

MEINUNG

Inflation – viel Lärm und (noch) wenig Signal

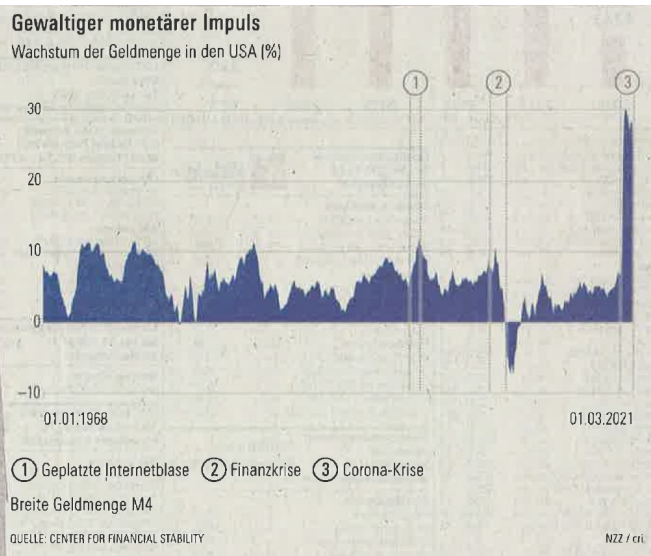
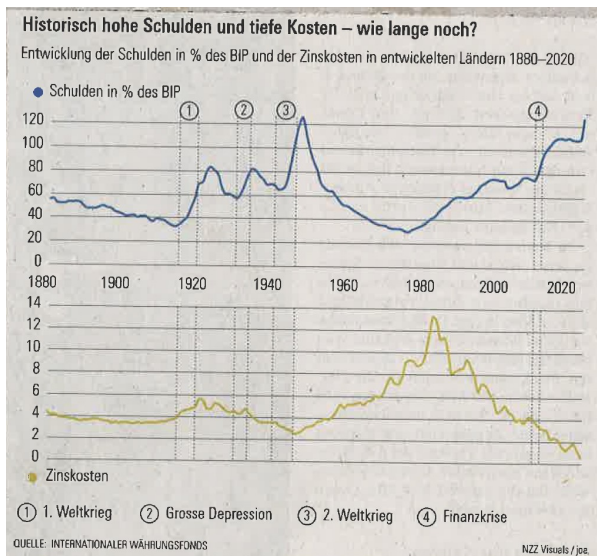
Die Furcht vor steigender Inflation ist zum dominierenden Thema an den Finanzmärkten geworden. Parallelen zu den Siebzigerjahren werden gezogen. Doch diese sind mit Vorsicht zu geniessen.

Mark Dittli

19.05.2021, 05.01 Uhr

Das I-Wort ist allgegenwärtig. An den Finanzmärkten ist sie momentan das dominierende Gesprächsthema, und mittlerweile ist sie auch in den breiten Medien angekommen: die Inflation.

Staaten und Notenbanken haben horrende Summen aufgeworfen, um die Folgen der Covid-Pandemie und der damit verbundenen Lockdown-Massnahmen auf die Wirtschaft abzufedern. Geld- und Fiskalpolitik haben – zumindest in der westlichen Welt – ein zu Friedenszeiten präzedenzloses Ausmass erreicht, in der Historie nur vergleichbar mit den Aufwendungen zur Zeit des Zweiten Weltkriegs.



Diese Geldschwemme, so die Überlegung, muss zwangsläufig zu Inflation führen. Parallelen zu den Siebzigerjahren werden gezogen, in Deutschland wird das Thema Inflation in der öffentlichen Diskussion nicht selten auch bereits mit dem Zusatz *Hyper-* verwendet.

Aber könnte es sein, dass das Thema Inflation momentan etwas gar – pardon – inflationär diskutiert sind?

Steigende Inputkosten

Zweifellos: Im Vergleich zur depressiven Situation des Vorjahres sind sowohl die Konsumenten- als auch die Produzentenpreise im April deutlich gestiegen. Die entsprechenden Zahlen in den USA – plus 4,2% in den Konsumentenpreisen – setzten vergangene Woche Wallstreet für kurze Zeit unter Schock.

Ebenso evident ist, dass unzählige Unternehmen, von Coca-Cola in den USA bis zu Schindler in der Schweiz, über steigende Inputkosten berichten. Rohstoffe aller Art, Kupfer, Stahl, Bauholz, Zucker, Öl, aber auch Transport, Logistik und vieles mehr verzeichnen signifikant steigende Preise. Gestörte Lieferketten und ein Mangel an elektronischen Komponenten wie Halbleiter sorgen für zusätzlichen Preisdruck nach oben. Angesichts dieser Entwicklungen ist auch in den kommenden Monaten mit viel Lärm um die publizierten Inflationsdaten zu rechnen. Aber das bedeutet noch lange nicht, dass sich das Preisniveau auch wirklich dauerhaft erhöhen wird.

Etliche Preiseffekte, die heute zu beobachten sind, stammen aus gestörten Lieferketten, verzerrten Angebots- und Nachfrageverhältnissen, generell aus der schubweisen, ruckartigen Wiedereröffnung einer Weltwirtschaft, die vor einem Jahr in einem Schockzustand heruntergefahren wurde. Störungen sind in diesem Prozess normal.

Die grosse Herausforderung, für Investoren wie für Notenbanker, wird es sein, zu trennen zwischen bloss vorübergehenden – *transitory* in der Sprache der US-Notenbank – und tatsächlich bleibenden Effekten. Vorübergehende, aus dem Pandemie-Schock entstandene Preiseffekte sind vernachlässigbar. Die bleibenden sind es nicht.

Die Crux ist bloss, dass es noch mehrere Monate, sogar mehrere Quartale dauern wird, bis die relevanten Signale vom blossen Lärm unterschieden werden können.

Freie Marktwirtschaft ist inhärent deflationär

Selbstverständlich gibt es starke Argumente, die in den kommenden zehn Jahren in den USA und in Europa für höhere strukturelle Inflationsraten sprechen als in den vergangenen zehn Jahren: Der «Wind der Demographie» dreht, wenn die Babyboom-Generation in Rente geht; der Konflikt zwischen den USA und China könnte dazu führen, dass Unternehmen redundante, teurere Lieferketten aufbauen müssen; Regierungen dürften – genau wie nach dem Zweiten Weltkrieg – ein Interesse daran haben, hohe Staatsschulden mittels wiederholter Inflationsschübe zum Verschwinden zu bringen.

Trotzdem sollte man sich hüten, diesen Pfad zu strukturell höherer Inflation bereits als vorgespurt anzusehen. Die komplexe, adaptive Natur des globalen Wirtschaftssystems lässt eine derartige Simplifizierung nicht zu.

Wer sich heute vor hoher Inflation fürchtet, sollte nicht vergessen, dass das System der freien Marktwirtschaft – und dieses umfasst mit wenigen Abstrichen den ganzen Globus – einer inhärent leicht deflationären Mechanik unterliegt: Wenn immer irgendwo Knappheit an bestimmten Gütern auftritt, finden sich neue Anbieter. Wenn immer irgendwo ein Unternehmen seine Preise zu stark erhöht, finden sich neue Konkurrenten von irgendwo auf der Welt.

Jedes Unternehmen muss jeden Tag versuchen, etwas produktiver zu arbeiten: günstiger, besser. Ein dauerhaft gestörtes Verhältnis von (hoher) Nachfrage und (knappem) Angebot stellt sich in diesem System nur schwer ein.

Vorsicht mit Parallelen zu den Siebzigerjahren

Vergleiche mit den Siebzigerjahren, so gut sie auf den ersten Blick auch erscheinen, sind nur bedingt valabel. Die Inflation stieg in den USA schon in der zweiten Hälfte der Sechzigerjahre stetig an, als die Regierung von Lyndon B. Johnson zwei Kriege focht: einen in Vietnam und einen in den USA, mit sozialen Programmen unter dem Banner der «Great Society» gegen Armut, Ungleichheit und Rassismus.

Doch im Unterschied zu heute lief die US-Wirtschaft Ende der Sechzigerjahre bereits auf voller Kapazitätsauslastung, die Arbeitslosigkeit lag mit 3,4% nahe am Rekordtief. LBJ stimulierte eine Wirtschaft, die bereits gefährlich überhitzt war.

1971 kappte Johnsons Nachfolger Richard Nixon sodann die Anbindung des Dollars an den Goldpreis, worauf sich der Greenback rasch um rund 10% abwertete. Wenig später, 1973, kam es zum ersten Ölschock, in dessen Verlauf sich der Ölpreis vervierfachte: Für eine Wirtschaft, deren Industriesektor 25%

des Bruttoinlandproduktes (BIP) ausmachte, war das ein harter Schlag.

Heute kommt der Industriesektor nur noch auf 10% des BIP der USA, wodurch sich auch der Effekt höherer Rohstoff- und Energiepreise in Grenzen halten wird.

Der wohl wichtigste Unterschied zwischen heute und den stagflationären Siebzigerjahren liegt im Arbeitsmarkt: Damals waren mehr als 25% der Arbeitnehmenden in Amerika gewerkschaftlich organisiert. Die Gewerkschaften kämpften für höhere Löhne und geringere Arbeitszeiten, was den Produktivitätsfortschritt der US-Wirtschaft schwächte.

Heute sind keine 10% der Arbeiterinnen und Arbeiter in den USA mehr gewerkschaftlich organisiert. Nahezu jeder Job steht in Konkurrenz zu einer Maschine, einem Algorithmus oder einer anderen Arbeitskraft in einem Land mit tieferen Löhnen. Das, zusammen mit der Tatsache, dass die offiziell ausgewiesene Arbeitslosenrate in den USA gegenwärtig immer noch über 6% und die inoffizielle über 10% liegt, macht die Entstehung einer hartnäckigen Lohn-Preis-Spirale wie in den Siebzigerjahren enorm unwahrscheinlich.

In weiten Teilen Europas besteht eine im Vergleich zu den USA sogar noch signifikantere Unterauslastung des Arbeitsmarktes, was auch auf dem Alten Kontinent die Entstehung eines sich selbst verstärkenden Lohn-Preis-Drucks unwahrscheinlich macht.

Die Erfahrung von 2010

Es sprechen aus gegenwärtiger Perspektive mindestens so viele und gute Argumente für höhere Inflation in den nächsten Jahren wie auch dagegen. Wir wissen es schlicht noch nicht. Doch genau so, wie die in den kommenden Monaten publizierten offiziellen Inflationsdaten viel Lärm und wenig Signal enthalten werden, wird auch die Diskussion darüber an den Finanzmärkten und der Öffentlichkeit von einem Übermass an Lärm begleitet sein.

Auch hierzu lohnt sich ein Blick in die Vergangenheit, aber nicht in die Siebzigerjahre, sondern ins Jahr 2010: Damals, im unmittelbaren Nachgang der globalen Finanzkrise und nach dem Start der «unkonventionellen» Anleihenkaufprogramme der Notenbanken (Quantitative Easing) waren zahlreiche Marktteilnehmer, Anlagestrategen und namhafte Ökonomen absolut überzeugt, dass diese Politik zu höherer Inflation führen würde.

Die an den Finanzmärkten eingepreisten Inflationserwartungen stiegen damals deutlich an, zum Teil noch höher als heute – nur um sich in den Folgejahren wieder vollkommen in Luft aufzulösen.

Diese Erfahrung sollte eine Warnung an alle sein, die auch heute wieder mit absoluter Überzeugung eine unaufhaltsam steigende Inflation sehen. Die Demut gebietet, dieses Szenario nur als eines von mehreren zu sehen. Absolute Überzeugungen sind in der Welt der Finanzmärkte selten gesund.