



Dr. Georg von Wallwitz

# 142 | Mai 2020

## Nach Corona ist vor der Inflation?

*Teufelsgespräche sind in den Romanen oder Theaterstücken, in denen sie vorkommen, stets ein Höhepunkt, als wollten die Autoren (Goethe! Dostojewskij!) sich durch besonderes Mühegeben den Gottseibeius, sollte es ihn tatsächlich geben, milde stimmen, wenn es so weit ist.*

*Doktor Faustus wird bei einer makro-ökonomischen Vorhersage gestört.*

Im Doktor Faustus gibt Thomas Mann dem Gespräch den Ehrenplatz in der Mitte des Romans; und für wen würde eine solche Begegnung und ein solches Feilschen um die Seele nicht die entscheidende Wende im Leben bedeuten? Mit besonderem Eifer für das Detail schildert er, welche Qualen

in der Hölle auf die verlorenen Seelen warten: „Um es in zwei Worten zu sagen: [der Hölle] Wesen, oder, wenn du willst, ihre Pointe ist, dass sie ihren Insassen nur die Wahl lässt zwischen extremer Kälte und einer Glut, die den Granit zum Schmelzen bringen könnte – zwischen diesen beiden Zuständen flüchten sie brüllend hin und her, denn in dem einen erscheint der andre immer als himmlisches Labsal, ist aber sofort und in des Wortes höllischster Bedeutung unerträglich.“

Liest man die wirtschaftlichen Vorhersagen in diesen coronageplagten Zeiten, so scheint es, als sei der höllentartige Zustand bereits erreicht. Denn so, als würden wir von der Kälte in die Hitze und zurück gescheucht, gehen die Vorhersagen mal von einem inflationären Feuer, mal von einer deflationären Eiszeit aus. Die einen sehen den frisch aufgehäuften Schuldenberg der Staaten als den Startschuss in eine große Geldentwertung zur Entschuldung der Staaten; die anderen sehen die Staatsschulden und die dadurch gebotene Austerität als



Bildquelle: Dictionnaire Infernal, Collin de Plancy (1863)

erdrückend für die künftige wirtschaftliche Aktivität und schreiben ihr damit die gegenteilige Wirkung zu. Die einen sehen das Ende der Globalisierung und der reibungslosen Lieferketten, wodurch nun die Warenpreise ansteigen müssen; die anderen sehen die tiefe Verunsicherung der Konsumenten und Unternehmen, die nun aus Angst ihr Geld nicht mehr ausgeben und damit die Preise in den Keller treiben werden. Pleiten und die Angst davor, haben immer eine deflationäre Wirkung. Und wann, wenn nicht jetzt, sollte es Pleiten geben? Schließlich behauptet eine alte Börsenweisheit: Kapitalismus ohne Pleiten ist wie Katholizismus ohne Hölle.

Die Märkte haben ein recht eindeutiges Bild vom Ausgang dieser Entweder-oder-Frage: Sie neigen zur Deflation. Sie erwarten für Deutschland auf die nächsten 10 Jahre lediglich eine Preissteigerung in Höhe von 0,5%, für Italien gehen sie von 0% aus, für Japan von -0,2%. Und auch für die USA, den derzeit eifrigsten Schuldenmacher, sehen sie lediglich eine Inflationsrate von 1,1% p.a. über die nächsten 10

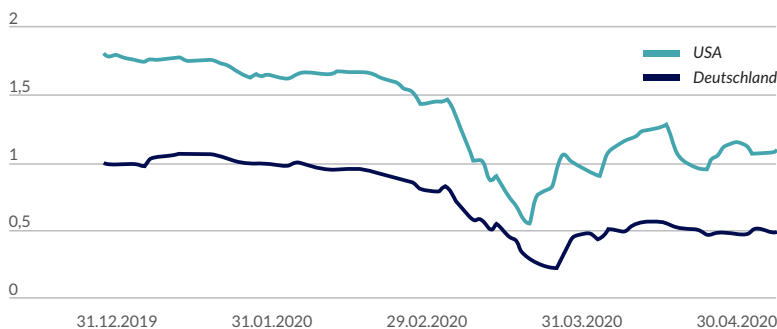
Jahre. Diese Zahlen aber sind nur in einem dezidiert deflationären Umfeld mit dauerhaft lethargischem Wachstum und Zinsen um die Nulllinie realistisch. Und der Markt ist für gewöhnlich Realist.

Gleichwohl gibt es gute Gründe für die Möglichkeit, dass wir uns zwischen zwei frostigen deflationären Schüben auch immer wieder in inflationärer Hitze wiederfinden werden. Folgende Gründe etwa werden für das Heraufziehen einer allgemeinen Preissteigerung angeführt:

Erstens werden die Regierungen nach dem Ende der Corona-Krise nicht wieder im selben Umfang auf Sparhaushalte setzen wie nach der großen Finanzkrise 2008/09. Der politische Wille zu dieser Art von Inflationbekämpfung ist 35 Jahre nach dem Verschwinden der Inflation als greifbarem Phänomen nicht mehr sehr groß. Wer ist noch bereit, Opfer zu bringen, um etwas zu bekämpfen, das vielleicht nur noch ein Geist ist?

Zweitens werden die Unternehmen gezwungen sein, viele Preise zu erhöhen, insbesondere für Dienstleistungen. Ebenso wie der Yogalehrer, der – um den Abstand zu wahren – nur noch ein Drittel der Schüler zur gleichen Zeit unterrichten kann, wird der Obstbauer, der anstelle der rumänischen Erntehelfer nun teure (und ungeschickte) deutsche Rentner und Studenten beschäftigen muss, die Preise erhöhen.

Erwartete Inflationsraten der nächsten 10 Jahre (Breakeven Inflation Rate)



Quelle: Bloomberg, 04.05.2020

Und drittens sitzen immer mehr Menschen auf Geld, das sie nun schon seit Monaten nicht mehr ausgeben (können). Nicht jeder ist in Kurzarbeit und hat mit geringeren Bezügen zu kämpfen, aber kaum jemand ist in der Lage, wie gewohnt einzukaufen, ins Restaurant zu gehen oder zu verreisen. Die Nachholeffekte werden groß sein, und wenn gute Kauflaune auf ein reduziertes Angebot trifft, sind Preissteigerungen eigentlich unausweichlich.

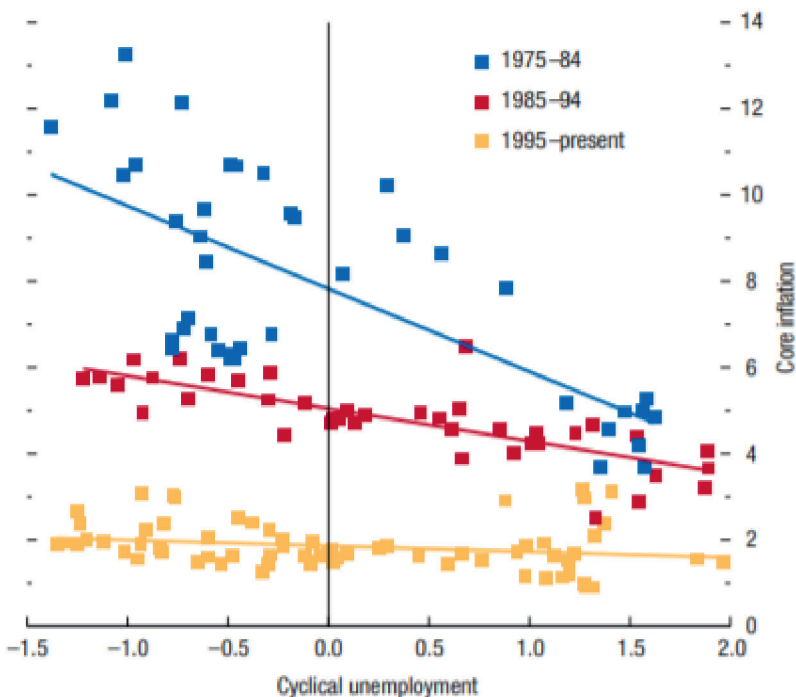
Welcher Effekt sich dann am Ende durchsetzen wird, ist – wie gesagt – schwer zu sagen. Wahrscheinlich wird es erratische Inflationszahlen geben, die wechselweise auf Deflation und Inflation hindeuten. Frost und Hitze.

Letztendlich würde ich aber nicht gegen den Markt wetten. Die alten Gewissheiten, welche nun die Ursachen der Inflation sind, gelten heute nicht mehr. Es hieß einmal, Inflation sei immer und überall ein monetäres Phänomen. Die Erfahrung der letzten Jahrzehnte hat gezeigt, dass Staatsverschuldung und Ausweitung der Geldmenge kurz- und mittelfristig kaum mit der Inflationsrate korrelieren. Auch hieß es einmal, eine extrem niedrige Arbeitslosenquote sei inflationsfördernd, da die Löhne (die in einem solchen Umfeld natürlich steigen) bei den meisten Waren und Dienstleistungen den größten Kostenblock darstellen.

Aber auch das gilt nicht mehr, wie sich der nebenstehenden Darstellung der Philipps-Kurve entnehmen lässt (die Philipps-Kurve war einmal steil und besagte damit: Je niedriger die Arbeitslosigkeit ab einem bestimmten Punkt, desto höher die Inflation. Seit den 90er-Jahren ist die Kurve praktisch flach, d.h. es gibt keine Korrelation mehr).

#### *Inflation and Cyclical Unemployment (Percent; average across advanced economies)*

From its peak in the 1970s, the average level of inflation has fallen as a result of central banks' disinflationary policies. What is also noticeable is that the relationship between cyclical unemployment and inflation appears to have moderate as the level has fallen.



Source: Organization for Economic Cooperation and Development; and IMF staff calculations.

Note: Each square represents the average across advanced economies of inflation and cyclical unemployment in one quarter.

Auch wenn es älteren Ökonomen schwerfällt (denn an der Universität haben sie meist etwas anderes gelernt): Inflation ist im Wesentlichen ein psychologisches Phänomen – in dem Sinne, dass die Inflationserwartungen der ausschlaggebende Faktor sind. Es gibt mit Blick auf Schulden oder Geldmenge oder Arbeitslosigkeit etc. nicht den einen, quantifizierbaren Punkt, ab welchem

Preisstabilität in Inflation umschlägt. Solange die Menschen nicht von Preissteigerungen ausgehen, treten sie auch nicht ein. Inflation spielt sich in den Köpfen ab. Sie ist mehr ein soziales, denn ein natürliches Phänomen. Daher gehe ich davon aus, dass es keine nennenswerte Inflation gibt, solange die großen Zentralbanken unabhängig und damit glaubwürdig sind.

*[Anmerkung für Fortgeschrittene: Ein guter Teil der Forschung drehte sich in den letzten Jahren um die Frage, wie die Ausweitung der Geldmenge über indirekte Effekte wirkt, also über Mechanismen, die in den konventionellen Modellen nicht berücksichtigt werden. Wenn sich die langfristige Zinsentwicklung ohnehin in einem optimalen Konsumverhalten niederschlägt, wirkt die Geldpolitik durch Änderung der Risikoprämien, die für das Halten verschiedener Assets verlangt werden. Die neuesten Modelle berücksichtigen dabei auch Friktionen an den Finanzmärkten und damit die Launen und Panikreaktionen der Marktteilnehmer, die am Ende doch eine große Rolle spielen, auch wenn die Investoren das natürlich nur ungern zugeben (vgl. dazu Brunnermeier und Sannikov, [On the optimal inflation rate](#)). ]*

Für den makroökonomischen Rahmen, innerhalb dessen wir unsere Fonds managen, bedeutet dies, dass sich durch die Corona-Krise im Grunde nicht viel verändert. Die Zinsen und das Wachstum bleiben niedrig und um die Staatsverschuldung kümmern sich im Zweifelsfalle die Zen-

tralbanken (die dabei aber darauf achten müssen, nicht zum verlängerten Arm der Finanzministerien zu werden). Unsere Portfolios werden Ende 2020, nach dem Höllenritt der Monate März und April, vermutlich eine sehr ähnliche Struktur haben wie Ende 2019.