

<https://blog.de.erste-am.com/inflationsboom-ein-schmaler-grat/>

Inflation - ein schmaler Grat

Agne Loibl



© inflation (c) iStock

Seit dem Frühjahr 2020 hat sich der Blick auf die Inflation weltweit komplett gedreht. Zwischen der Finanzkrise 2008 und dem Beginn der Pandemie war eine zu niedrige Inflation ein Thema, seit dem Frühjahr 2021 werden dagegen Mehrjahreshöchststände bei der Inflation erreicht. Dies war nicht nur eine Überraschung für die Kapitalmärkte, sondern auch für die Zentralbanken.

Eine höhere Inflation, die im Einklang mit dem jeweiligen Inflationsziel der Zentralbank steht (und bleibt), in Kombination mit einem hohen Wachstum könnte als positive Entwicklung für die Volkswirtschaften in einem sogenannten „Inflationsboom-Szenario“ angesehen werden. Dieser Blogbeitrag soll einen Überblick über die Ursprünge und Gefahren eines solchen Szenarios geben.

Makroökonomische Entwicklung seit 2020

Die Bühne für das Inflationsboom-Szenario wurde durch die Antwort der Finanz- und Währungsinstitutionen auf die Covid-Pandemie bereitet: Sie boten volle Unterstützung an, um die Wirtschaft zu retten. Auf der fiskalischen Seite wurden riesige Konjunkturpakete aufgelegt, die im Wesentlichen aus den Bilanzen der Zentralbanken finanziert wurden.

Infolgedessen stiegen die Primärsalden der öffentlichen Haushalte und die Verschuldung (in % des BIP) in die Höhe. Ein großer Teil dieser Schulden wurde von den Zentralbanken übernommen. Der massive Anstieg der Arbeitslosigkeit konnte jedoch deutlich rückgängig gemacht und glücklicherweise auf ein niedrigeres Niveau zurückgeführt werden.

Wie bereits erwähnt, war die Inflation im Jahr 2020 überhaupt kein Thema mehr. Eine säkulare Stagnation (anhaltend niedriges Wachstum, niedrige Inflation und niedrige Zinsen) schien ein realistischeres makroökonomisches Szenario zu sein.

Annahmen für ein Inflation Boom-Szenario

Um angesichts des makroökonomischen Umfelds ein Szenario für einen Inflationsboom zu schaffen, sind mehrere Bedingungen erforderlich:

- In erster Linie ist ein höheres BIP-Wachstum erforderlich, um neue Arbeitsplätze zu schaffen. Im gegenwärtigen (pandemischen) Umfeld könnte dieses Wachstum nur mit starken fiskalischen und monetären Eingriffen erreicht werden.
- Die Kombination dieser Maßnahmen kann in der Tat als „Paradigmenwechsel“ bezeichnet werden und steht im Mittelpunkt des Szenarios. Im Prinzip bedeutet dies, dass sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik im Vergleich zur Vergangenheit während der wirtschaftlichen Erholung lockerer bleiben. Einzelheiten zum „Paradigmenwechsel“ finden Sie im letztjährigen Blogbeitrag zur Inflation.
- Die anhaltende fiskal- und geldpolitische Unterstützung erhöht folglich die Nachfrage und steigert das BIP-Wachstum, wodurch die Arbeitslosenquote nach und nach sinkt. Wenn sie lange genug anhält, wird die Vollbeschäftigung erreicht werden. Zu diesem Zeitpunkt läuft die Wirtschaft bereits auf Hochtouren. Wenn die Behörden ihre Unterstützung nicht reduzieren, wird die Wirtschaft unterhalb der inflationsfreien Arbeitslosenquote (NAIRU) arbeiten, und es entsteht eine positive Produktionslücke. Die Wirtschaft beginnt sich zu überhitzen.

Diese Entwicklung übt von zwei Seiten Druck auf die Preise aus: erstens von der höheren Nachfrage und zweitens von der Angebotsseite aufgrund des Mangels an Arbeitskräften. Infolgedessen hebt ein etwas höheres Lohnwachstum die zugrunde liegende Inflation in Richtung des Zentralbankziels.

Rückblick auf die Annahmen

Das waren unsere Annahmen im Jahr 2020. Was hat sich bewahrheitet und was nicht?

- **Auf der fiskalischen Seite** wurden riesige Konjunkturpakete aufgelegt, die zu steigenden staatlichen Primärdefiziten führten. Positiv zu vermerken ist, dass der Kampf gegen die Arbeitslosigkeit recht erfolgreich war, da die Arbeitslosenquote in den USA von 14,8 % auf dem Höhepunkt im Frühjahr 2020 auf heute unter 6 % fiel.
- **Auf der monetären Seite** erwarteten wir die Einführung einer Renditekurvensteuerung (Yield-Curve-Control). Dies geschah zwar nicht, aber die FED setzte ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten mit ähnlicher Wirkung fort, und die Renditen blieben auf historischen Tiefstständen.
- Darüber hinaus gingen wir von der Einführung des „Average Inflation Targeting“ aus. Dies wurde von der FED im August 2020 getan.

Aus heutiger Sicht kommen wir zu dem Schluss, dass der von uns erwartete Paradigmenwechsel nun eingetreten ist.

Inflation: Vorübergehend oder dauerhaft?

Die Pandemie hat in mehreren Dimensionen zu einem Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage geführt, z. B. zu einer Verknappung von Halbleitern, zu höheren Transportkosten und zu einer höheren Warenpreisinflation aufgrund der steigenden Warennachfrage, was zu überraschend hohen Inflationsraten geführt hat.

Die vielleicht wichtigste Frage in der Makroökonomie ist derzeit, ob dieser derzeitige Anstieg der Inflation vorübergehend oder dauerhaft ist.

Derzeit gehen wir aus mehreren Gründen davon aus, dass dieser Anstieg **vorübergehend** ist.

- Als die Verbote nachließen, überschwemmten die Verbraucher den Einzelhandel mit neuen Aufträgen. Das verarbeitende Gewerbe nahm die Produktion wieder auf, aber es kam zu massiven Unterbrechungen der Lieferkette. Diese Störungen werden jedoch endgültig behoben werden – und können daher als vorübergehend angesehen werden.
- Der Anstieg der Inflation ist nicht auf breiter Basis zu beobachten, sondern konzentriert sich auf einige Sektoren wie Gebrauchtwagen und andere langlebige Konsumgüter. Einige dieser sehr hohen Inflationsraten sind bereits im August wieder auf den Boden der Tatsachen zurückgekehrt.

Da es sich um ein vorübergehendes Phänomen handelt, muss die US Notenbank FED nicht mit einer Zinserhöhung reagieren, so dass die Wirkung des Paradigmenwechsels anhalten könnte.

Historisch gesehen begann eine dauerhafte Inflation jedoch immer mit einer vorübergehenden Inflation: Dieser Wechsel könnte vor allem auf den veränderten Erwartungen der Marktteilnehmer beruhen: Sobald sie anfangen, eine höhere Inflation zu erwarten, handeln sie entsprechend, indem sie höhere Löhne fordern und die Produzenten die höheren Produktionskosten an die Verbraucher weitergeben.

Dies könnte zu einer Lohn-Preis-Spirale führen und den Weg für eine dauerhaft höhere Inflation ebnen. In diesem Fall entwickelt sich das Szenario eines Inflationsbooms zu einem Stagflationsszenario. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit einer dauerhaft hohen Inflation derzeit gering ist, betrachten wir eine vorübergehende Inflation als unseren Basisfall.

Ein schmaler Grat für die Zentralbanken

Die größte Bedrohung für das Szenario eines Inflationsbooms ist jedoch eine mögliche Änderung der Inflation in eine dauerhafte.

Wenn die Inflation dauerhaft wird, könnte die Zentralbank auf zwei Arten reagieren:

- Erstens könnte sie sofort mit einer Straffung beginnen. Dies würde den Paradigmenwechsel grundsätzlich verhindern. Die wirtschaftliche Erholung würde viel länger dauern. Infolgedessen wäre die Inflation kein Thema, und die gegenwärtigen Versorgungsengpässe würden aufgrund des allgemein niedrigeren Wachstums schneller behoben. Dies würde zu einem Szenario der **säkularen Stagnation** führen.
- Andererseits könnte die Zentralbank auch zu spät handeln. Sie könnte die Fehler der 1970er Jahre wiederholen, indem sie eine dauerhafte Inflation erst dann anerkennt, wenn bereits eine **Preis-Lohn-Spirale** eingetreten ist. In diesem Fall müsste die Zentralbank sehr viel stärker und schneller reagieren, was zu einem weiteren Schock mit großen Preisanpassungen auf den Märkten führen würde. Darüber hinaus würde dies höchstwahrscheinlich zu einer wirtschaftlichen Stagflation führen, während die Inflation nicht sofort zurückgehen würde. Die Kombination beider Effekte wäre die Stagflation.
- Neben diesen Szenarien gibt es noch eine weitere Alternative. Diese kombiniert das Szenario des Inflationsbooms mit einer Verbesserung der Produktivität. Das **Produktivitätsboom-Szenario** hat einen deflationären Effekt, der das BIP-Wachstum anhebt und die Inflation senkt.

Folglich ist es eine dünne rote Linie, auf der sich die Zentralbank bewegen muss, um beim Szenario des Inflationsbooms zu bleiben.

Fazit

Um unsere Ergebnisse zusammenzufassen: Ein Inflationsboom-Szenario ist in den wichtigsten Volkswirtschaften der Welt wahrscheinlich. Verglichen mit dem Zeitraum zwischen dem Ende der Großen Finanzkrise und dem Beginn der Pandemie bedeutet dies ein höheres reales BIP-Wachstum und eine höhere Inflation.

Der „Paradigmenwechsel“ ist die wichtigste Triebkraft für dieses Szenario, da er den Schwerpunkt mehr auf Beschäftigung und Löhne als auf die Eindämmung der Inflation legt. Die beiden großen Risiken dieses Szenarios bestehen darin, dass 1) die derzeit hohen Inflationsraten dauerhaft bleiben und 2) eine starke wirtschaftliche Überhitzung nach Erreichen der Vollbeschäftigung ein stagflationäres Umfeld hervorruft.

Ein Inflationsschub war im Frühjahr und Sommer 2021 in den meisten der größten Volkswirtschaften weltweit zu beobachten, der Wachstum trotz eines rezessiven Umfelds erlaubt hat. Die Zentralbanken müssen die makroökonomische Entwicklung genau beobachten und die Überhitzung der Wirtschaft zum richtigen Zeitpunkt abbremsen.

Wichtige rechtliche Hinweise:

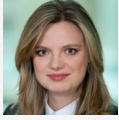
Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idGF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ 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 die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com abrufbar und stehen dem/der interessierten AnlegerIn kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere AnlegerInnen und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer AnlegerInnen hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.



Agne Loibl

Fund Managerin, Erste Asset Management