

«Team Transitory» gegen «Team Permanent»: zwei Perspektiven zur Inflation

17. Januar 2022 – Marc Brüttsch, Chefökonom, Swiss Life

«Vor einem grossen Walde wohnte ein armer Holzhacker mit seiner Frau und seinen zwei Kindern; das Bübchen hiess Hänsel und das Mädchen Gretel. Er hatte wenig zu beissen und zu brechen, und einmal, als grosse Teuerung ins Land kam, konnte er das tägliche Brot nicht mehr schaffen.»

Diese Zeilen zeigen: Im Märchen wie im wahren Leben kommt es seit Jahrhunderten immer wieder zu drastischen Wertverlusten der Zahlungsmittel. Ein bekanntes Beispiel ist die Hyperinflation vor hundert Jahren, und nun, zum Jahresbeginn 2022, ist das Thema Inflation wieder in aller Munde.

In der Diskussion um die künftige Entwicklung der Inflation spalten sich die Meinungen in zwei Lager: eines – in den USA «Team Transitory» genannt – welches den jüngsten Anstieg der Inflationsraten als weitgehend vorübergehend ansieht, und ein zweites – als «Team Permanent» bezeichnet, welches vor einem nachhaltig veränderten Inflationsregime warnt.

Auch wenn es nach der Finanzkrise des Jahres 2008 Stimmen gab, welche davor warnten, dass Anleihekaufprogramme und Nullzinspolitik der Notenbanken zu Inflation führen würden, erfüllten sich diese Prophezeiungen bis 2021 nicht. Umso lauter nun also das Echo jener, die nun endlich recht zu bekommen glauben. Die Medien springen gerne auf das Thema auf und breite Gesellschaftsschichten in Deutschland scheinen gemäss der rekordhohen Internetabfragen zum Suchbegriff «Inflation» nun in höchstem Mass besorgt.

Da mag es erstaunen, dass sich die Mehrheit der Ökonomen mit ihren Prognosen zur Inflation in Deutschland im Jahr 2022 zum «Team Transitory» bekennt: Gemäss Konsensuserhebung der Londoner Firma Consensus Economics soll die mittlere Inflationsrate 2022 auf 2,7% zu liegen kommen. Damit dies eintrifft, muss die Inflationsrate von aktuell über 5% bis ins vierte Quartal 2022 wieder unter 2% fallen.

Schleicht das Inflations-Gespens wirklich so rasch wieder davon?

Tatsächlich wird das «Team Transitory» in den kommenden Monaten zu einfachen Punkten kommen. 2021 stieg die Inflationsrate in Deutschland nämlich auch aufgrund von steuerlichen Sondermassnahmen, wie der neuen CO₂ Besteuerung und der Rückkehr zu normalen Mehrwertsteuersätzen. Der Wegfall dieser Basiseffekte wird im ersten Quartal für deutlich tiefere Inflationsraten sorgen. Aber das Inflationsthema beschränkt sich nicht nur auf Deutschland und es lässt sich auch nicht nur mit veränderten Steuersätzen erklären. Wie steht es also um die übrigen Treiber der Inflation und deren Wirkung auf die künftige Preisentwicklung? Für die weitere Analyse soll grob zwischen drei Ursachen für Inflation unterschieden werden, nämlich Effekten auf der Nachfrageseite, angebotsseitige Ursachen und strukturelle Gründe.

Die Nachfrage kann preistreibend wirken, wenn Geld- und Fiskalpolitik gleichzeitig Stimuli zur Stützung der Konjunktur bereitstellen. Anders als 2008 war dies in der Folge der Pandemie der Fall. Über die vergangenen zwei Jahre stützten Geld- und Fiskalpolitik die Nachfrage in den reichen entwickelten Volkswirtschaften erheblich. Zur Bekämpfung der Finanzkrise 2008 wurde zwar die Geldpolitik gelockert, gleichzeitig verschrieben sich viele Staaten einen Sparkurs, welcher einen Anstieg der Inflation verhinderte. Ein weiterer erheblicher Unterschied besteht nachfrageseitig auch in der Kreditvergabe der Geschäftsbanken. Diese kollabierte nach der Finanzkrise, weil die Banken ihre Bilanzen in Ordnung bringen mussten. Zu Ende des Jahres 2021 wuchs das Kreditvolumen in den USA aber

überdurchschnittlich stark, die Liquiditätsspritzen der Notenbank kommt dort also in der Realwirtschaft an.

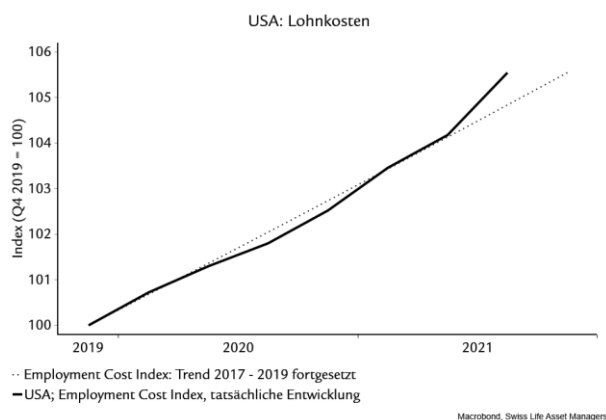
Geht das so weiter? Nein. Zur Bewältigung des wirtschaftlichen Schadens der Massnahmen zur Pandemiebekämpfung war es nötig, im Jahr 2020 geld- und vor allem fiskalpolitisch alles auf eine Karte zu setzen. Damit wurde durch die Behörden verhindert, dass dem Angebotsschock während des Lockdowns noch eine Kreditkrise folgte. Der Fiskalimpuls ebbt nun aber ab und auch der Rückenwind seitens der Geldpolitik lässt nach. In vielen Schwellenländern wurden bereits 2021 die Leitzinsen erhöht, im Vereinigten Königreich und den USA setzt jetzt eine Phase der Normalisierung der Geldpolitik ein. Wer fortgesetzt hohe Inflationsraten erwartet, lässt ausser Acht, dass die nachfrageseitigen Impulse bereits nachlassen und nötigenfalls noch weiter gedämpft werden können.

Wenden wir uns den angebotsseitigen Gründen für den jüngsten Anstieg der Verbraucherpreise zu. Auch diese sind unmittelbar auf die Pandemie zurückzuführen. Unterbrochene Lieferketten wirken in vielen Bereichen der Güterherstellung und im internationalen Handel bis heute nach. Die Anbieter können nur allmählich mit der hohen Nachfrage schritthalten. Nun mehren sich aber die Anzeichen, dass sich die Engpässe nun auflösen. Halbleiter werden in Rekordzahl produziert, zusätzliche Kapazitäten in Form neuer Fabriken werden in den USA, Japan und der EU bereitgestellt. Die Preise für Mikrochips fallen bereits wieder und Zahlen aus der Automobilindustrie zeigen einen starken Anstieg der Produktion in den letzten zwei Monaten des Jahres 2021. In der Schifffahrt wurden zuletzt dreimal so viele Transportcontainer produziert wie zu normalen Zeiten, gleichzeitig stieg die Anzahl neubestellter Frachtschiffe auf den höchsten Wert seit über zehn Jahren. Die Frachtkosten reagieren auf diese Entwicklung und sind seit Oktober wieder rückläufig. Wo dies möglich ist, scheinen die automatischen Schutzschalter der Marktwirtschaft in Form einer Anpassung von Angebot und Nachfrage also dafür zu sorgen, dass rasch neue, tiefere, Gleichgewichtspreise gefunden werden.



Wer fortgesetzt hohe Inflationsraten erwartet, lässt ausser Acht, dass die Angebotsseite in Schlüsselbereichen in einen Schweinezyklus eingetreten ist, der mittelfristig für tiefere, nicht höhere Preise sorgen wird.

Ein besonderes Augenmerk verdient angebotsseitig der Arbeitsmarkt. Eine sogenannte Lohn-Preisspirale war schliesslich (mit)verantwortlich für Deutschlands grosse Inflation der Jahre 1921 bis 1923 und auch für die Inflation zu Beginn der siebziger Jahre des letzten Jahrhunderts. Auch heute gibt es Stimmen, die auf die Lohnentwicklung hinweisen und davor warnen, dass die Pandemie hier für einen Bruch gesorgt hat. Leider sind Arbeitsmarktdaten nachlaufende Konjunkturindikatoren, es liegen uns erst wenige verlässliche Daten für die breite Lohnentwicklung im Jahr 2021 vor. Für die USA weisen die letzten verfügbaren Daten für das dritte Quartal 2021 tatsächlich daraufhin, dass sich das Wachstum der Arbeitskosten zuletzt gegenüber dem mehrjährigen Trend vor der Pandemie beschleunigt hat. Im Jahresvergleich legte der «Employment Cost Index» um 3,7% zu.



Es ist bis jetzt ein einziger Datenpunkt, ob sich diese Entwicklung fortsetzt, bleibt abzuwarten. Gleichwohl war diese Entwicklung ein Weckruf für die US-Notenbank. Mit dem Hinweis auf höhere Lohnkosten

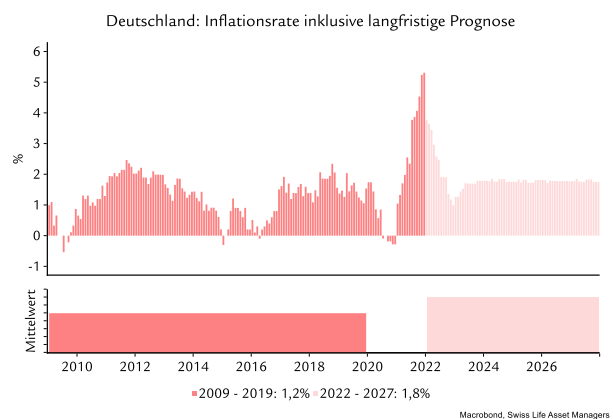
und die rückläufige Produktivität begründete die Fed ihren Entscheid das Anleihekaufprogramm rascher als geplant auslaufen zu lassen und die Bereitschaft, die Zinsen früher anzuheben als ursprünglich erwartet. In Europa ist bisher kein beschleunigtes Lohnwachstum zu erkennen, eher im Gegenteil: die Tariflöhne stiegen im dritten Quartal 2021 im Vorjahresvergleich gerade einmal um 1,4%. Beschäftigungsgewichtet erwächst für 2022 aus den Tarifabschlüssen in Deutschland ein Lohnwachstum von weniger als 3%. Wie beim Kreditwachstum, zeigt sich auch anhand der Entwicklung am Arbeitsmarkt, dass das Risiko hartnäckig höherer Inflationsraten jenseits des Atlantiks höher ist als hierzulande.

Bleiben strukturelle Ursachen, welche für ein nachhaltig höheres Inflationsregime besorgt sein könnten. Dazu zählen regulatorische Ursachen, Monopolsituationen oder der Verlust des Vertrauens ausländischer Kreditgeber in die wirtschaftliche Stabilität eines Landes.

Die Pandemie hat die Diskussion um die Preismacht von Monopolisten nicht grundsätzlich verändert. Die Rolle der Monopole spielt in der aktuellen Inflationsdebatte denn auch keine bedeutende Rolle. Ebenso ist die internationale Kreditwürdigkeit im Zusammentreffen mit einem «Twin Deficit» aktuell für die Türkei ein Problem, nicht aber für Deutschland. Und doch gibt es einen strukturellen Preistreiber, der den jüngsten Anstieg der Inflation massgeblich mitverantwortet: Die Anstrengungen zur Dekarbonisierung der Wirtschaft haben 2021 endgültig ein Preisschild erhalten. In Deutschland sorgte nicht nur die schrittweise Einführung einer CO₂ Steuer für höhere Verbraucherpreise, die Energiepreise siegen auch seit dem Frühjahr auf den internationalen Rohwarenmärkten weiter an. Anders als bei den Halbleitern oder der Schifffahrtindustrie setzt das Signal gestiegener Preise keine Anreize mehr, die Bereitstellung fossiler Energieträger hochzufahren.

Der zusätzliche Ausstoss müsste mit dem Erwerb von Emissionspapieren, die ebenfalls teurer geworden sind, kompensiert werden. Anders als in früheren Zyklen entspannt sich die Lage beim Erdölpreis deshalb bis jetzt nicht. Und so sind die Energiepreise die Hauptschuldigen für die hohe Inflation. Sie trugen bis Ende 2021 mehr als die Hälfte zu den hohen Inflationsraten in Europa bei. Es gibt dafür den Begriff der «Greenflation», der eine politisch gewünschte Verschiebung der relativen Preise zugunsten nachhaltigerer Energiequellen beschreibt.

Die hohen Energiepreise und die weiterhin grosszügige Liquiditätsversorgung der Wirtschaft durch die EZB bleiben die wichtigsten Gründe, weshalb die Inflation noch länger erhöht bleiben wird. Für Deutschland gehen wir bei Swiss Life Asset Managers für die kommenden fünf Jahre von einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1,8% aus. Mittelfristig pendelt sich also die Inflation in der Nähe des Zielwerts der Europäischen Zentralbank von «nahe bei, aber unter 2%» ein. Dies klingt erst einmal nach Entwarnung, vor allem mit Blick auf die aktuellen Inflationszahlen. Aber mit Blick auf die jüngere Vergangenheit wird die Teuerung in diesem Szenario im Alltag spürbar bleiben. In den zehn Jahren vor der Pandemie lag die mittlere Jahresteuierung in Deutschland nämlich gerade einmal bei 1,2%.



Wie kann man sich als Investor vor mittelfristig höherer Inflation und negativen Realzinsen auf dem Sparbuch schützen? Wir haben kürzlich lange Zeitreihen für die USA, Japan, das Vereinigte Königreich, Deutschland und Frankreich und die Schweiz untersucht. Der Befund ist eindeutig: In Zeiten steigender Inflation schneiden Anlagen in festverzinsliche Staatsanleihen im schlechter ab als Investitionen in Sachwerte. Unter letzteren schnitten Immobilienanlagen über den untersuchten Zeitraum seit 1870 besser ab als Aktien, wenn die Inflationsraten anstiegen.

Die oben beschriebenen Erwartungen beschreiben das in unseren Augen wahrscheinlichste Szenario. Wir zählen uns demnach zum «Team Transitory». Der Ausgang der aktuellen Inflationsdebatte bleibt aber ungewiss, andere Szenarien spielen in unseren Investitionsprozessen ebenfalls eine Rolle. Den Ausgang der Geschichte von Hänsel und Gretel kennen wir aber. Wie es sich für ein Märchen gehört, kommt es zu einem glücklichen Ende: Die Kinder kehrten mit reichlich Perlen und Edelsteinen zu ihrem

Vater zurück. Sachwerte bleiben bis heute in Zeiten steigender Inflation erste Wahl. Hänsel und Gretel würden 2022 ihr Vermögen in Aktien, Infrastruktur und Immobilien investieren. Damit es zum Ende der

Geschichte weiterhin heissen kann: «Da hatten alle Sorgen ein Ende, und sie lebten in lauter Freude zusammen»

Haftungsausschluss:

Dieses Dokument wurde mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, wir geben jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnen jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die vorliegende Publikation begründet weder eine Einladung noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Veräusserung von Finanzinstrumenten, sondern dient lediglich Informationszwecken. Dieses Dokument enthält «zukunftsgerichtete Aussagen», welche unsere Einschätzung und unsere Erwartungen zu einem bestimmten Zeitpunkt ausdrücken. Dabei können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere Einflussfaktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. «Swiss Life Asset Managers» ist der Markenname für die Vermögensverwaltungsaktivitäten der Swiss Life-Gruppe. Mehr Informationen auf www.swisslife-am.com.
Quelle: Swiss Life Asset Managers. Alle Rechte vorbehalten. Kontakt: info@swisslife-am.