



Dr. Daniel Hartmann
Chefvolkswirt

Analyse

Inflationsanstieg: mehr als nur Basiseffekte!

18. Juni 2021

www.bantleon.com

Coronavirus sorgt für Kick-off bei der Inflation

Die Inflationsraten sind in den vergangenen Monaten weltweit kräftig angestiegen. In den USA schnellte die Vorjahresrate der Verbraucherpreise im Mai auf 5,0%, in der Eurozone immerhin auf 2,0%, nachdem sie hier im Dezember noch im Minus lag. In Schwellenländern wie Mexiko, Russland und Brasilien pendelt die Inflation mittlerweile zwischen 6% und 8%.

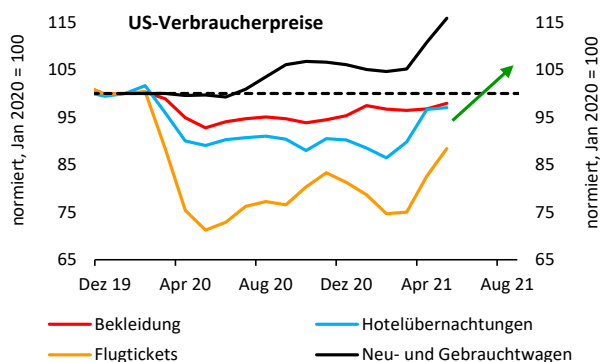
Die meisten Ökonomen und Notenbanker sehen im diesjährigen Teuerungsschub indes nur ein temporäres Phänomen, das mit der Corona-Pandemie verbunden ist. Nachhaltiger Inflationsdruck sei nicht zu befürchten. Laut dieser Mehrheitsmeinung sind zum einen die derzeit beobachtbaren Engpässe bei Vorprodukten und Rohstoffen schnell behoben. Zum anderen sei angesichts der weltweit hohen Arbeitslosigkeit keine Lohn-Preis-Spirale in Sicht.

Wir sind anderer Meinung. Bereits im Vorjahr haben wir darauf verwiesen, dass sich beim Thema Inflation eine Trendwende anbahnt (vgl. unsere Analyse vom 10.08.2020: *Die Zeitenwende bei den Renditen ist da – und keiner hat's gemerkt*). Dafür verantwortlich sind der demografische Wandel (schrumpfende globale Erwerbsbevölkerung), die Deglobalisierung (Renationalisierung der Produktion) und die Rückkehr der expansiven Fiskalpolitik. Die Corona-Krise ist zum Katalysator dieser Entwicklung geworden. Wir gehen infolgedessen davon aus, dass die globale Teuerung auch 2022 und 2023 die Erwartungen übertrifft.

Der Konsumboom treibt die Inflation

Für viele ist der Fall klar: Der aktuelle Inflationsanstieg ist primär »technisch« bedingt. Diejenigen Bereiche, die besonders von der Pandemie betroffen waren (Hotels, Flugverkehr, Teile des Einzelhandels, Freizeiteinrichtungen), mussten im vergangenen Jahr Preisabstürze hinnehmen (vgl. Abb. 1). Dieser Effekt kehrt sich jetzt um, woraus im Vorjahresvergleich ein markanter Anstieg resultiert.

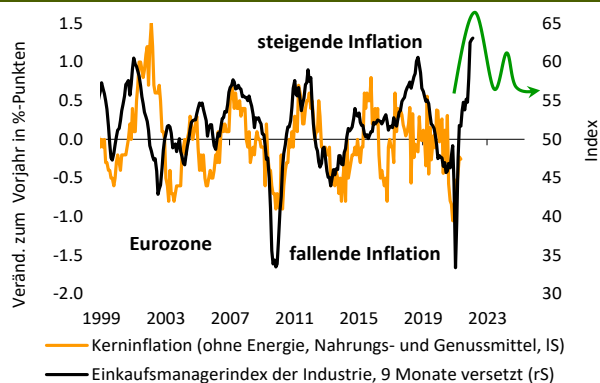
Abb. 1: Nachholeffekte sorgen für Preisauftrieb



Quellen: BEA, BANTLEON

Das ist richtig. **Allerdings gibt es keinen Grund, weshalb die Preiserhöhungen bereits in den nächsten Monaten zum Stillstand kommen und nicht auch andere Gütergruppen erfassen sollten.** Die Unternehmen werden jedenfalls ein optimales Umfeld für Preisüberwälzungen vorfinden. Aus unserer Sicht trägt der Konjunkturboom bis weit ins nächste Jahr.

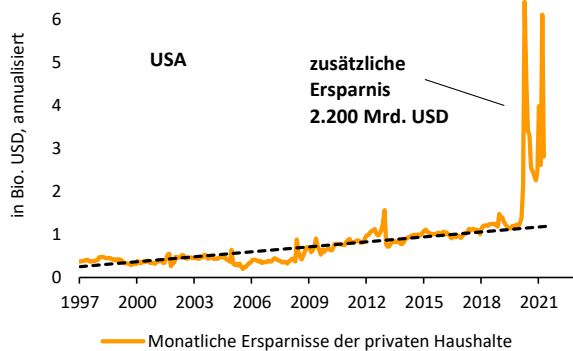
Abb. 2: Nachfrageseite sorgt für Preisdruck



Quellen: Eurostat, Markit, BANTLEON

Unsere Wachstumsprognosen für die USA und die Eurozone liegen bei 4% bis 5% (für 2022). Folglich werden die Einkaufsmanagerindizes deutlich über der Expansionsschwelle verharren, was in der Vergangenheit stets ein Vorbote für Preisdruck war (vgl. Abb. 2).

Abb. 3: Konsumboom vorgezeichnet



Quellen: BEA, BANTLEON

Motor des Aufschwungs sind die Konsumenten, die in den USA und Europa 2020/21 riesige Geldbeträge gebunkert haben. Allein in den USA beträgt der Sparüberschuss inzwischen über 2 Bio. USD (= 10% des BIP, vgl. Abb. 3). Mit dem weiteren Abflauen der Pandemie und dem wachsenden Vertrauen in die Erholung dürfte ein grosser Teil davon in den Konsum fließen. Mithin werden ohnehin erst 2022 alle Urlaubswünsche in Erfüllung gehen und Kultur- und Freizeitveranstaltungen einen Höhenflug erleben. **Die Preise für Flugtickets, Pauschalreisen, Besuche von Freizeitparks und Hotelaufenthalte werden dann weiter unter Aufwärtsdruck stehen.**

Der Kostendruck ebbt nicht so schnell ab

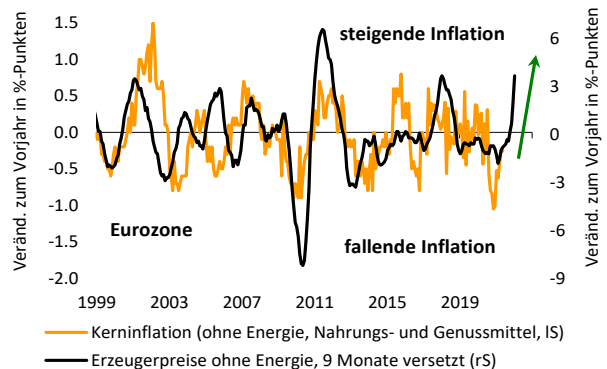
Noch mehr als die Verbraucherpreise sind zuletzt die Erzeuger- und Rohstoffpreise in einen Aufwärtstrend eingeschwenkt. Für viele Analysten ist aber auch das nur pandemiebedingt. Demnach waren viele Unternehmen von dem plötzlichen Nachfragesog überrascht. Sie hatten sich auf eine lange Rezession eingestellt. Jetzt würden die Kapazitäten allerdings schnell wieder hochgefahren und damit sei ein Ende des Preisschubs absehbar.

Auch an dieser Stelle vertreten wir eine andere Sicht: **Erstens wurde der Kostendruck, der sich auf den vorgelagerten Ebenen aufgebaut hat, noch gar nicht an die Verbraucher weitergegeben.** Viele Unternehmen warten erst einmal mit Preiserhöhungen ab. Zum Teil profitieren sie noch von älteren Lieferverträgen mit günstigen Einkaufskonditionen. Es ist mithin ganz normal, dass sich der sogenannte »Pipeline Pressure« erst mit Zeitverzögerung in den Verbraucherpreisen niederschlägt (vgl. Abb. 4).

Zweitens wird das Hochfahren der Kapazitäten zur Beseitigung der Knappheiten bei Rohstoffen und Vorprodukten einige Zeit in Anspruch nehmen. In der Chipindustrie rechnen die Hersteller erst 2023

mit einem Ausgleich von Angebot und Nachfrage. In der Zwischenzeit erzeugt der Ausbau der Fabriken und Produktionsanlagen einen zusätzlichen Nachfrageimpuls – allen voran bei Grundstoffen und Baumaterialien. Mit anderen Worten: **Die anstehende Investitionsbelebung wird die Engpässe in vielen Wirtschaftsbereichen sogar noch verstärken.**

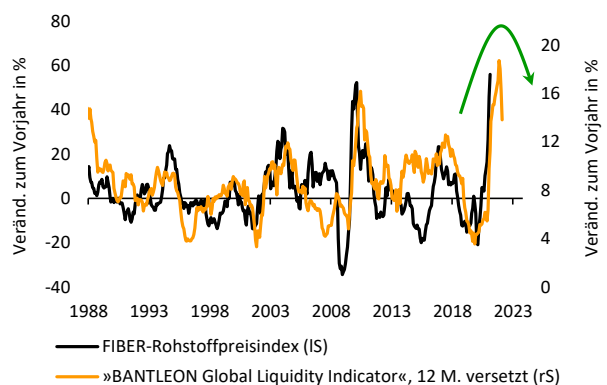
Abb. 4: Kostendruck bei Verbrauchern noch nicht angekommen



Quellen: Eurostat, Markit, BANTLEON

Nicht zuletzt deshalb gehen wir drittens davon aus, dass der aktuelle Rohstoffboom anhält. Die weltweite Belebung wird die Nachfrage nach Kupfer & Co. weiter stützen. Unser »Global Liquidity Indicator« deutet lediglich auf eine Verlangsamung der Preiszuwächse, aber keinen Einbruch hin (vgl. Abb. 5). **Im Ergebnis spricht viel dafür, dass die Unternehmen auch in den nächsten Quartalen mit Knappheiten und Kostensteigerungen konfrontiert sein werden.**

Abb. 5: Rohstoffboom sollte vorerst anhalten



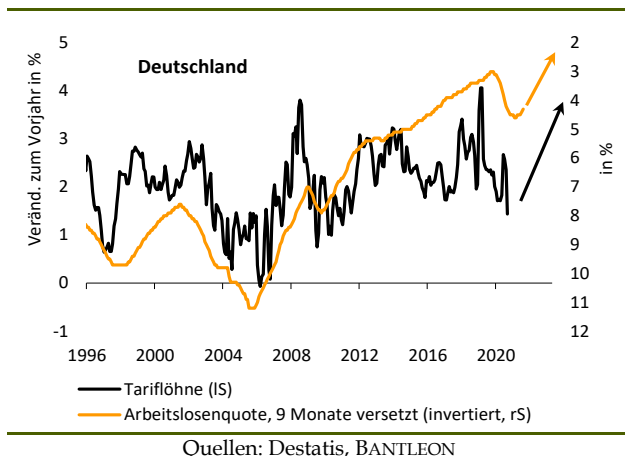
Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Lohndruck – mehr als nur eine Fata Morgana

Dass derzeit ein gewisser Kostendruck besteht, ist für jeden ersichtlich. Die Inflationsskeptiker argumentieren jedoch, dass dies allein für einen nachhaltigen Teuerungsschub nicht ausreicht. Hier müssten überdies die Löhne mitspielen. Besonders bei den Dienst-

leistungen seien die Arbeitskosten entscheidend. Von einer Lohn-Preis-Spirale sei man aber noch weit entfernt. Schliesslich hätten die meisten Arbeitsmärkte mit den Pandemie-Folgen zu kämpfen. Das beste Beispiel hierfür seien die USA. Hier fehlten nach wie vor über 7 Mio. Stellen bis zum Vorkrisenniveau.

Abb. 6: Wachsender Lohndruck absehbar



Aber auch diese Argumentation greift zu kurz. Nochmals sei daran erinnert, dass wir vor einem markanten Wachstumsschub stehen. In den USA dürfte bereits 2022 wieder Vollbeschäftigung herrschen, und in der Eurozone bzw. Deutschland ist die Arbeitslosenquote ohnehin nicht kräftig angestiegen und mittlerweile bereits wieder rückläufig (vgl. Abb. 6).

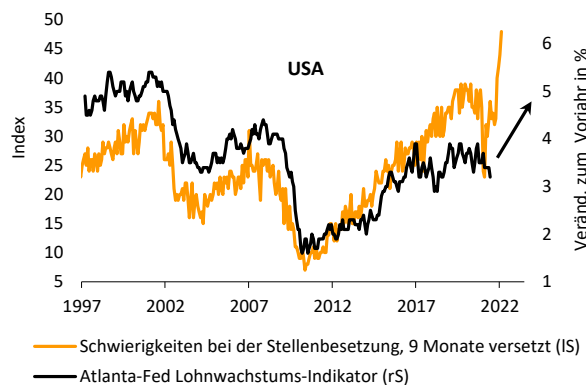
Folglich fällt auch der dämpfende Effekt auf die Löhne bescheiden aus. In Deutschland hat sich der Zuwachs – gemessen an den Tariflöhnen – zwar seit Anfang 2019 halbiert (von gut 3% auf 1,5%), er liegt aber weiterhin erkennbar im Plus (vgl. Abb. 6). Das gilt erst recht für die USA, wo das Lohnwachstum 2020/21 praktisch konstant geblieben ist (vgl. Abb. 7).

Noch bemerkenswerter sind die ersten Anzeichen für Lohndruck. Sowohl in den USA als auch in Europa haben die Unternehmen aktuell grosse Schwierigkeiten bei der Stellenbesetzung (vgl. Abb. 7). Parallel schnell die Zahl der offenen Stellen in die Höhe.

All dies unterstreicht, dass die Coronavirus-Pandemie – anders als die Finanzkrise – keine tiefe Rezession verursacht hat. Ein langwieriges Nachbeben am Arbeitsmarkt dürfte ausbleiben. **Es wird daher nicht**

Jahre, sondern nur ein Jahr dauern, bis die Löhne wieder anziehen.

Abb. 7: Rezession bei Löhnen kaum erkennbar



Dazu tragen auch die höheren Inflationsraten und Inflationserwartungen bei. So werden etwa die Beschäftigten der deutschen Industrie 2021 – bei knapp 3% Inflation – aller Voraussicht nach Reallohneinbußen von 1% bis 2% erleiden, und dies bei sprudelnden Unternehmensgewinnen. Warum sollten sie sich darauf ein zweites Mal einlassen?

Fazit: Der Geist der Inflation ist aus der Flasche

Alles in allem dürfte sich der entspannte Blick auf die diesjährige Inflation als Trugschluss erweisen. **Erstens wird die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen auch 2022 hoch bleiben, was ideale Bedingungen für Preisüberwälzungen schafft. Zweitens wird der Kostendruck nicht gleich wieder abebben und drittens wird der Lohndruck schneller in Erscheinung treten, als es viele für möglich halten.**

Hinzu kommen die langfristigen Effekte – etwa die weltweit schrumpfende Erwerbsbevölkerung und die Umgestaltung der globalen Lieferketten –, welche der Inflation zusätzlichen Auftrieb verschaffen. Ganz zu schweigen von den Investitionen in den Klimaschutz, die gerade erst anlaufen und den Nährboden für eine anhaltend expansive Fiskalpolitik bilden. **Wer jetzt – wie etwa die EZB – daraufsetzt, dass die Inflation 2022/23 erkennbar unter 2% fallen wird, dürfte deutlich daneben liegen.**

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.