



MACROECONOMIC *view*

7. Juli 2022



Bruno Cavalier
Chefvolkswirt ODDO BHF

Müssen wir für den Kampf gegen die Inflation Wachstum opfern?



WESENTLICHE PUNKTE:

- Die Inflation ist Sorgenkind Nummer 1 der Verbraucher
- Die Notenbanken können nicht länger darauf warten, dass sie wieder abebbt
- Vielmehr müssen sie ihre Geldpolitik aggressiv straffen, was jedoch die Wirtschaft belastet
- Das Opfer besteht darin, heute eine leichte Rezession in Kauf zu nehmen, um dadurch eine schwere Rezession in der Zukunft zu verhindern.



Das Ziel der Wirtschaftspolitik besteht darin, die Inflation nahe einem niedrigen Zielwert von in der Regel 2% zu stabilisieren und gleichzeitig ein Wachstum zu erzielen, das in etwa dem Potenzial entspricht. Beide Ziele sind gleichermaßen erstrebenswert für eine gut funktionierende Wirtschaft.

Mehr als 30 Jahre lang verzeichneten die Industrieländer nur eine geringe, kaum schwankende Inflation. Hierdurch hielten einige Wirtschaftspolitiker dieses Problem für immer gebannt und nahmen an, sie könnten sich nun ausschließlich auf das Wachstum konzentrieren. Als die Wirtschaft in die Rezession abglitt, lag die Reaktion auf der Hand: Es würde ausreichen, die Finanz- und insbesondere die Geldpolitik zu lockern, um die Nachfrage und die Beschäftigung zu stützen, ohne sich um einen unkontrollierten Anstieg der Preise sorgen zu müssen. So schlug man zwei Fliegen mit einer Klappe.

Heute stellt sich die Situation jedoch völlig anders dar. Die Inflation steigt kontinuierlich weiter an und liegt in der Eurozone schon bei fast 10% – dem Fünffachen des Zielwerts. Ganz ähnlich ist die Lage in den USA. Nach einem außergewöhnlichen Schub im Jahr 2021 hat sich das Wirtschaftswachstum

deutlich verlangsamt. Gleichzeitig ist das Rezessionsrisiko gestiegen, da der Krieg in der Ukraine die Energiekrise derart verschärft hat, dass im bevorstehenden Winter Rationierungsmaßnahmen drohen. Diesmal erfordern die beiden Ziele – moderate Inflation und stabiles Wachstum – gegensätzliche Reaktionen der Wirtschaftspolitik. Zur Inflationsbekämpfung ist eine geldpolitische Straffung notwendig. Dies belastet jedoch die Konjunktur und lässt die Arbeitslosigkeit steigen.

Worauf also müssen wir verzichten: auf Preisstabilität oder stabile Beschäftigung? Die Wahl ist nicht ganz so einfach, wie es auf den ersten Blick scheint. Denn zwischen beiden Optionen gibt es zahlreiche Abstufungen. Um die richtige Antwort zu finden, müssen wir zunächst die Art des Inflationsschocks betrachten und anschließend untersuchen, wer davon wie stark betroffen ist.

Der Inflationsschock ist historisch einmalig, sowohl in seinem Ausmaß auch in seinem plötzlichen Eintreten. Im Jahr 2020 wurde die Weltwirtschaft lahmgelegt, um die Ausbreitung des Coronavirus zu stoppen. Die Folge war die schwerste Rezession seit langer Zeit.



Die sich anschließende Erholung verlief V-förmig und war in ihrem Tempo spektakulär, was aber keineswegs vorgezeichnet war. Viele befürchteten damals eine schwächere Erholung (U-Form), eine Erholung mit Rücksetzern (W-Form) oder sogar das Ausbleiben einer Erholung (L-Form). Inflationssorgen gab es hingegen nicht. **In nur wenigen Monaten hat sich jedoch die Inflation zum dringlichsten Problem für die Weltwirtschaft entwickelt.**

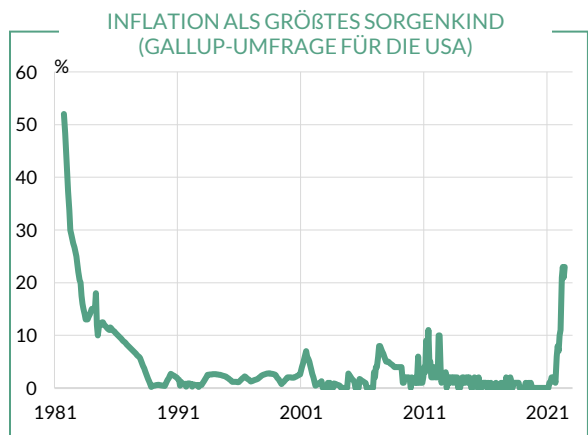
Besonders anschaulich zeigen dies die Gallup-Umfragen, die seit Anfang der 1980er Jahre in regelmäßigen Abständen unter einer Gruppe von Amerikanern durchgeführt werden. Die Befragten werden gebeten, wirtschaftliche Probleme nach ihrer Wichtigkeit zu ordnen. Eine lange Zeit fand sich die Inflation immer nur am Ende der Liste. Heute wird sie von ungefähr einem Viertel der Befragten erstmals seit 40 Jahren wieder als größte Problem betrachtet (siehe Grafik). **Alles deutet darauf hin, dass die Europäer von den rasanten Preisanstiegen ebenso geschockt sind wie die Amerikaner.**

Allerdings gibt es auch Unterschiede zwischen beiden Seiten des Atlantiks. In den USA geht die Inflation nur zu 30% auf die Energiepreise zurück, in Europa zu mehr als 50%. Stark vereinfacht ausgedrückt kann man sagen, dass die US-Inflation ihre Ursache vor allem in einem Nachfrageüberhang hat, während die europäische Inflation in erster Linie aus Angebotsproblemen resultiert (Lieferverzögerungen, Engpässe). Dieser Unterschied ist wichtig, da die Geldpolitik zwar den Konsum der Haushalte und die Investitionen der Unternehmen unmittelbar beeinflussen kann, nicht jedoch die Energieproduktion und -versorgung.

In beiden Fällen erfordert allerdings die veränderte Wahrnehmung durch die Verbraucher, dass die Notenbanken die Inflationsbekämpfung zu ihrer obersten Priorität machen. Dies wird sich nicht ohne eine Beeinträchtigung des Wachstums oder des Arbeitsmarkts bewerkstelligen lassen,

aber dieses Opfer müssen wir hinnehmen. Sollten die Notenbanken unter derartigen Bedingungen aggressiv oder vorsichtig agieren? Ein Blick in die Historie zeigt, dass sie bei der geldpolitischen Straffung in der Regel ein schrittweises Vorgehen bevorzugen. Das hat einen einfachen Grund. Die Geldpolitik entfaltet ihre Wirkung in der Realwirtschaft erst mit Verzögerung, und durch Zinserhöhungen in kleinen Schritten lassen sich Kalibrierungsfehler minimieren. **Vor nur sechs Monaten entschieden sich Fed und EZB für einen behutsamen Ansatz. Dies hat sich inzwischen geändert.**

Ohne eine starke (und womöglich zu starke) Reaktion würden die Notenbanken mit Blick auf das Inflationsziel von 2% jegliche Glaubwürdigkeit verlieren. Die Haushalte könnten denken, dass die Inflationsrate dauerhaft im Bereich von 10% verharrt, und ihre Lohnforderungen entsprechend anpassen, was eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen würde. Eine solche Situation gab es in den 1970er Jahren. Damals wurden die Inflationserwartungen erst durch den Eintritt einer schweren Wirtschaftskrise gedämpft. **Im Jahr 2022 besteht das Opfer darin, heute eine leichte Rezession zu riskieren, um morgen eine schwere Rezession zu verhindern.**



Quelle der Grafiken: ODDO BHF Securities, Gallup

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der ODDO BHF Aktiengesellschaft nur zu Informationszwecken erstellt. Darin enthaltene Äußerungen basieren auf den Markteinschätzungen und Meinungen der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Diese können sich abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Weder dieses Dokument noch eine in Verbindung damit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Etwa dargestellte Einzelwerte dienen nur der Illustration. Einzelne Aussagen sind weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlegerechte Beratung durch hierfür qualifizierte Personen zu ersetzen. Bevor in eine Anlageklasse investiert wird, wird dringend empfohlen, sich eingehend über die Risiken zu erkundigen, denen diese Anlageklassen ausgesetzt sind, insbesondere über das Risiko von Kapitalverlusten.

ODDO BHF Aktiengesellschaft · Bockenheimer Landstraße 10 · 60323 Frankfurt am Main · Postanschrift: 60302 Frankfurt am Main · www.oddo-bhf.com Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) · Grégoire Charbit · Thomas Fischer · Joachim Häger · Christophe Tadié · Benoit Claveranne · Monika Vicandi · Vorsitzender des Aufsichtsrats: Werner Taiber · Sitz: Frankfurt am Main. Registergericht und Handelsregister Nummer: Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 73636 USt-IdNr. DE 814 165 346 · BIC/SWIFT BHFDBEFF500 - www.oddo-bhf.com