

Mittelfristiger Wirtschaftsausblick: Fokus auf Inflation

Mittelfristiger Ausblick Weltwirtschaft

In den letzten Jahren war die Weltwirtschaft durch ein historisch tiefes Wachstum gekennzeichnet, verursacht durch negative demographische Trends und ein geringes Produktivitätswachstum. Die demografischen Trends – so sinkt mittlerweile auch in China die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter – sind im laufenden Jahrzehnt erneut leicht schwächer als im letzten. Bezüglich Produktivität gibt es keine Indikationen, dass diese sich künftig wesentlich anders entwickeln wird als in den letzten zehn Jahren. Aufgrund der fortschreitenden Digitalisierung stehen die Chancen auf ein etwas höheres Produktivitätswachstum besser als für erneut rückläufige Zuwachsraten. Es besteht zwar eine gewisse Tendenz, die Lieferketten sicherer zu gestalten, was auf Kosten der Produktivität gehen würde. Dies dürfte allerdings nur für wenige Segmente der Wirtschaft zutreffen und insgesamt vernachlässigbar sein. Klarer absehbar ist, dass die Pandemie die Trends in Richtung E-Commerce und Digitalisierung nachhaltig gestärkt und beschleunigt hat. Viele Unternehmen sind zudem aus der Pandemie schlanker und mit höheren Gewinnmargen hervorgegangen.

Bezüglich Geldpolitik hat die Pandemie gezeigt, dass die Notenbanken, allen voran das US Federal Reserve, bereit sind, die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte sicherzustellen, womit den Notenbanken im Krisenfall eine zentrale und immer wichtigere Rolle zukommt.

Der fiskalische Spielraum wird für jene Länder, bei denen die Finanzierung einer steigenden Staatsschuld von den Kapitalmärkten gelegentlich in Frage gestellt wird (Bsp. Italien) geringer aufgrund des sprunghaften Anstiegs der Verschuldung im Gefolge der Pandemie. Für Länder wie die USA dürfte diese kapitalmarktseitige Budget-Restriktion auf absehbare Zeit demgegenüber kaum bestehen.

In Analogie zur Inflationsentwicklung seit den frühen 1990er-Jahren bleibt eine verhaltene Inflation mittelfristig das wahrscheinlichste Szenario. Nachfrageverschiebungen während der Pandemie bedeuten aber auch für 2022 noch einen anhaltenden Preisdruck, insbesondere an den Gütermärkten.

Komponenten des Potentialwachstums

Die Summe aus der Zunahme der Arbeitsproduktivität und der geleisteten Arbeitsstunden (Proxy-Grösse: Personen im Erwerbsalter) bestimmen das mittelfristige Wachstum einer Volkswirtschaft (BIP-Wachstumspotenzial).

Produktivität, Arbeitsmarkt und Wirtschaftswachstum (Veränderung, % p.a.)

	Arbeitsproduktivität				Personen im Erwerbsalter				BIP-Wachstumspotenzial			
	1991-2000	2001-2010	2011-2020	2021-2030	1991-2000	2001-2010	2011-2020	2021-2030	1991-2000	2001-2010	2011-2020	2021-2030
Westeuropa	2.1	1.4	0.7	0.7	0.3	0.4	0.0	-0.3	2.5	1.8	0.7	0.5
Deutschland	2.8	1.6	1.1	1.1	0.2	-0.4	-0.5	-1.1	3.0	1.3	0.6	0.0
Frankreich	1.8	1.3	0.7	0.7	0.4	0.5	-0.1	-0.1	2.2	1.8	0.6	0.7
Italien	1.6	0.3	0.2	0.2	0.0	0.3	0.0	-0.4	1.6	0.7	0.2	-0.2
Spanien	1.2	0.7	1.1	1.1	0.7	1.3	0.5	0.2	2.0	2.0	1.6	1.3
Grossbritannien	2.6	1.8	0.4	0.4	0.3	0.7	0.2	0.1	2.9	2.5	0.6	0.5
Schweiz	1.0	1.8	0.2	0.2	0.4	0.7	0.5	0.1	1.5	2.6	0.7	0.3
Schwellenländer Europa	0.7	4.9	1.9	1.9	0.6	0.6	-0.1	-0.2	1.2	5.5	1.8	1.7
USA	1.8	2.2	0.5	0.5	1.3	1.1	0.3	0.2	3.1	3.3	0.8	0.7
Latein-Amerika	1.5	1.5	0.9	0.9	2.0	1.7	1.3	0.7	3.6	3.3	2.2	1.5
Brasilien	1.8	1.8	0.2	0.2	2.3	1.6	1.1	0.4	4.1	3.4	1.3	0.5
Japan	2.0	1.6	1.0	1.0	0.0	-0.6	-1.0	-0.7	2.1	0.9	0.0	0.3
Asien (ohne Japan)	5.5	6.8	5.5	5.5	1.9	1.7	1.0	0.5	7.4	8.6	6.6	6.1
China	9.3	10.1	6.1	6.1	1.3	1.3	0.0	-0.4	10.7	11.6	6.1	5.7
Indien	4.1	6.0	5.1	5.1	2.3	2.0	1.6	1.1	6.5	8.1	6.8	6.2
Indonesien	2.7	2.7	4.1	4.1	2.3	1.5	1.3	0.6	5.0	4.2	5.5	4.8
Welt	2.2	2.5	2.1	2.1	1.7	1.6	1.0	0.7	3.9	4.1	3.2	2.9

Produktivität/Total geleist. Arbeitsstunden: Durchschnittswert ohne Krisenjahre 2008-2009, Schätzungen ab 2011 basierend auf den für die Jahre ab 2011 veröffentlichten Daten. Wachstumspotenzial = Produkt des Wachstumsfaktors der Bevölkerung im Erwerbsalter und des Wachstumsfaktors der Produktivität. Quelle: US-Census Bureau, Conference Board, Weltbank, eigene Berechnungen

Inflation 2022: Ursachen und Prognose

- ❑ Starker Anstieg der Inflation in den letzten Monaten. Bezüglich der Ursachen und aus Kapitalmarkt-Perspektive steht in dieser Studie die Analyse der Entwicklungen in den USA im Vordergrund.
- ❑ Aufgrund ihrer statistischen Eigenschaften sind Inflationsraten weit weniger gut prognostizierbar als etwa das Wirtschaftswachstum.
- ❑ Historische Entwicklungen: Inflation in den letzten 100 Jahren. Phänomene: Hyperinflation, Phillips-Kurve. Strukturbruch in den 1990er-Jahren aufgrund der Globalisierung?
- ❑ Monetarismus: Die Theorie hat in den letzten 30-40 Jahren wenig dazu beigetragen, die Inflation zu verstehen und vorherzusagen. Der Zusammenhang zwischen Zinsentwicklung und Konjunktur ist demgegenüber gut dokumentiert, wobei die Geldpolitik stark verzögert auf Konjunktur und Inflation wirkt.
- ❑ Bestes, theoretisch gut fundiertes Erklärungsmodell über Jahrzehnte hinweg: Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft als Inflationsursache.
- ❑ Aktuelle Inflation: Indirekt eine Folge der Pandemie. Anhaltender Inflationsdruck im weiteren Jahresverlauf aufgrund wenig freier Kapazitäten (Vollbeschäftigung in Europa, überhitzter Arbeitsmarkt in den USA). Mögliche dämpfende Faktoren: Stabile Energiepreise, Nachlassen der Pandemie-bedingt enorm hohen Güternachfrage in den USA. Prognose 2-3 Jahre: Notenbankziele von 2% als Richtschnur.

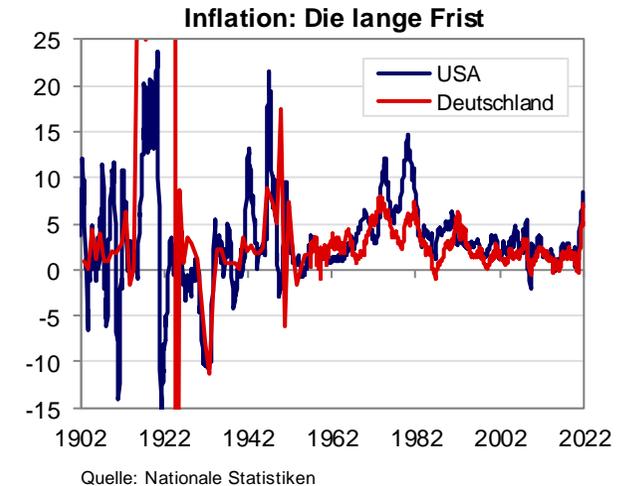
Statistische Charakteristika und Prognose

Die Grafiken zeigen die Inflationsraten in den USA und Deutschland in den letzten 120 Jahren sowie die globale Inflation seit Mitte der 1980er-Jahre. Auffällige Inflationsphasen sind die beiden Weltkriege (inkl. die Hyperinflation der Weimarer Republik nach dem ersten Weltkrieg), die 1970er-Jahre und der jüngste starke Anstieg der Inflation.

Die Grafiken illustrieren auch, dass die Inflation im statistischen Sinne keine stationäre Variable ist, d.h. die Inflation oszilliert (anders als beispielsweise die Arbeitslosenrate) nicht um einen im Zeitablauf etwa konstanten Mittelwert bei konstanter Varianz.

Einfach ausgedrückt ist die beste Prognose für stationäre Variablen ihr historischer Mittelwert, während die beste Prognose für nicht-stationäre Variablen (diese folgen einem Random-Walk) ihr letzter Wert ist (d. h. wenn die Inflation 10% oder eine Million Prozent beträgt, ist die beste Prognose 10% bzw. eine Million Prozent, unabhängig vom Prognosehorizont). Da stationäre Variablen per Definition zu ihrem Mittelwert zurückkehren, sind Prognosen für stationäre Variablen (etwa das Wirtschaftswachstum) im Zeitverlauf viel treffsicherer als Prognosen für nichtstationäre Variablen (wie die Inflation).

Diese statistische Eigenschaft verdeutlicht, dass Inflationsziele von Zentralbanken enorm wichtig sind. Wenn diese Ziele glaubwürdig sind, erhält die Inflation zumindest mittelfristig ein stationäres Element.



Tiefe Inflation seit den 1990er-Jahren

Etwa 1990: Strukturbruch hin zu tiefer und vergleichsweise stabiler Inflation. In der Literatur gut dokumentiert.

Gründe (empirisch zusammengenommen unzureichend nachweisbar):

- ❑ Zentralbanken: Weltweit ist die Zahl der unabhängigen Notenbanken gestiegen; vermehrt Inflationsziele seit den späten 1980er-Jahren. Inflationsziele dürften dazu beigetragen haben, die Inflationserwartungen auf tiefen Niveaus zu stabilisieren.
- ❑ Globalisierung: Chinas Beitritt in die Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001 als Meilenstein. Global handelbare Waren und Dienstleistungen bedeuten globalen Wettbewerb und wenig lokale Preissetzungsmacht (Preiserhöhungen Unternehmen, Lohnverhandlungen).
- ❑ Technologischer Fortschritt: Deflation im Güterbereich (Bsp. Computer, Halbleiter). Sharing Economy (Bsp. Airbnb, Uber). Preistransparenz durch E-Commerce. Industrialisierung des Einzelhandels (Beispiele dafür sind Walmart, Zara und IKEA).
- ❑ In einer alternden Gesellschaft gehen zudem immer mehr Mitarbeitende mit hohen Löhnen am Ende des Erwerbslebens in Rente, während jene, die in das Erwerbsleben eintreten, niedrigere Löhne aufweisen (das Argument besticht v.a. dann, wenn die Produktivitätslücke zwischen Älteren und Jüngeren kleiner ist als die Lohnlücke). Dieser demographische Effekt ist in den USA gemäss Fed statistisch nachweisbar.

Zentralbanken mit Inflationszielen sind ein wesentliches Strukturmerkmal seit den 1990er-Jahren. Die Globalisierung und andere inflationsdämpfende Faktoren, die in den letzten Jahrzehnten am Werk gewesen sein könnten, dürften weiterhin eine mässige Wirkung haben, auch wenn diese Effekte empirisch schwer zu belegen sind.

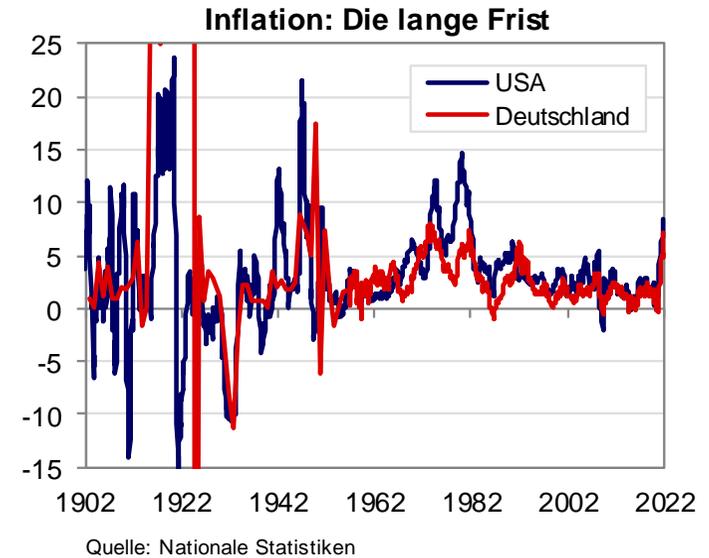
Phillips-Kurve: Fehlgeleitete Wirtschaftspolitik

Ein historischer Spezialfall ist die Inflationsphase der 1960er- und 1970er-Jahre.

Nach der Entdeckung der Phillips-Kurve 1958, welche einen negativen Zusammenhang zwischen Lohnsteigerungen (bzw. Inflation) und Arbeitslosigkeit aufzeigt, wurde diese primär in den USA alsbald dahingehend interpretiert, dass unter Inkaufnahme einer höheren Inflation die Arbeitslosenrate gesenkt und damit der Wohlstand erhöht werden kann.

Das darauf beruhende wirtschaftspolitische Experiment der 1960er-Jahre endete in einem starken Anstieg der Inflation. In den 1970er-Jahren kamen Ölpreisschocks hinzu.

Die massive Straffung der Geldpolitik in den USA (unter dem damaligen Fed-Vorsitzenden Paul Volcker) beendete schliesslich die Inflationsphase der 1970er Jahre.



Zentralbank als «Notenpresse» des Staates

Hyperinflation

Episoden extrem hoher Inflation finden sich oft in einer Konstellation, in der einem hohen Finanzbedarf des Staates eine ungenügende privatwirtschaftliche Finanzierung gegenübersteht. Wenn in der Folge die Notenbank zur Finanzierung der Staatsausgaben eingesetzt wird, kann ein solcher Prozess sogar eine Hyperinflation auslösen (was voraussetzt, dass die Notenbanken unter staatlicher Kontrolle stehen). Das Muster ist etwa in der Hyperinflation der Weimarer Republik, aber auch in Zimbabwe in den 2000er-Jahren, gut erkennbar.

Ebenso lässt sich die (allerding immer noch vergleichsweise tiefe) Inflation in den USA nach dem zweiten Weltkrieg mit staatlicher Einflussnahme auf die Geldpolitik in Zusammenhang bringen. Trotz der 1913 gesetzlich festgeschriebenen Unabhängigkeit der Notenbank wurde die US-Geldpolitik zwischen 1933 und 1951 faktisch vom Kongress und der Regierung bestimmt.

Der Einsatz der Notenpresse durch Regierungen bedeutet im Wesentlichen, dass die Regierungen den privaten Sektor auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten wegdrängen. Die resultierenden Kapazitätsengpässe führen zu höheren Preisen.

Anleihekäufe als Werkzeug der Geldpolitik

Die enorm hohen Anleihekäufe führender Notenbanken (quantitative Lockerung) in Industrieländern seit der Finanzkrise mögen auf den ersten Blick Parallelen zur Geschichte, als Zentralbanken als Notenpresse instrumentalisiert wurden, aufweisen. Die Motivation hinter den derzeitigen Anleihekäufen ist aber eine ganz andere. Die Notenbanken erwerben Staatsanleihen nach eigenem Ermessen und nicht auf Anordnung von Regierungen, deren Haushalte aufgrund versiegender privatwirtschaftlicher Kreditquellen nicht finanzierbar sind.

Geldpolitik: Milton Friedmans Monetarismus

Friedman and Schwartz (1963): Eine monetäre Geschichte der Vereinigten Staaten, 1867 – 1960

1. Veränderungen im Verhalten der Geldmenge sind eng mit Veränderungen der Wirtschaftstätigkeit [...] und der Preise verbunden.
2. Die Beziehung zwischen monetären und wirtschaftlichen Veränderungen war sehr stabil.
3. Geldmengenveränderungen hatten oft einen unabhängigen Ursprung; sie waren nicht einfach ein Spiegelbild von Veränderungen in der Wirtschaftstätigkeit.
4. In monetären Angelegenheiten trügt der Schein; die wichtigen Beziehungen sind oft genau das Gegenteil von dem, was auf den ersten Blick sichtbar ist.»

Friedman (1963): **“Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen.”**

Friedman argumentierte, dass man nirgendwo auf der Welt Inflation finde, die nicht durch einen vorherigen Anstieg des Geldangebots verursacht wurde.



Diese Hypothesen haben in den letzten 30-40 Jahren wenig dazu beigetragen, die Inflation zu verstehen und vorherzusagen.



Alternativen?

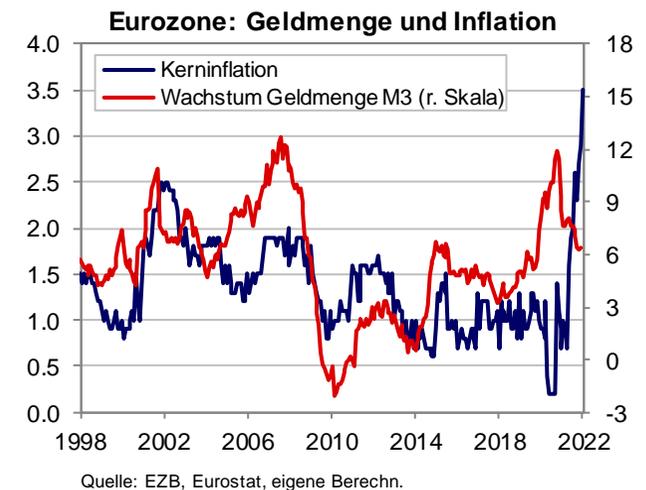
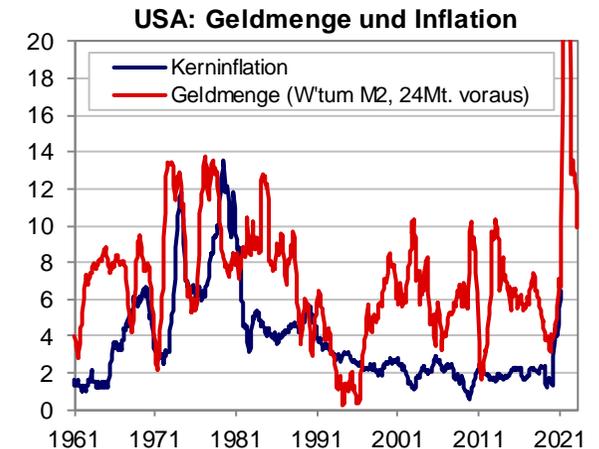
Geldmenge und Inflation: Kein klarer Zusammenhang

USA

- ❑ 1960er- und 1970er-Jahre: Die Geldmenge (M2) war ein sehr guter vorauslaufender Indikator der Inflation. Seit Mitte der 1980er-Jahre ist keine Korrelation zwischen Geldmenge und Inflation feststellbar, d.h. die Geldmenge ist als Prognoseinstrument untauglich.
- ❑ Korrelationskoeffizienten:
 - 1960-1985 = +0.36
 - Seit 1985 = -0.04 (d.h. keine Korrelation)

Eurozone

Die Grafik weist auf eine gewisse positive Korrelation zwischen der Geldmenge und der Inflation hin. Allerdings ist die zeitliche Kausalität unklar: Teilweise folgt die Geldmengenentwicklung der Inflation, zu anderen Zeiten ist es umgekehrt.



Quantitätsgleichung: Keine Theorie

Quantitätsgleichung

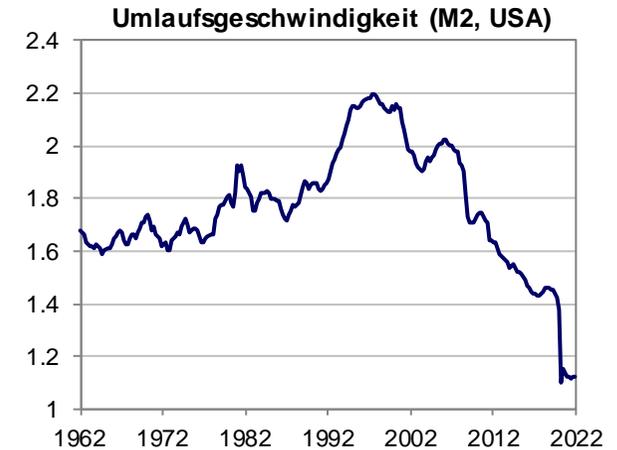
$$M \cdot v = P \cdot y$$

Die Geldmenge M multipliziert mit der Umlaufgeschwindigkeit v entspricht, per Definition, dem Wert aller Transaktionen, d.h. dem Preisniveau P multipliziert mit dem Transaktionsvolumen y (die Wurzeln der Quantitätsgleichung reichen bis ins 16. Jahrhundert zurück).

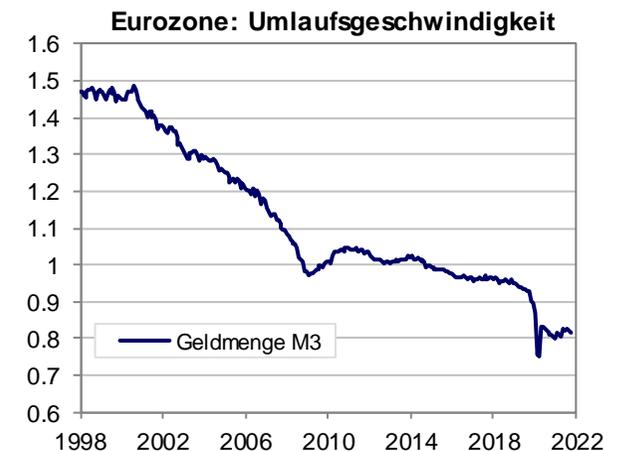
Spezialfall (Theorie): v und y sind konstant, dann bewegen sich M und P synchron. Die Grafiken zeigen, dass die Umlaufgeschwindigkeit v im Zeitablauf keineswegs konstant ist.

Selbst wenn v und y etwa konstant wären, sagt die Gleichung nichts über die Kausalität aus, d.h. ob M durch P verursacht wird (steigende Geldnachfrage aufgrund eines gestiegenen Preisniveaus) oder umgekehrt. Letzteres setzt zudem voraus, dass M durch einen Akteur steuerbar ist (Staat, Notenbank).

Einfache statistische Analysen bezüglich zeitlicher Kausalität für die USA mit Daten von 1880 bis 2020 zeigen, dass M etwas stärker durch P bestimmt wird als P durch M (Letzteres wird üblicherweise als ausschliessliche Kausalität unterstellt).



Quelle: Bloomberg



Quelle: EZB, Eurostat, eigene Berechn.

Geldmenge: Bestimmt durch die Nachfrage

Definition der Europäischen Zentralbank

M0: Banknoten und Münzen außerhalb der Zentralbank (inklusive Kassenbestände der Geschäftsbanken) plus dem Zentralbankgeldbestand der Kreditinstitute auf Konten bei der Zentralbank

M1: Bargeldumlauf bei Nichtbanken (also ohne Kassenbestände der Geschäftsbanken) plus Sichteinlagen der Nichtbanken

M2: M1 plus Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu zwei Jahren und Einlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist bis zu drei Monaten;

M3: M2 plus Anteile an Geldmarktfonds, Repoverbindlichkeiten, Geldmarktpapieren und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren.

Folgerungen

- M0 ist nur bedingt durch die Notenbank steuerbar (unmittelbar insbesondere durch Reserveanforderungen).
- Die übrigen Aggregate (M1 bis M3) reflektieren die Geldnachfrage des Nichtbanken-Sektors. Eine erhöhte Depositenhaltung kann zum Beispiel in einer Krise (d.h. aus Sicherheitsgründen) oder in einer boomenden Wirtschaft (steigende Einlagen wieder spiegeln steigende Bankkredite und steigende Transaktionsvolumina) auftreten.

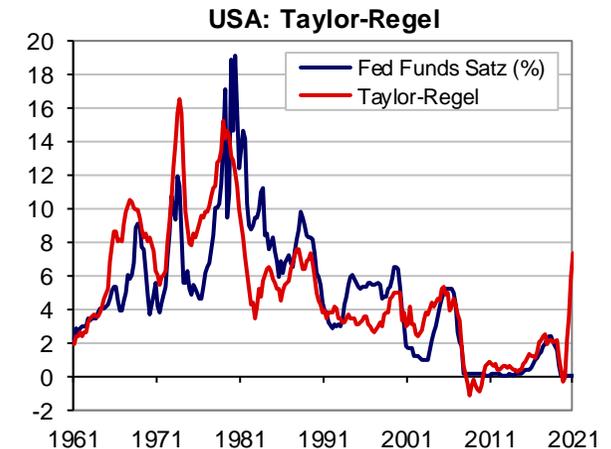
Der Preis für Geld als Erklärungsfaktor?

Um abschätzen zu können, ob der Leitzins einer Notenbank im Einklang mit dem wirtschaftlichen Umfeld steht, bietet sich die Taylor-Regel an (Inputvariablen sind die Inflation, das Inflationsziel der Notenbank, die Konjunktur und der neutrale Realzins, welcher seinerseits von der Demografie und der Zunahme der Arbeitsproduktivität beeinflusst wird).

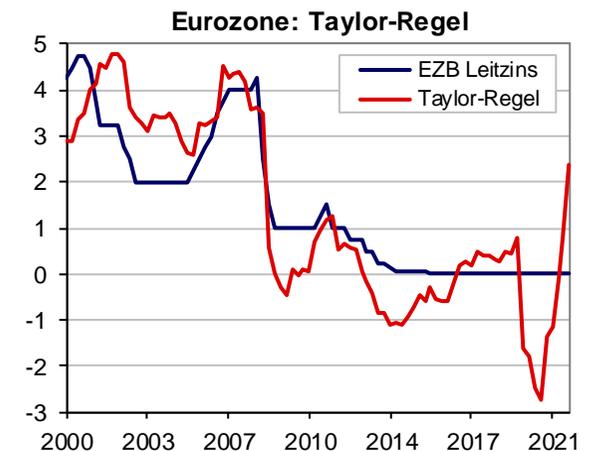
Tatsächlich zeigt das Beispiel der USA, dass die Geldpolitik in den 1960er- und 1970er-Jahren zu locker war. Der Fed Funds-Satz (der Leitzins der USA) war meist tiefer als das Niveau, welches durch die Taylor-Regel angezeigt wird. Zu günstiges Geld in den 1960er- und 1970er-Jahren würde demnach den Anstieg der Inflation in dieser Periode erklären – und zu teures Geld den Rückgang danach.

Die Grafik für die Eurozone zeigt, dass der EZB-Leitzins seit der Finanzkrise von 2008 im Mittel höher war als dies durch die Taylor-Regel angezeigt wird. In den USA stimmte der Leitzins in den vergangenen fünfzehn Jahren fast perfekt mit der Taylor-Regel überein. Damit war die Geldpolitik in den letzten 15 Jahren nicht zu locker (derzeit, aufgrund des Inflationsschubs der letzten Monate, ist die Geldpolitik erstmals seit langem zu locker).

Eine andere Interpretation der zu niedrigen Zinssätze in den 1970er Jahren wäre, dass dieser Umstand dazu führte, dass die Wirtschaft stärker und länger überhitzte als in späteren Jahrzehnten, was auf stärker ausgeprägte Kapazitätsengpässe und damit auf eine höhere Inflation in den 1970er Jahren hindeutet (siehe dazu den Abschnitt über die Produktionskapazität und ihre Rolle als Inflationstreiber).



Quelle: Fed, CBO, eigene Berechnungen



Quelle: EZB, IWF, eigene Berechnungen

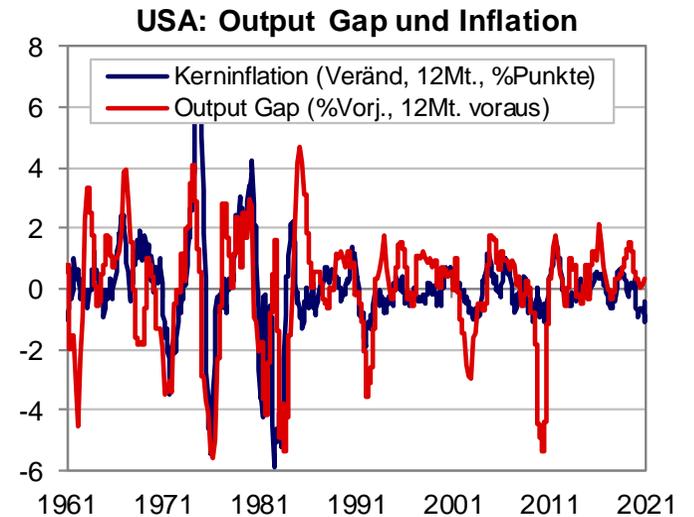
Bestes Erklärungsmodell: Kapazitätsengpässe

Die Grafik zeigt die Veränderung der Inflation im Vorjahresvergleich (in Prozentpunkten) und die Output Gap (die Veränderung im 12-Monatsvergleich, jeweils um 12 Monate vorauslaufend). Eine positive Output Gap bedeutet, dass Kapazitätsengpässe bestehen. In einem solchen Umfeld sind die Unternehmen eher geneigt, die Preise zu erhöhen als wenn die Nachfrage schwach ist. Ebenso entsteht Lohndruck. Die Output Gap bestimmt die Inflation etwa ein Jahr verzögert. Der Zusammenhang ist über die letzten sechs Jahrzehnte hinweg überraschend stabil (ganz anders als zwischen Geldmenge und Inflation).

Die Grafik zeigt auch, dass sowohl die Output Gap als auch die Inflation in der Zeit von 1960 bis Mitte der 1980er-Jahre grössere Ausschläge verzeichnet haben als nach 1990. Unser einfaches Output Gap-Modell erklärt die niedrigere Inflation seit den 1990er Jahren zu einem guten Teil. Mässige Inflationsfaktoren wie die Globalisierung sind daher nicht zwingend nötig, um den Strukturbruch der Inflation um 1990 zu erklären.

Korrelationskoeffizienten (Variablen in der Grafik): 1960-1985 +0,48, seit 1985 +0,45 (zum Vergleich: die Korrelation von Geldmengenwachstum und Inflation beträgt seit 1985 -0,04).

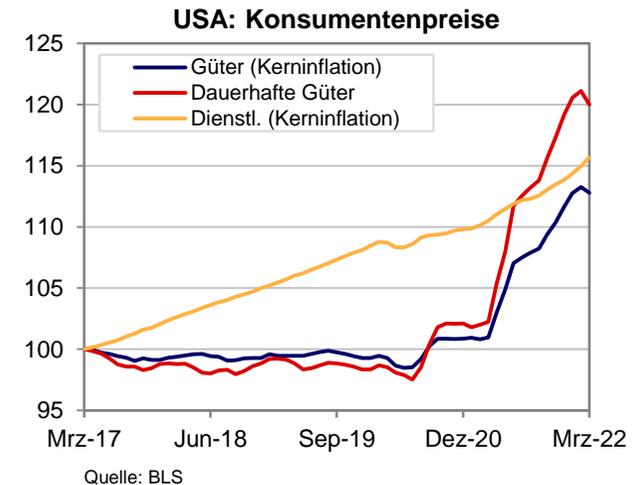
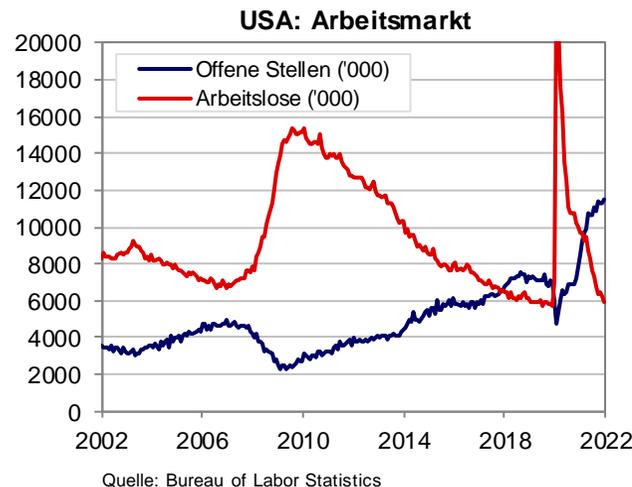
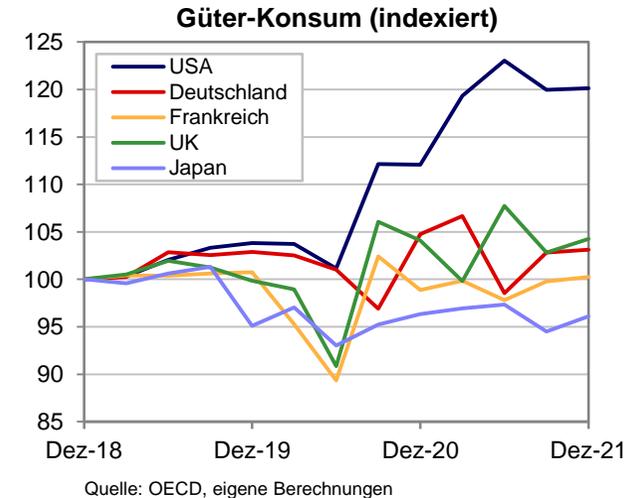
Diese Analyse zeigt, dass der Konjunkturzyklus ein guter Indikator für die Entwicklung der Inflation ist. Zudem lässt sich der Inflationsschub in den 1970er Jahren durch die wirtschaftliche Entwicklung erklären (die Ölpreisschocks waren erst ein Inflationsfaktor, als die Wirtschaft bereits überhitzt war).



Quelle: Nationale Statistiken, eigene Berechnungen

Pandemie: Engpässe an den Gütermärkten

Gemessen am Einbruch der Nachfrage während der Lockdowns war die staatliche Unterstützung in den USA für Haushalte, Arbeitslose und Unternehmen um Umfang von 25% einer Jahreswirtschaftsleistung (ein wesentlicher Teil in Form Barzahlungen) völlig überdimensioniert. Einschränkungen beim Konsum von Dienstleistungen (insbesondere Reisen, Restaurants und Veranstaltungen) führten dazu, dass besonders die Güternachfrage hochschnellte. Dies führte zu erheblichen globalen Engpässen in den Lieferketten und einem starken Anstieg der Güterpreise. Die meisten Industrieländer haben zwar ihre Volkswirtschaften während der Pandemie stark gestützt, nirgendwo ist aber die Güternachfrage stark gestiegen (siehe Grafik). Derzeit zeigt vor allem der US-Arbeitsmarkt Anzeichen einer Überhitzung: Auf jeden Arbeitslosen kommen zwei offene Stellen – ein noch nie dagewesenes Verhältnis.

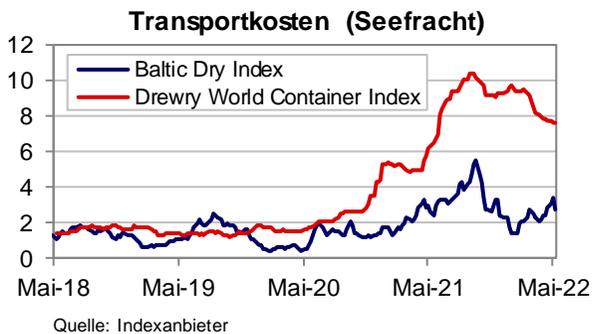
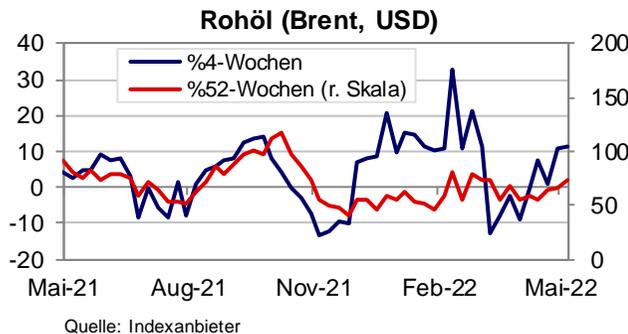
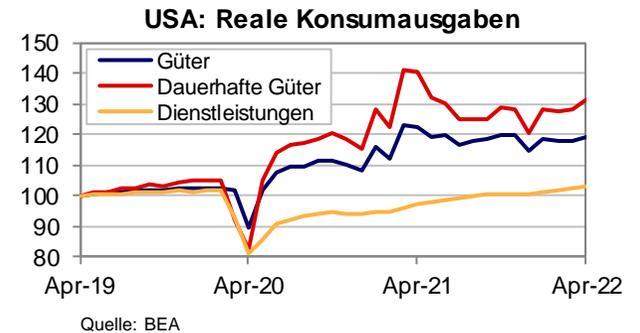
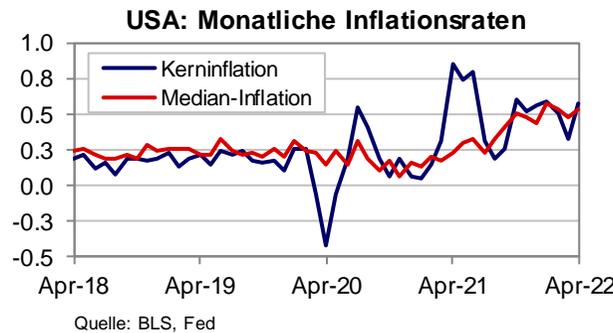
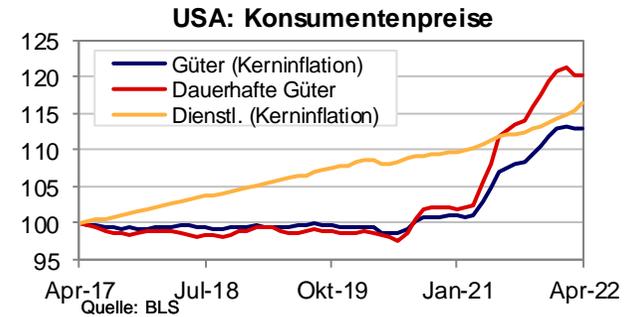
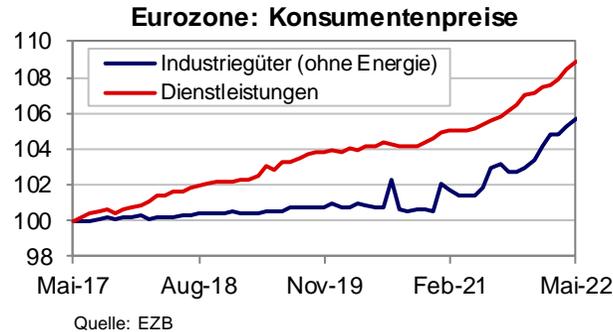


Aktuelle Trends: Inflationsindikatoren

Die monatliche Median-Inflation als Mass für den Inflationsdruck in den USA ist weiterhin hoch (s. Grafik).

Bezüglich Güternachfrage und Güterpreis-inflation sind kaum Zeichen der Entspannung erkennbar. Auch bei den Energiepreisen ist die erhoffte Stabilisierung bislang nicht eingetreten.

An den Anleihe-Märkten sind die langfristigen Inflationserwartungen demgegenüber leicht gesunken.



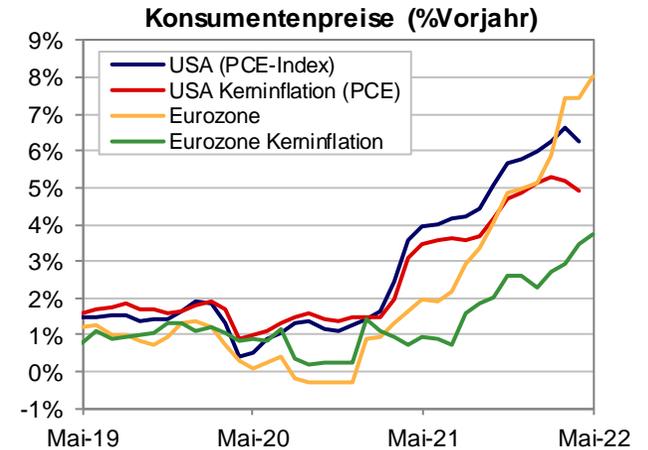
Anhaltender Inflationsdruck

Hinter dem Inflationsschub der letzten Monate stehen insbesondere ein anhaltender Aufwärtstrend bei den Güterpreisen und ein starker Anstieg der Energiepreise. Im Euroraum lagen die Zahlen im April und Mai über den Schätzungen der Ökonomen (die monatliche Kerninflation lag höher als in den Vormonaten und erreichte aufs Jahr hochgerechnet fast 6%). Die Gesamtinflation im Euroraum liegt höher als in den USA, gemessen am von der US-Notenbank bevorzugten Personal Consumption Expenditure Deflator (PCE). In den USA könnte die Inflation (Index im Vorjahresvergleich) im März den Höhepunkt erreicht haben.

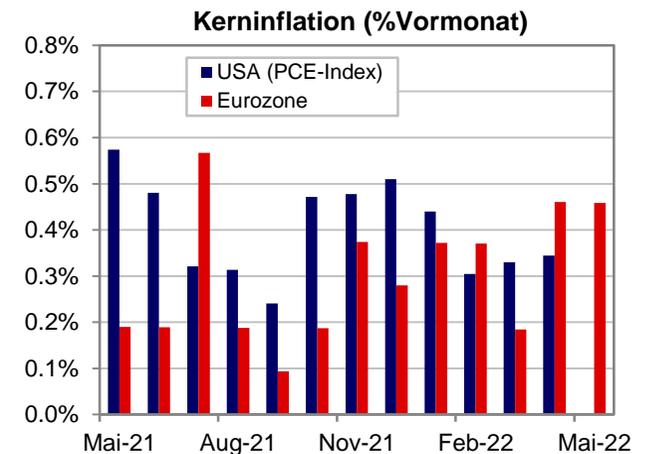
Bei erneut gestiegenen Erdölpreisen verzögert sich zwar die Entspannung bei der Energiekomponente der Inflation, sie bleibt aber in den kommenden Monaten realistisch (in Europa unterstützt durch Senkungen von Energiesteuern in einigen Ländern). Möglich scheint im weiteren Jahresverlauf auch ein etwas nachlassender Druck bei den Güterpreisen. Dafür wären allerdings geringere Störungen in Lieferketten (was keine weiteren Lockdowns in China bedingt) und eine Nachfrageverschiebung hin zu Dienstleistungen nötig.

Die Konjunktur ist insgesamt robust, und die Arbeitslosenraten sind in Europa und den USA historisch sehr tief, wobei der Arbeitsmarkt in den USA sogar Zeichen der Überhitzung zeigt. Ein solches Umfeld begünstigt steigende Löhne und die Weitergabe der Kosteninflation von Unternehmen an die Konsumenten.

Für die Kapitalmärkte und die Notenbanken bleiben die monatlichen Inflationsdaten, besonders die Kerninflation, zentral. Hier ist derzeit keine Entspannung erkennbar.



Quelle: Nationale Statistiken



Quelle: BLS, EZB

Zusammenfassung: Inflation und deren Bekämpfung

Erklärungsansätze Inflations-Ursachen

- ❑ Die beste Erklärung von Inflationsveränderungen sind Kapazitätsengpässe bzw. das Ausmass freier Kapazitäten. Wenig freie Kapazitäten geben Unternehmen und Lohnempfängern mehr Preissetzungsmacht als üblich. Die Daten zeigen auch, dass die wirtschaftliche Dynamik die Inflation mit einer Verzögerung von etwa 12 Monaten beeinflusst.
- ❑ These von Strukturbrüchen in den 1990er Jahren, welche zu stabilen und tiefen Inflationsraten beigetragen haben: Eine wichtige strukturelle Veränderung ist, dass führende Zentralbanken seit den 1990er Jahren über Inflationsziele verfügen.
- ❑ Geldpolitik: Die Höhe der Zinssätze (nicht die Geldmenge) trägt zur Erklärung der Inflation bei. Diese Ergebnisse sind jedoch statistisch schwer zu belegen, da es nicht genügend lange Phasen gibt, in denen die Zinssätze deutlich unter oder über dem fairen Niveau lagen.
- ❑ Es gibt Einzelfälle und Perioden, in denen die Wirtschaftspolitik fehlgeleitet war (z.B. als Staaten ihre Zentralbanken als Druckerpresse benutzten; die Ausnutzung der Phillips-Kurve in den 1960er und 1970er Jahren).

Inflationsbekämpfung

Wie die Jahre nach der Finanzkrise gezeigt haben, ist es für die Zentralbanken (das prominenteste Beispiel ist die EZB) bisweilen schwierig, die Inflation von einem Niveau unterhalb der Zielrate von 2% auf die Zielrate zu erhöhen. Umgekehrt haben die Zentralbanken die Möglichkeit, die Inflation zu senken, wenn sie als zu hoch erachtet wird. Unsere Analyse legt nahe, dass eine Senkung der Inflation weniger Kapazitätsbeschränkungen (bzw. höhere freie Kapazitäten) erfordert. Da die Produktionskapazitäten (vor allem die Arbeitskräfte) weitgehend fix sind, müssen die Zentralbanken die Nachfrage (Verbraucher- und Investitionsnachfrage) senken, um den Kapazitätsdruck zu senken. Das wichtigste Instrument zur Erreichung dieses Ziels sind höhere Zinssätze. Da die Inflation derzeit zum Teil von einer überhöhten Güternachfrage verursacht wird, könnte eine Normalisierung der Güternachfrage in den USA im Laufe dieses Jahres die Aufgabe der Zentralbanken teilweise, aber nicht vollständig, übernehmen.

Zusammenfassung: Bausteine unserer Inflationsprognose

Während der Pandemie wurden in den USA wirtschaftspolitische Fehler begangen. Diese Fehler haben dazu beigetragen, den derzeitigen Inflationsanstieg auszulösen (diese Faktoren sind nicht mehr präsent, wirken aber nach):

- Übermäßige Fiskalpakete während der Pandemie (die Fiskalpolitik ist zwar nicht mehr expansiv, aber die Auswirkungen der Pakete für 2020/21 sind immer noch spürbar).
- Das Powell-Fed hat sich bis 2021 stark auf Vollbeschäftigung konzentriert. Die Inflationsrisiken sind mittlerweile erkannt und in den Vordergrund gerückt.

Kapazitätsengpässe: Rekordtiefe Arbeitslosenquoten bedeuten anhaltenden Inflationsdruck. Wenn aber die Güternachfrage in den USA nachlässt, dürfte dies zu einer Entlastung der Produktionskapazitäten beitragen (unklar: Lieferketten – Entlastung oder anhaltende Störungen, insbesondere aufgrund der Lockdowns in China?). Da es lange dauert, bis sich steigende Zinssätze auf die Wirtschaft und die Inflation auswirken, dürften die Inflationsprobleme die Kapitalmärkte noch mindestens bis 2023 beschäftigen.

Umgekehrt gibt es keine Hinweise darauf, dass eine strukturell zu lockere Geldpolitik die derzeitige Inflationswelle ausgelöst hätte.

Fazit

- Die Entwicklung in den kommenden 12 Monaten ist von gegenläufigen Effekten geprägt. Der zugrundeliegende Inflationsdruck deutet auf einen weiteren Anstieg der Inflation hin, während die Stabilisierung der Energiepreise und ein Rückgang der Güternachfrage (im Laufe der zweiten Jahreshälfte) eine gewisse Entspannung ermöglichen. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Gesamtinflation in einem Jahr niedriger sein wird. Die Kerninflation dürfte in den USA und in Europa über 2% liegen.
- Mittelfristig (ab spätestens 2025): Die Inflationsziele der Federal Reserve und der EZB von 2% dienen als Richtschnur und entsprechen unserer Prognose.

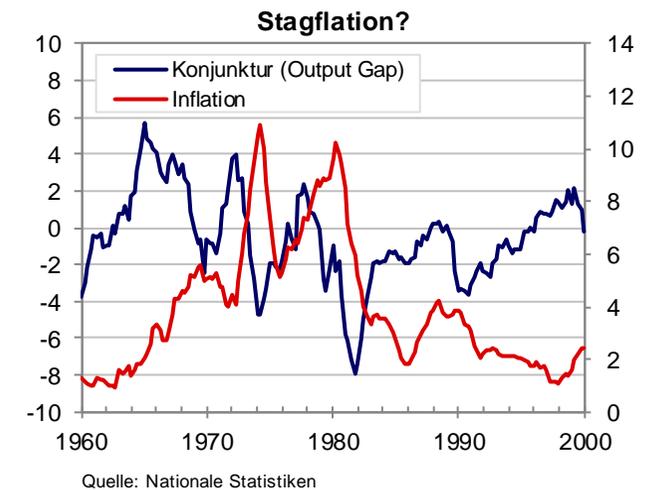
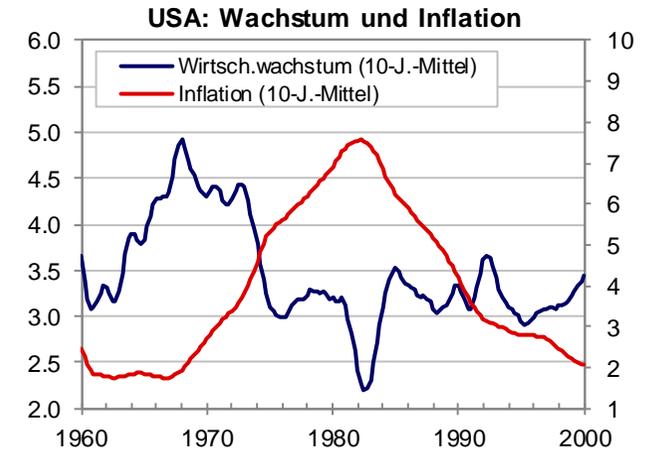
Anhang: Stagflation – Ein überstrapazierter Begriff

Unter Stagflation ist das gleichzeitige Auftreten von wirtschaftlicher Schwäche und Inflation zu verstehen. Das Phänomen der Stagflation wurde in den 1960er-Jahren in Grossbritannien und besonders im Zuge der Ölpreisschocks der 1970er-Jahre thematisiert.

Wer in den 1970er-Jahren auf die 1960er-Jahre zurückblickte (Grafik oben), erlebte tatsächlich, dass das Wirtschaftswachstum tiefer und die Inflation markant höher waren. Das 10-Jahres-Mittel des Wachstums war in den 1970er-Jahren aber nicht tiefer als in den folgenden Jahrzehnten.

Grafik unten: Es ist unschwer zu erkennen (und empirisch über lange Zeiträume bestätigt), dass die Inflation dem Konjunkturzyklus mit rund ein bis zwei Jahren Verzögerung folgt. Eindruck von Stagflation: 1974 und 1980.

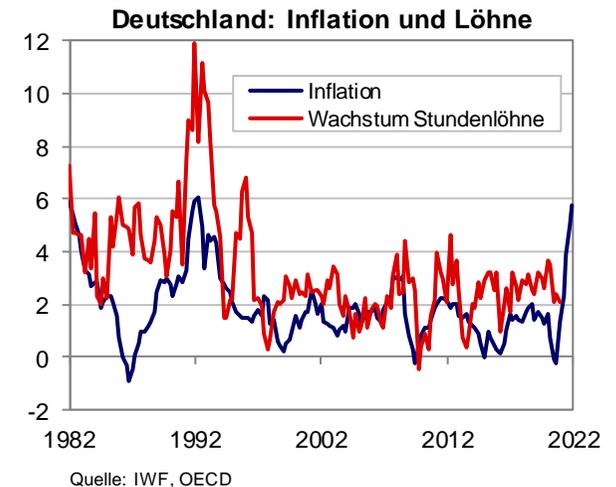
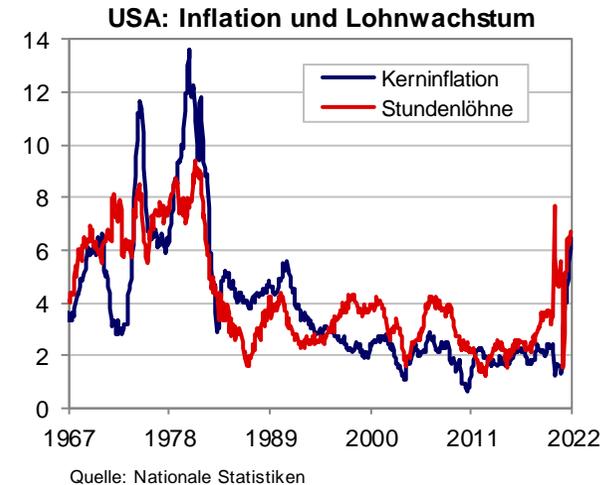
Stagflation ist somit kein anhaltender Zustand, sondern eine Momentaufnahme von Wachstum und Inflation, deren Verlauf im Wirtschaftszyklus nicht synchron ist. Das Konzept «Stagflation» dürfte daher bei der Analyse und Prognose von Industrieländer-Volkswirtschaften kaum von Nutzen sein.



Anhang: Konzept Lohn-Preis-Spirale

Im Zusammenhang mit Inflation ist gelegentlich von einer Lohnpreis-Spirale die Rede. Demnach löst ein Anstieg der Löhne bei den Unternehmen Preissteigerungen (zwecks Überwälzung der gestiegenen Kosten an die Kunden, um die Gewinnmargen zu halten) aus, was aufgrund höherer Güterpreise wiederum höhere Lohnforderungen nach sich zieht. Der Mechanismus funktioniert bei Vollbeschäftigung, d.h. wenn seitens der Beschäftigten und der Unternehmen eine entsprechende Verhandlungs- bzw. Preissetzungsmacht besteht. In einer wirtschaftlichen Schwächephase, etwa wenn eine Notenbank die Konjunktur mittels Zinserhöhungen dämpft, spielt der Mechanismus in der entgegengesetzten Richtung und die Inflation sinkt.

Eine Lohn-Preis-Spirale kann Inflations- und Deflations-Tendenzen zwar verstärken, ist aber kein eigenständiger Mechanismus, welcher die Inflation ausserhalb der Kontrolle der Notenbanken bestimmt.



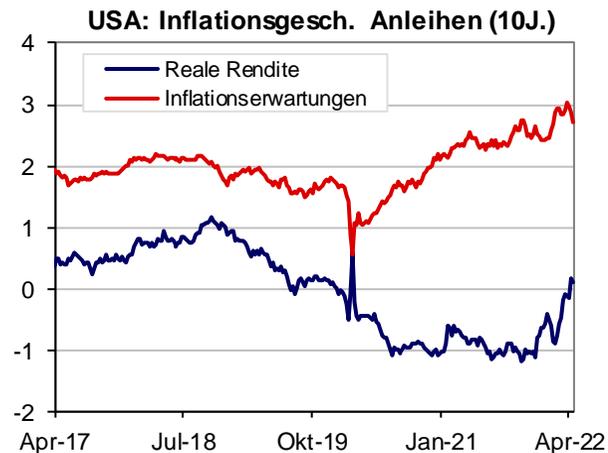
Anhang: Inflationserwartungen – Keine Langfristprognose

Inflationserwartungen lassen sich aus Marktpreisen und Umfragen ermitteln. Die aus inflationsgeschützten Anleihen hergeleiteten Erwartungen lassen sich mit aktuellen Daten erstaunlich gut erklären (s. «Modell» in der Grafik oben). Für die Modellschätzung haben wir die aktuelle Inflation sowie Veränderungen im Ölpreis und der Konjunktur (repräsentiert durch den PMI, d.h. den Industrie-Einkaufsmanager-Index) verwendet.

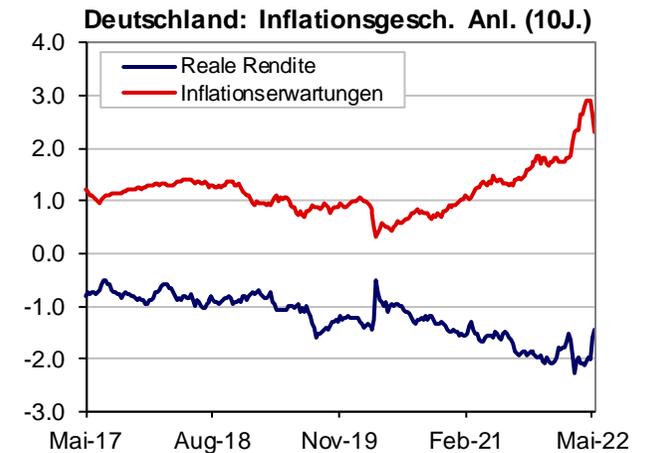
Dass aktuelle Konjunkturdaten die Inflation in den kommenden zehn Jahren voraussagen, kann bezweifelt werden.



Quelle: Indexanbieter, eigene Berechnungen



Quelle: Indexanbieter, eigene Berechnungen



Quelle: Indexanbieter, eigene Berechnungen

Die R & A Group ist ein unabhängiges, auf Finanzmarkt-Analysen und Vermögensverwaltung spezialisiertes Unternehmen. Die R & A Group zeichnet sich aus durch ein umfangreiches Investment Research mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Anlagestrategie und Aktienselektion.

Das 2001 gegründete Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich und Mitglied des führenden Branchenverbandes VSV (Verband Schweizerischer Vermögensverwalter).

***Investment-
Research at Work™***

Disclaimer: Wir übernehmen keine Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument, obgleich die Informationen auf Quellen beruhen, die wir für verlässlich halten. Wir sind unabhängig und haben keine Geschäftsverbindungen mit Unternehmen, die in diesem Dokument erwähnt sind. Ansichten, Schätzungen und Prognosen in diesem Dokument reflektieren unsere Beurteilung zum Zeitpunkt des Schreibens. Wir haben keine Verpflichtung, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser zu benachrichtigen, wenn sich Ansichten, Schätzungen oder Prognosen ändern oder nicht mehr akkurat sind. Dieses Dokument ist ausschliesslich zu Informationszwecken bestimmt und stellt keine Offerte zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Wertschriften oder jede andere Anlageentscheidung dar. Dieses Dokument darf Personen in den USA, Grossbritannien und anderen Ländern, die dies allenfalls untersagen, nicht abgegeben werden.

Die Datenquellen sind jeweils vermerkt (ausgenommen sind Kursgraphiken; hier stammen die Daten von Börsen oder Indexanbietern).

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich · Telefon +41-44-201 07 20 · e-Mail info@ragroup.ch · www.ragroup.ch