

<https://blog.de.erste-am.com/wie-funktioniert-inflation-teil-2-treiber-der-inflationsentwicklung/>

Treiber der Inflationsentwicklung

Gerold Permoser

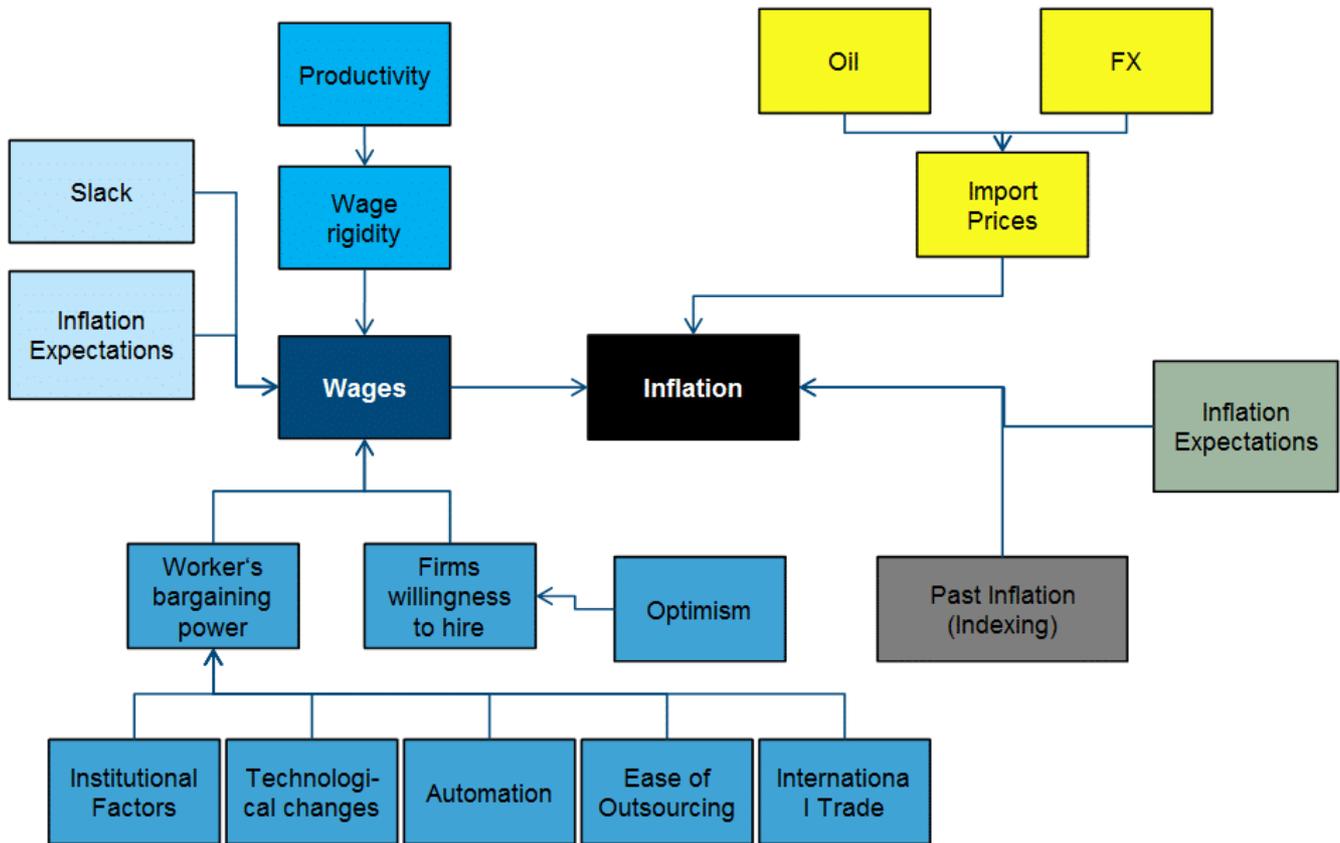


© (c) iStock

In [Teil 1](#) der dreiteiligen Serie zum Thema Inflation beschäftigten wir uns mit den Funktionen der Inflation. In Teil 2 geht es nun um die Treiber, die die Inflationsentwicklung beeinflussen.

Es gibt extrem viele Faktoren, die auf die Inflationsentwicklung einwirken können. Anbei eine Grafik, die einige dieser Faktoren bzw. die Wirkungskanäle dahinter aufzeigt. Das sind aber bei weitem nicht alle Faktoren oder alle Wirkungskanäle.

Es fehlen auch Abhängigkeiten zwischen einzelnen Faktoren bzw. Rückkopplungsschleifen. Dazu kommt, dass sich die Gewichte der einzelnen Faktoren von Land zu Land unterscheiden können. Denken sie etwa an die Wechselkursentwicklung.



Quelle: Erste Asset Management GmbH

Das schaut kompliziert aus. Wie gehen Sie vor, wenn Sie sich die Inflationsentwicklung in einem Land anschauen?

Ausgangspunkt ist immer eine Grafik mit der vergangenen Inflationsentwicklung. Die aktuelle Inflationsrate ist ein guter Ausgangspunkt für eine Schätzung der zukünftigen.

Dazu kommt, dass man sehr schnell ein Gefühl bekommt, was denn überhaupt drinnen ist. Schwankt die Inflation um +/-0,5% oder um +/-5% um einen Mittelwert? Man bekommt auch ein Gefühl für das institutionelle Set Up rund um die Inflation. Welche Inflationsgeschichte hat ein Land? Gab es Hyperinflation oder Deflation?

Als nächstes würde ich anschauen, welche Inflation kurz- und vor allem langfristig erwartet wird. Dazu kann man verschiedene Quellen nutzen. Was ist in inflationsgeschützten [Anleihen](#) oder ähnlichen Finanzinstrumenten gepreist?

Was prognostizieren Zentralbank, Banken, internationale Organisation und Wirtschaftsforschungsinstitute? Was erwarten Unternehmer und Konsumenten in Umfragen?

Danach würde ich mir [zyklische Einflussfaktoren anschauen](#). Darunter fallen die Stellung im Wirtschaftszyklus, Indikatoren, die auf die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsausnützung schließen lassen und letztendlich die Lohnentwicklung.

Es geht darum herauszufinden, ob mit einem schnelleren Anstieg der Preise zu rechnen ist, weil die Nachfrage sehr hoch ist bzw. weil es Beschränkungen auf der Angebotsseite, etwa durch Kostenerhöhungen für bestimmte Rohstoffe gibt.

Dazu kommen globale Einflussfaktoren wie [Öl- und Importpreise](#), inklusive Wechselkursentwicklung.

Zu guter Letzt geht es dann auch noch um eine Reihe weiterer, weniger klar zu fassende, Faktoren. Wie ist das politische Klima, die Einstellung zu wirtschaftlichen Themen und die Stimmung im Land? Wie entwickelt sich die Produktivität?

Wie stark ist man dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt? Welche Rolle spielen neue, in der Regel billigere Vertriebswege? Wie viele Arbeitsplätze sind durch [den technischen Fortschritt, sprich Roboter, gefährdet](#)? Heute sind es meiner Meinung nach vor allem diese Faktoren, die die inzwischen sehr geringen Inflationsunterschiede bzw. Inflationsentwicklung ausmachen.

Warum ist die Inflation seit einigen Jahren so niedrig?

Vereinfacht kann man sagen, die Preise von Dienstleistungen stiegen, die von Gütern fielen.

- Die Preise von Konsumgütern fallen seit einiger Zeit (Juni 2019: -0,6% im Jahresabstand). Vor allem die Preise der langlebigen Konsumgüter fallen seit vielen Jahren. Aber auch die Preise der kurzlebigen Konsumgüter stagnieren seit einem halben Jahrzehnt.
- Die Preise für Dienstleistungen hingegen stiegen in den letzten Jahren an (Juni 2019: 2,2% im Jahresabstand).
- Innerhalb der Dienstleistungen unterschieden sich vor allem die Preisentwicklung für die beiden Schwergewichte *Housing* und *Health Care*. Während die Wohnraumkosten im Juni 2019 bei 3,5% im Jahresabstand lagen betrug der Anstieg bei den Gesundheitskosten 1,8%.
- Eine Wild Card kommt den Lebensmittel- und Energiepreisen zu. Diese schwanken deutlich stärker als andere Komponenten des Warenkorb. Die Lebensmittelpreise stiegen im Juni 2019 nur moderat an (1,1% im Jahresabstand). Die Energiepreise vielen sogar um 5,3%. Das kann sich aber sehr rasch ändern. Vor genau einem Jahr lag der entsprechende Wert bei 26% im Jahresabstand.

Wie spielt hier die Lohnentwicklung rein?

Die Lohnentwicklung ist natürlich ein wichtiges Thema. Trotz Robotisierung arbeiten in jedem Unternehmen Menschen und diese bekommen ein Gehalt. Am Ende des Tages ist Arbeitskraft der wichtigste Inputfaktor in den Produktionsprozess. Wenn die Löhne fallen oder steigen, dann fällt oder steigt auch die Inflation.

Derzeit wird gerade in den USA die Lohnentwicklung oft diskutiert? Zum einen scheinen die Löhne trotz der gut laufenden Konjunktur nur sehr gering zu steigen, zum anderen wird oft angemerkt, dass die Lohnsteigerungen falsch gemessen werden. Was halten Sie davon?

Ich möchte mit der zweiten Frage beginnen. Steigen die Löhne oder nicht? Diese Frage ist wie jede Messfrage am Ende des Tages sehr technisch und wenn man die Details kennt nicht trivial.

Die [Federal Reserve Bank of Chicago](#), ein Teil des US-Zentralbanksystems, hat vor kurzer Zeit ein Paper veröffentlicht, in dem sie aus derselben Datenbasis Lohnzuwächse von 2,8% bis 5,1% errechnet hat. Angesichts der aktuellen Inflationsraten ein Scheunentor.

Woher kommt der Unterschied? Bei der Berechnung der durchschnittlichen Lohnanstiege muss man drei Fragen beantworten und je nachdem wie man diese beantwortet, bekommt man unterschiedliche Ergebnisse.

Die 1. Frage ist die, welche Lohnempfänger man nimmt. Alle oder nur diejenigen, die auch vor einem Jahr schon gearbeitet haben. Im einen Fall misst man die Veränderung der Löhne aller Lohnempfänger, d.h. das was Unternehmen als Lohnsumme zahlen, im anderen Fall, die Lohnanstiege derer, die über die gesamte Messperiode beschäftigt waren.

Die 2. Frage ist die nach dem verwendeten Durchschnitt. Nimmt man das arithmetische Mittel oder den Median. Der Median reagiert weniger auf Ausreißer als es das arithmetische Mittel tut.

Die 3. Frage ist die, ob man alle Lohnempfänger gleich gewichtet oder ob auch die Höhe des Gehalts eine Rolle spielt. Änderungen hoher Gehälter schlagen entsprechend stärker auf die Lohnsumme der Unternehmen durch, als das gleich hohe prozentuelle Änderungen niedriger Gehälter täten. Je nachdem wie man diese Fragen beantwortet kommt man dann mit der gleichen Datenbasis auf Werte von 2,8% bis 5,1%.

Was heißt das jetzt? Steigen die Löhne (das Lohnwachstum) in den USA derzeit oder nicht?

Die durchschnittlichen Stundenlöhne (alle Personen, unabhängig davon, ob sie am Beginn der Periode schon beschäftigt waren, arithmetisches Mittel, Gleichgewichtung) in den USA stiegen zuletzt um 3,1% im Jahresabstand an.

Das ist angesichts der extrem niedrigen Arbeitslosenrate 3,7% gering. Ein Teil der Erklärung warum dieser Wert so gering ist, liegt aus meiner Sicht aber darin, dass gerade wegen der niedrigen Arbeitslosenrate vor allem Menschen eine Beschäftigung finden, die bisher aufgrund ihrer Qualifikation keine Chance hatten, einen Job zu finden. Diese Personen sind in der Regel geringer bezahlt und drücken daher die Löhne.

Das spiegelt sich auch darin wieder, dass eine große Zahl der zuletzt neu geschaffenen Jobs vor allem in Branchen geschaffen wurde, die eher gering qualifizierte Personen einstellen. Dafür spricht auch, dass die Lohnkosten derer, die auch während des letzten Jahres beschäftigt waren schneller als die 2,5% steigen.

Dazu kommt, dass in den USA aufgrund der demografischen Entwicklung das durchschnittliche Alter der Beschäftigten sinkt. Ältere Arbeitskräfte, die aufgrund ihrer größeren Erfahrung auch mehr verdienen, fallen überproportional aus der Statistik und drücken so den Durchschnitt nach unten.

Heißt das, dass die Löhne steigen ohnehin der Konjunkturlage entsprechend und werden nur falsch gemessen?

So einfach ist es leider auch wieder nicht. Die Löhne steigen zwar, aber von der guten Konjunktur ist in den Zahlen meines Erachtens trotzdem zu wenig zu sehen.

Darüber hinaus darf man nicht vergessen, dass es auch sehr gute alternative Erklärungen für die moderaten Lohnzuwächse gibt. Einige Analysten behaupten, dass der US-Arbeitsmarkt gar nicht so angespannt ist, wie es die Arbeitslosenrate glauben machen will.

Ein Teil der Arbeitslosigkeit wird einfach nicht gemessen. Das glaube ich persönlich nicht, da alternative Konzepte zur Messung der Arbeitslosigkeit zeigen, dass diese stillen Reserven in den USA inzwischen weitgehend ausgeschöpft sind.

Einige Experten machen [die Globalisierung und China für die niedrigen Löhne verantwortlich](#). Hier denke ich, dass die Angst vor Outsourcing und Jobverlust sicherlich eine dämpfende Wirkung auf die Lohnentwicklung haben.

Wenngleich der direkte Effekt eher gering ist. Dafür wird zu wenig aus China importiert. In den USA stammen nur ca. 2% des Warenkorbs aus China. Ein Faktor, der ebenfalls immer wieder angeführt wird, ist die immer stärkere Durchdringung der Wirtschaft mit Robotern und künstlicher Intelligenz.

Hier bin ich skeptischer. Zum einen müsste man in den Produktivitätsstatistiken viel mehr davon sehen, wenn immer weniger Menschen dank Robotern immer mehr produzieren. Zum anderen ist der Anteil der Wirtschaft in dem die Roboter in den letzten 24 Monaten „die Herrschaft übernommen haben“ gering.

Als weiterer Grund warum das Lohnwachstum derzeit so moderat ausfällt, werden oft die stabilen Inflationserwartungen genannt.

Sieht man sich an, was Konsumenten und Unternehmer in den USA in den nächsten Jahren an Inflation erwarten, dann liegt der Wert ziemlich unabhängig vom Auf und Ab der Konjunktur bei ca. 2%. In so einem Umfeld werden geforderte und gezahlte Gehälter ebenfalls deutlich stabiler als in der Vergangenheit sein.

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

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.



Gerold Permoser

Gerold Permoser ist seit Anfang April 2013 Veranlagungschef (Chief Investment Officer) der Erste Asset Management.

In dieser Funktion verantwortet er die gesamten Asset Management Aktivitäten und Anlagestrategien aller Investmentfonds der Erste Asset Management Gruppe in Österreich, Deutschland, Kroatien, Rumänien, der Slowakei, Tschechien und Ungarn. Vor seinem Eintritt im Unternehmen übte er diese Funktion bei Macquarie Investmentmanagement Austria KAG aus. Permoser verfügt über Erfahrung im Veranlagungsbereich seit 1997.

Er begann seine Karriere als Fixed-Income Analyst in der Creditanstalt in Wien. Im Jahr 2000 wechselte er in das Fondsmanagement der Innovest KAG. Dort konnte er maßgebliche Akzente im Investmentbereich setzen und avancierte dann zum CIO (Leiter der Asset Allocation und des Research). Gerold Permoser studierte an der Universität Innsbruck und ist CFA-Charterholder. Er trägt an der Universität Wien und bei verschiedenen Post-Graduate Ausbildungen für Analysten und Portfoliomanager vor (z. B: bei der Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften, VÖIG).