



Jörg Angelé
Senior Economist

Analyse

Steht eine negative Produktionslücke einer höheren Inflation im Weg?

17. Februar 2021

www.bantleon.com

Inflationsprognosen waren zu zaghaft

Für die meisten Beobachter war es eine grosse Überraschung, als das europäische Statistikamt Eurostat Anfang Februar bekannt gab, dass die Inflationsrate der Eurozone im Januar von -0,3% auf +0,9% in die Höhe geschneit ist, lag die Konsensusprognose doch lediglich bei +0,6%. Vor Bekanntgabe der deutschen Inflationszahlen für Januar wenige Tage zuvor, hatten die von Bloomberg befragten Analysten im Mittel sogar nur mit einem Anstieg auf +0,3% gerechnet.

Die Inflationsrate lag somit schon zu Jahresbeginn in etwa so hoch, wie die meisten Prognostiker dies bisher für den Jahresdurchschnitt 2021 erwartet hatten (vgl. Tabelle 1). Aufgrund erheblicher Basiseffekte bei den Energiepreisen – in EUR gerechnet liegt der Ölpreis derzeit 75% über dem Durchschnittsniveau der Monate März bis Mai 2020 – ist davon auszugehen, dass die Inflationsrate in den nächsten Monaten weiter steigt. Ab dem Sommer werden zudem Basiseffekte infolge der 2020 temporär gesenkten deutschen Mehrwertsteuer die Inflationsrate um etwa 0,4%-Punkte nach oben drücken.

Darüber hinaus sollte es im Zuge der von uns, wie der Mehrheit der Analysten, erwarteten kräftigen Konjunkturbelebung in der zweiten Jahreshälfte insbesondere in den von der Pandemie am stärksten betroffenen Bereichen (Freizeit, Reisen, Restaurants) zu merklichen Preiserhöhungen kommen.

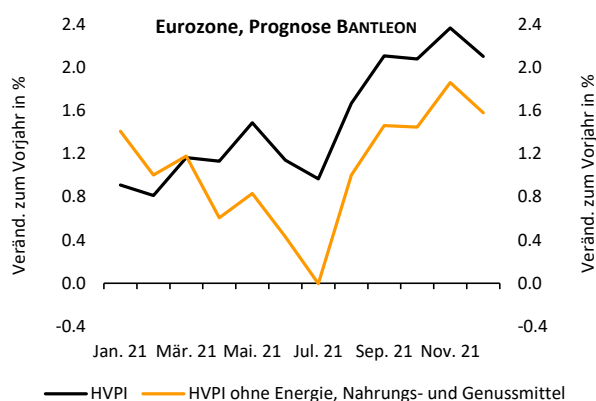
Tab. 1: Inflationsprognosen*

	2021	2022	2023
EZB (Dezember)	1,0%	1,1%	1,4%
EU-Kommission (Dezember)	1,1%	1,3%	-
Konsensus (Januar)	0,9%	1,2%	-
BANTLEON (Januar)	1,5%	2,0%	2,0%

Quellen: EZB, EU-Kommission, Bloomberg, BANTLEON;
* Jahresdurchschnitt

Die Inflationsrate wird im Herbst daher aller Voraussicht nach zwischenzeitlich sogar über 2% klettern. Die Kerninflationsrate – ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel – wird nicht ganz so markant zulegen, ihr Hoch im November aber vermutlich nur knapp unter 2% erreichen (vgl. Abbildung 1).

Abb. 1: Inflationsrate 2021 auf dem Weg nach oben



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Wir sehen uns somit in unserer seit Langem über dem Konsensus liegenden Prognose eines jahresdurchschnittlichen Anstiegs des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) um 1,5% im laufenden Jahr bestätigt (nach +0,3% im Jahr 2020). Es ist davon auszugehen, dass die allgemeinen Inflationsprognosen für 2021 in absehbarer Zeit angehoben werden.

Höhere Inflation 2021 nur Strohfeuer?

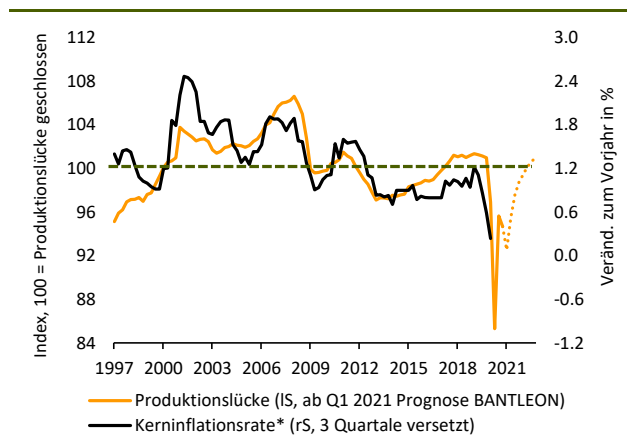
Sowohl die Gesamtinflationsrate als auch die Kernteuerung dürften das laufende Jahr mithin in der Nähe des Inflationsziels der EZB von knapp unter 2% beenden (vgl. Abbildung 1). Viele Analysten argumentieren allerdings, der Inflationsanstieg in diesem Jahr – wie deutlich er am Ende auch immer ausfällt – gehe quasi ausschliesslich auf eine Reihe von Sondereffekten zurück und sei daher nicht nachhaltig. Ein

Hauptargument der Inflationsskeptiker ist die sogenannte Produktionslücke bzw. Output Gap.

Als Produktionslücke bezeichnet man die Differenz zwischen dem möglichen und dem realisierten Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Wächst eine Volkswirtschaft stärker, als es die Produktionskapazitäten dauerhaft zulassen, spricht man von einer positiven Produktionslücke. Fällt das Wirtschaftswachstum dagegen hinter das mögliche Mass zurück, wird die Produktionslücke negativ.

In Zeiten einer negativen Produktionslücke sind die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten unterausgelastet: Infolge der zu geringen Nachfrage müssen Unternehmen ihre Produktion drosseln, die Arbeitslosigkeit steigt, das Lohnwachstum nimmt ab. In einem solchen Umfeld, so die Theorie, ist es den Unternehmen nicht möglich, höhere Preise für ihre Produkte durchzusetzen. Erst wenn die Wirtschaft wieder so weit in Schwung gekommen ist, dass die Produktionslücke ins Positive gedreht hat, besteht demzufolge Raum für eine Zunahme des unterliegenden Preisaufretriebs und damit eine nachhaltig höhere Inflationsrate.

Abb. 2: Negative Produktionslücke ...



Quellen: Eurostat, BANTLEON;

* ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel

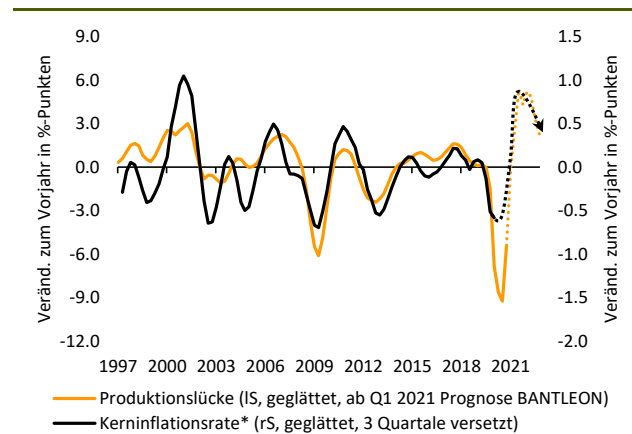
Mit dem Rückgang des BIP um 6,8% im abgelaufenen Jahr ist die Produktionslücke der Eurozone zweifellos massiv in den negativen Bereich abgesackt. Selbst bei einem Zuwachs der Wirtschaftsleistung um – wie von uns unterstellt – rund 5% in diesem und im nächsten Jahr würde die Produktionslücke erst im 2. Halbjahr 2022 in den positiven Bereich zurückkehren (vgl. Abbildung 2). Aus diesem Grund, so das Narrativ der Inflationsskeptiker, wird der unterliegende Preisaufrtrieb – gemessen an der Kerninflationrate – weder in diesem noch im nächsten Jahr nennenswert anziehen. Die Inflationsrate könne das

Inflationsziel der EZB daher frühestens im übernächsten Jahr, wahrscheinlich sogar erst 2024 erreichen bzw. nachhaltig übertreffen.

Output Gap steht höherer Inflation nicht im Weg

Wir können uns dieser Argumentation allerdings nicht anschließen. Unserer Meinung nach steht eine negative Produktionslücke einer spürbar steigenden Inflationsrate nicht im Weg. Denn entscheidend für die Zu- bzw. Abnahme des unterliegenden Preisaufretriebs ist mehr noch als das Ausmass die Veränderung der Produktionslücke. Sprich, je rascher sich eine negative (positive) Produktionslücke schliesst (ausweitet), desto stärker nimmt der unterliegende Preisaufrtrieb zu und umgekehrt (vgl. Abbildung 3).

Abb. 3: ... wird Zunahme des unterliegenden Preisaufretriebs nicht verhindern



Quellen: Eurostat, BANTLEON;

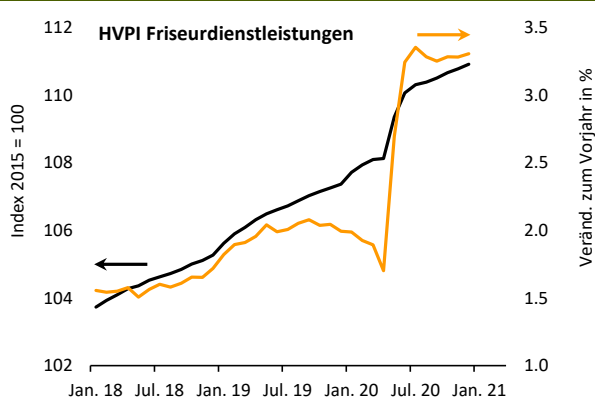
* ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel

Eine Prognose auf Basis des Zusammenhangs zwischen der Veränderung des Output Gaps und der Kerninflationrate führt zu dem Ergebnis, dass letztere sich schon bis Ende dieses Jahres auf ihr Vorkrisenniveau von knapp über 1% zurückbewegt – tatsächlich wird die Kerninflationrate der Eurozone wegen des Basiseffekts der 2020 temporär gesenkten deutschen Mehrwertsteuer im 4. Quartal wahrscheinlich sogar bei 1,5% liegen. 2022 sollte der unterliegende Preisaufrtrieb weiter zunehmen und zu einer durchschnittlichen Kerninflationrate von etwa 1,5% führen. 2023 könnte der jahresdurchschnittliche Preisanstieg des Kernindex bereits bei rund 2% liegen. Demgegenüber ergeben sich auf Basis einer rein auf das Ausmass der Produktionslücke fokussierten Betrachtung Kerninflationratenprognosen, die jeweils gut einen halben Prozentpunkt unter diesen Werten liegen.

Preise können auch in der Rezession steigen

Dass sich spürbar höhere Preise sehr wohl auch bei einer deutlich negativen Produktionslücke durchsetzen lassen, wenn ein Produkt bzw. eine Dienstleistung nicht oder nur unzureichend substituiert werden kann, zeigt das Beispiel der Friseursalons. Diese konnten ihre Preise nach Wiederöffnung im Frühsommer 2020 im Anschluss an den ersten Lockdown quasi eurozonenweit problemlos merklich anheben (vgl. Abbildung 4). Dabei gilt, dass Dienstleistungen generell schwieriger zu ersetzen sind, da sie im Gegensatz zu Gütern in der Regel nicht durch günstigere Importe ausgetauscht werden können.

Abb. 4: Preisanhebungen sind auch bei stark negativer Produktionslücke möglich



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Zahlreiche Gründe sprechen für nachhaltigen Anstieg des unterliegenden Preisauftriebs

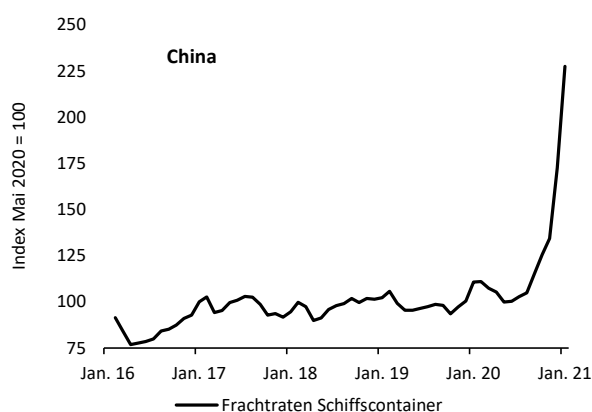
Wir rechnen ab dem Frühjahr infolge des Abklingens der Pandemie mit einem starken Konjunkturaufschwung – wahrscheinlich einem der stärksten der vergangenen Jahrzehnte. Die Produktionslücke wird sich in den nächsten Quartalen daher zügig schließen, mit entsprechenden Implikationen für den Verbraucherpreisanstieg. Abgesehen von diesem technischen Argument spricht eine ganze Reihe weiterer Faktoren dafür, dass der unterliegende Preisauftrieb in den nächsten Jahren deutlich stärker anzieht als derzeit allgemein erwartet.

An erster Stelle ist das massive staatliche Einschreiten zur Abmilderung der negativen wirtschaftlichen Konsequenzen der Coronavirus-Pandemie zu nennen. Infolge der gigantischen Hilfspakete ist es zum einen gelungen, den Anstieg der Arbeitslosenquote auf ein Minimum zu begrenzen – vom Vorkrisenniveau bei 7,2% auf zuletzt 8,3% (Dezember 2020). Zu erwarten

gewesen wäre in Anbetracht der Schärfe der Rezession ein Anstieg deutlich in den zweistelligen Bereich. Der äusserst robuste Arbeitsmarkt hat in Kombination mit sehr grosszügigen Transferzahlungen ausserdem dazu geführt, dass die Konsumenten in der Eurozone im vergangenen Jahr schätzungsweise 550 Mrd. EUR mehr Ersparnis gebildet haben, als es ohne die Coronavirus-Krise der Fall gewesen wäre. Diese Überersparnis entspricht etwa 4,5% des BIP der Eurozone.

Wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass ein grosser Teil dieses Geldes in der zweiten Jahreshälfte und 2022 genutzt wird, um Aktivitäten nachzuholen, auf die seit mittlerweile einem Jahr verzichtet werden muss: Reisen, Restaurantbesuche, Theater- und Kinobesuche, Sportveranstaltungen etc. Dieser sich entladenden Nachfrage wird allerdings ein begrenztes Angebot gegenüberstehen. In einigen Bereichen könnte es sogar zu regelrechten Engpässen kommen. So haben beispielsweise Fluggesellschaften ihre Kapazitäten in den vergangenen Monaten teils erheblich reduziert.

Abb. 5: Bei plötzlich steigender Nachfrage können Nadelöhre entstehen, wo vorher keine waren



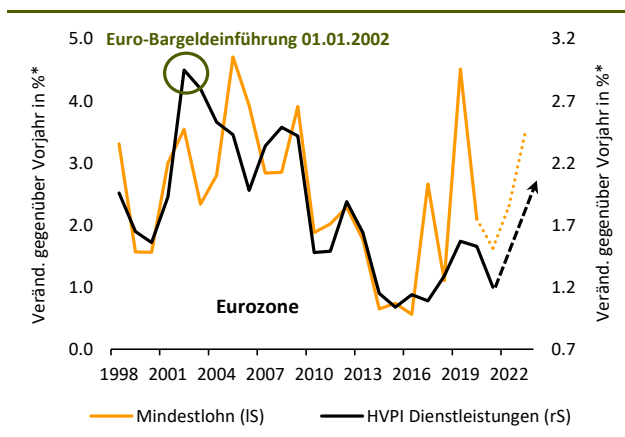
Quellen: Ministry of Transport, BANTLEON

Was passiert, wenn die Nachfrage nach bestimmten Gütern plötzlich drastisch steigt, lässt sich seit dem Herbst beobachten. Im Zuge der zweiten Viruswelle und der in der Folge beschlossenen Lockdown-Massnahmen ist weltweit die Nachfrage nach medizinischen Produkten, Elektrogeräten und Freizeitartikeln in die Höhe geschossen. All diese Produkte werden zum überwiegenden Teil in China und anderen asiatischen Ländern hergestellt. Die Produktion konnte mit der gestiegenen Nachfrage nicht mithalten. Das führte zum einen dazu, dass einzelne Produkte zeitweise nicht verfügbar waren bzw. nur mit langen Lieferzeiten. Zum anderen schnellten die Frachtkosten für Schiffscontainer aus China in die Höhe: Seit Mai 2020 um mehr als 125% (vgl. Abbildung 5). Für die Route Schanghai-Rotterdam mussten zuletzt sogar

500% mehr bezahlt werden als noch im Frühjahr 2020.

Zweitens haben insbesondere die konsumnahen Dienstleistungsbetriebe einen Anreiz, ihre Preise in den nächsten Jahren überdurchschnittlich anzuhöhen. Der Hintergrund ist die sich abzeichnende spürbare Anhebung des Mindestlohns bis 2023 (vgl. Abbildung 6 und unsere Analyse *Inflation in der Eurozone vor Comeback* vom 30. Juli 2020).

Abb. 6: Anhebung des Mindestlohns dürfte sich in höheren Dienstleistungspreisen niederschlagen



Quellen: WSI, Eurostat, BANTLEON;
* jeweils Januar gegenüber Januar des Vorjahres

Drittens schliesslich werden sich der Klima- und der Umweltschutz in den nächsten Jahren zu einem hartnäckigen Preistreiber entwickeln. Die Einführung einer CO₂-Abgabe in Deutschland in diesem Jahr sowie die ab 1. Januar geltende EU-weite Plastiksteuer deuten an, wohin die Reise geht. Es ist absehbar, dass weitere Steuern und Abgaben im Zusammenhang mit dem Klima- und Umweltschutz folgen werden. Diese werden sich entweder direkt in höheren Verbraucherpreisen niederschlagen oder indirekt durch Überwälzung der gestiegenen Kosten der Hersteller auf die Konsumenten.

Fazit

Der »Inflationsschock« in der Eurozone zu Jahresbeginn hat viele aufgerüttelt. Seither setzt sich zunehmend die Erkenntnis durch, dass die Verbraucherpreise in diesem Jahr sehr wahrscheinlich stärker steigen werden als bis zuletzt allgemein erwartet. Viele Analysten führen den stärkeren Preisanstieg jedoch ausschliesslich auf Sondereffekte zurück und erwarten auch auf Jahre hinaus kein Anziehen des unterliegenden Preisdrucks. Das Hauptargument ist dabei oftmals die aktuell stark negative Produktionslücke.

Wir sind dagegen der Meinung, dass eine negative Produktionslücke allein nicht gegen einen stärkeren Preisauftrieb spricht. Vielmehr dürften die Verbraucherpreise auf die sich ab dem Frühjahr entladende massive Konsumnachfrage reagieren. Zusätzlich sollten weitere Faktoren wie höhere Mindestlöhne und steigende Kosten im Zusammenhang mit dem Klimaschutz in den nächsten Jahren für eine steigende Inflationsrate sorgen.

Wir halten die derzeitigen Inflationsprognosen von Analysten und internationalen Organisationen mit Blick auf die Jahre 2022 und 2023 daher für zu niedrig. Das gilt insbesondere für die EZB, die ihr Ziel eines nachhaltigen Anstiegs der Inflationsrate auf knapp 2% deutlich schneller erreichen sollte, als sie dies zum jetzigen Zeitpunkt erwartet. Im Lauf der nächsten Quartale dürfte die EZB ihren Inflationsausblick demzufolge erkennbar anheben. Das wird nicht ohne Auswirkungen auf die Geldpolitik bleiben, die ihren Fuss rascher vom Gaspedal nehmen wird als von den Finanzmärkten momentan unterstellt.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.