

<https://blog.de.erste-am.com/hohe-inflationsraten-erhoehen-abwaertsrisiken/>

Hohe Inflationsraten erhöhen Abwärtsrisiken

Gerhard Winzer



© (c) Daniel Reinhardt / dpa / picturedesk.com

Die Inflationsraten steigen weiterhin an, weshalb die Zentralbanken die Leitzinsanhebungen beschleunigen. Vergangene Woche hat die Konsumentenpreis-inflation in den USA mit einem Anstieg im Monat Mai um 1,0% im Monatsabstand auf 8,6% im Jahresabstand nach oben überrascht. Mit der Reserve Bank of Australia und der Europäischen Zentralbank sind zwei vormals gemäßigt agierende Zentralbanken in das kämpferische (hawkische) Lager gewechselt. Damit im Einklang hat sich das Finanzumfeld verschlechtert: Aktienkurse fallen, die Renditen der kreditsicheren Staatsanleihen steigen an und die Renditeaufschläge für das Kreditrisiko nehmen zu. Aus all diesen Gründen haben die Abwärtsrisiken für das reale Wirtschaftswachstum, sprich: die Rezessionsrisiken, zugenommen. Vor allem die Indikatoren zur Konsumentenstimmung fallen, weil die hohen Inflationsraten die Kaufkraft reduzieren. Vergangene Woche ist die Konsumentenstimmung in den USA für den Monat Juni (vorläufige Schätzung der University of Michigan) auf ein Allzeittief gefallen. Gleichzeitig sind die langfristigen Inflationserwartungen (gleiche Quelle) weiter angestiegen (3,3% p.a.).

Die Unsicherheit über die weitere Entwicklung ist aus drei Gründen sehr groß

1. Es besteht eine erhebliche **Unsicherheit über die Höhe der Produktionslücke**.
2. Das (offensichtliche) **Verständnis über die Inflationsdynamik ist gering**. Das gilt sowohl für die Marktteilnehmer:innen als auch für die Zentralbanken. Damit ist aber auch unklar, wie stark sich das Wirtschaftswachstum abkühlen muss, damit auf die mittlere Sicht das Inflationsziel der Zentralbank erreicht werden kann.
3. Es besteht eine erhebliche **Unschärfe in der Schätzung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Wirtschaftswachstum**. Wieviel Leitzinsanhebungen sind nötig, um die wirtschaftliche Dynamik in einem bestimmten Ausmaß abzukühlen?

Geldpolitik wirkt mit Zeitverzögerung

Verkompliziert wird die Sache dadurch, dass die Geldpolitik erst mit einer Zeitverzögerung von sechs bis achtzehn Monaten auf die Wirtschaft wirkt und die Inflation nochmals eine der Wirtschaft hinterherhinkende Größe ist. Damit ist auch die Unsicherheit darüber, ob es die Zentralbanken schaffen, eine weiche Landung der Wirtschaft zu bewerkstelligen, oder schlussendlich eine Rezession auslösen, groß.

Wenn die Wirtschaft bereits sehr weit über dem Potential produziert, ist eine restriktive Zinspolitik nötig (die eine Rezession auslöst). Wenn das Produktionsniveau nur leicht über dem Potential liegt, ist eine weiche Landung möglich. Risiko hierbei ist, dass die Zentralbank die Feinsteuerung nicht schafft und zu kräftige Leitzinsanhebungen eine milde Rezession auslösen.

Was bedeutet der Begriff „Unsicherheit Inflationsdynamik“

Im Prinzip geht es hierbei darum, ob sich die Wirtschaftsagent:innen rationale Gedanken über die Inflation machen, oder lediglich auf die vergangene Inflation reagieren.

Für die künftige Inflationsentwicklung sind drei Modellvarianten denkbar

Modell 1: Es kommt zu keiner Inflationsspirale

Modell 2: Eine Inflationsspirale ist möglich

Modell 3: Höhere Zinsen verhindern eine Inflationsspirale

Inflationsmodelle im Vergleich:

Modell 1: Rationale Inflationserwartungen	Modell 2: Adaptive Inflationserwartungen	Modell 3: Mischmodell
Keine Inflationsspirale	Inflationsspirale ist möglich	Inflationsspirale soll über höhere Zinsen verhindert werden

Im ersten Modell gibt es keine Inflationsspirale. Wenn die aktuelle Inflation über der Trendinflation liegt, gibt es die rationale Erwartung, dass die Inflation fällt. Damit die Geschichte einer nur temporär erhöhten Inflation glaubwürdig bleibt, müssen die Zentralbanken nur moderate Aktionen setzen. Die Leitzinsen werden auf ein neutrales Zinsniveau angehoben. Das reale Zinsniveau bleibt in diesem Fall niedrig (bei null Prozent). Eine weiche Landung der Wirtschaft ist möglich. In diesem Lager war bis vor kurzen die Europäische Zentralbank angesiedelt, die ja nur Leitzinsanhebungen in einer moderaten Geschwindigkeit signalisiert hatte. Hier liegt das Risiko in einer zu restriktiven Politik (zu schnelle Anhebungen auf ein zu hohes Zinsniveau).	Im zweiten Modell kann eine Inflationsspirale in Gang gesetzt werden. Denn hier gibt es die adaptiven Erwartungen, dass die Inflation im nächsten Jahr hoch (oder noch höher) sein wird, weil sie in diesem Jahr hoch (oder angestiegen) ist. In diesem Fall stehen die Zentralbanken unter Druck, die wirtschaftliche Aktivität so weit abzukühlen, dass der Inflationstrend gebrochen wird. Dieses Szenario impliziert eine Rezession, weil die Realzinsen deutlich in den positiven Bereich angehoben werden müssen. In diesem Lager befindet sich aktuell keine Zentralbank, stellt aber das größte Risiko für die Märkte dar.	Auch ein Mischmodell Nummer drei ist vorstellbar. Solange die zugrundeliegende Inflation auf einem tiefen Niveau liegt, denken die Wirtschaftsagent:innen nicht viel über die Inflation nach. Die Inflationsentwicklung passt (vielleicht zufällig) mit dem Modell der rationalen Erwartungen zusammen. Wenn aber die Inflation ansteigt und für längere Zeit über einem kritischen Niveau liegt (der Inflationstrend ansteigt), kommt es zu einem Regimewechsel. Die Wirtschaftsagent:innen machen sich Sorgen über die zukünftige Inflation. Aktuell liegt die Hoffnung der Zentralbanken darin, einen Regimewechsel gerade noch verhindern zu können. Die Zentralbanken heben möglichst rasch auf ein neutrales Zinsniveau an, weil die Inflationsraten deutlich angestiegen sind, um den Kipppunkt in das Regime Inflationsspirale zu verhindern. In dieses Lager kommen immer mehr Zentralbanken der entwickelten Volkswirtschaften.
---	---	--

Vergangene Woche hat die vormals gemäßigt agierende (dovische) Zentralbank in Australien (Reserve Bank of Australia) den Leitzinssatz um 0,5 Prozentpunkte auf 0,85% angehoben, nachdem sie den Leitzinssatz im Mai um 0,25 Prozentpunkte angehoben hatte. Die Europäische Zentralbank hat am vergangenen Donnerstag für Juli eine graduelle Leitzinsanhebung um 0,25 Prozentpunkte angekündigt. Für September wurde eine weitere Leitzinsanhebung veranschlagt. Die überraschend kämpferische (hawkische) Aussage war, dass eine größere Erhöhung (0,5 Prozentpunkte) angebracht sein wird, sollten die mittelfristigen Inflationsaussichten bestehen bleiben (nicht sinken) oder sich verschlechtern. Am kommenden Mittwoch wird die US-Zentralbank den Leitzinssatz (sehr wahrscheinlich) um weitere 0,5 Prozentpunkte auf 1,5% anheben (oberes Band für den Leitzinssatz).

Schlussfolgerung

Eine weiche Landung der Wirtschaft ist mithin vor allem unter drei Voraussetzungen möglich. Erstens ist die Produktionslücke nur leicht positiv (keine Überhitzung). Zweitens kann die Inflationsdynamik entweder als rein rational oder bis zu einem Kipppunkt als rational beschrieben werden. Drittens schaffen es die Zentralbanken, das Wirtschaftswachstum im genau gewünschten Ausmaß abzukühlen. Folgesatz: Die Abwärtsrisiken haben mit den angestiegen Inflationsraten zugenommen.

Erläuterungen zu Fachausdrücken finden Sie in unserem Fonds ABC: [Fonds-ABC](#) | [Erste Asset Management](#)

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



Gerhard Winzer

Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer:innen des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Creditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.