöglichkeiten deutlich ein.
- Die mangelnde Kapitalmarktfähigkeit vieler Banken führt zu einer Verkürzung der Bankbilanz mit ebenfalls erheblicher Auswirkung auf das Kreditvergabepotential – all dies trotz expansiver EZB-Politik.

Deflationsgefahren bestehen also. Die Liquidität, die von der EZB zur Verfügung gestellt wird, erhöht wie 2008 lediglich die Zentralbankgeldmenge. Der Transmissionsmechanismus in die Volkswirtschaft ist gestört (der Indikator dafür ist ein drastischer Rückgang im Multiplikator). Die Geschäftsbanken legen die von der EZB bereitgestellte Liquidität sogleich wieder bei der Notenbank an. Abzulesen ist dies an den Übernachteinlagen der europäischen Geschäftsbanken bei der EZB.

Übernachteinlagen der Geschäftsbanken bei der EZB

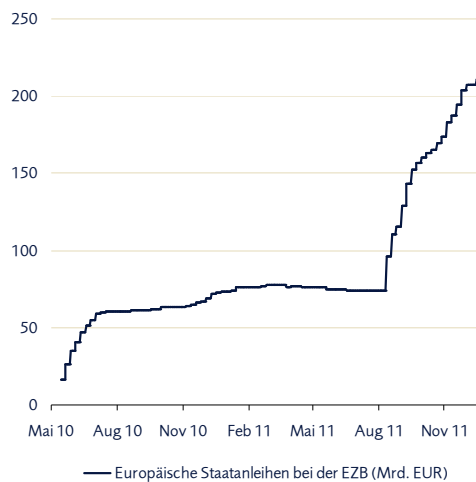


Quelle: VP Bank, Bloomberg

Was sind die Folgen der Kaufpolitik der EZB?

Das Staatsanleihenkaufprogramm der EZB beläuft sich mittlerweile auf ein kumuliertes Volumen von 211 Mrd. EUR, was obendrein Inflationsängste schürt. Das Sicherheitsbedürfnis vieler Anleger wächst gerade auch deshalb – abzulesen an einem weiterhin hohen Goldpreis. Andererseits sind die in den inflationsgeschützten Anleihen eingepreisten Teuerungsraten auf moderatem Niveau.

EZB Staatsanleihenkaufprogramm



Quelle: VP Bank, Bloomberg

Die Verbindung zwischen dem Kauf von Staatsanleihen und steigendem Preisdruck ist nicht ohne weiteres ableitbar. Die Geschäftsbanken halten bei den Notenbanken „Girokonten“. Kauft die EZB Staatsanleihen von den Geschäftsbanken, gelangt der Erlös zunächst auf diese Konten. Die Zentralbankgeldmenge in den Händen der Geschäftsbanken steigt. Kreditinstitute halten eine höhere Überschussreserve bei der EZB als zuvor.

Verwenden die Banken das Geld, um neue Kredite an die Wirtschaft zu geben, steigt die inflationsrelevante Geldmenge M3. Erst dann erwächst aus dem Anleihenkauf ein potentiell Inflationrisiko.

Wenn die Notenbank die Anleihen direkt von privaten Anlegern (Nichtbanken) kauft, überweist die Notenbank den Kaufpreis auf das Konto des Verkäufers bei einer Geschäftsbank. Dies erhöht unmittelbar die inflationswirksame Geldmenge M3.

Dennoch überwiegen die Deflationsrisiken. Im derzeitigen schwierigen konjunkturellen Umfeld ist es unwahrscheinlich, dass die Unternehmen neue Bankkredite für neue Investitionen nachfragen oder die privaten Haushalte ihre neugewonnenen Bargeldbestände für den Konsum ausgeben. Im Gegenteil, der Verkauf der Staatsanleihe zeugt eher von Pessimismus. Das erhöht eher die Sparquote als das es sie senkt. In der Tat: Die

Sparquote innerhalb der Eurozone zeugt mit 13.7% gemessen am verfügbaren Einkommen immer noch von einem hohen Sicherheitsdenken.

Die Inflation bliebe auch andernfalls begrenzt. Selbst wenn das Geld für Neuanschaffungen ausgegeben wird, ist der in der monetaristischen Theorie tief verankerte Zusammenhang zwischen einer steigenden Geldmenge und einer gleichzeitigen steigenden Inflationsrate empirisch deutlich schwächer. Vor allem bei freien Produktionskapazitäten in einer Volkswirtschaft, entscheidet sich der Unternehmenssektor meist für höhere Produktionsvolumen anstatt höherer Preise.

Inflationsrisiken gebannt?

Wenn das von der Notenbank geschaffene Geld, sei es über Staatsanleihenkäufe oder durch die Bereitstellung unlimitierter Liquidität, über zusätzliche Kreditvergabe in den Geldkreislauf kommt, steigt das Risiko einer zukünftig höheren Inflation. Grundvoraussetzungen hierfür sind:

- Ein deutlicher Aufschwung. Erst wenn die Kapazitäten in der Industrie ausgeschöpft sind, besteht Preiserhöhungsspielraum bei den Herstellern.
- Zuversichtliche Konsumenten. Das Vertrauen der Verbraucher in die konjunkturelle Entwicklung muss so hoch sein, dass Konsum oder Investitionen mit Krediten finanziert werden.
- Vertrauen in den Bankensektor. Ist die langfristige Refinanzierung der Geschäftsbanken über den Kapitalmarkt ausreichend gesichert, kann auch kurzfristig zugeteiltes Notenbankgeld ergänzend als Treiber für eine zusätzliche Kreditvergabe wirken.

Da derzeit keine der drei Bedingungen erfüllt sind, rechnen wir auf Sicht des kommenden Jahres mit niedrigeren Inflationsraten – in einigen Ländern wie etwa Griechenland oder Portugal könnten sogar deflationäre Tendenzen drohen.

Anleger, die hingegen von deutlich steigenden Inflationsraten ausgehen, sollten bei ihrem Kundenberater nach unseren Empfehlungen für Inflationsschutz fragen.

Kontakt

Economics & Investment Office

Tel +423 235 65 44

investment@vpbank.com

www.vpbank.com

Disclaimer

Diese Publikation wurde von unseren Mitarbeitenden aufgrund von Informationsquellen erstellt, welche von uns als zuverlässig eingestuft werden. Obwohl wir bei der Erstellung dieser ausschliesslich zu Ihrer Information dienenden Publikation die grösstmögliche Sorgfalt walten lassen, können wir keine Garantie oder Zusicherung für die Vollständigkeit, Aktualität oder Richtigkeit des Inhalts dieser Publikation abgeben.

Die in der Publikation enthaltenen Informationen und Angaben stellen insbesondere weder eine Offerte noch ein Angebot, aber auch keine Aufforderung zur Offertstellung oder ein öffentliches Inserat dar, welches zu Transaktionen oder sonstigen Geschäftsaktivitäten mit den beschriebenen Produkten und/oder Dienstleistungen auffordert.

Bezüglich der Gefahren, die Sie im Zusammenhang mit allfälligen Anlagen in Produkte und/oder der Inanspruchnahme von Dienstleistungen, die in der vorliegenden Publikation vorgestellt werden, zu berücksichtigen haben, verweisen wir auf die jeweiligen Risikoaufklärungen, wie z.B. die Broschüre "Risiken im Effektenhandel" des Liechtensteinischen Bankenverbandes, und empfehlen Ihnen, sich durch eine qualifizierte Fachperson (Kundenbetreuer) beraten zu lassen. Abschliessend lehnen wir jegliche Haftung für sämtliche Schäden respektive Verluste, welche auf der Grundlage der in dieser Publikation enthaltenen Informationen über Produkte und/oder Dienstleistungen, geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

Der Inhalt der Publikation ist urheberrechtlich geschützt und seine Verwendung ausser zum privaten Gebrauch bedarf unserer vorgängigen Zustimmung.

© Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft - Aeulestrasse 6 - 9490 Vaduz - Liechtenstein
Tel +423 235 66 55 - Fax +423 235 65 00 - info@vpbank.com - www.vpbank.com