

# Frühlingserwachen, auch für die Inflation?

## Expansive Geld- und Fiskalpolitik im Duett.

Autor: Yannick Gaschen - 28. Mai 2021

Die Corona-Pandemie markiert in vielerlei Hinsicht ein Jahrhundertereignis mit weitreichenden und nachhallenden Konsequenzen für die Gesellschaft und die Wirtschaft. So massiv wie das Coronavirus unseren Alltag und die globale Wirtschaft in ihren Grundfesten erschüttert hat, so beispiellos sind auch die fiskal- und geldpolitischen Reaktionen von Regierungen und Zentralbanken ausgefallen.

Führen diese massiven fiskal- und geldpolitischen Massnahmen unweigerlich zu einem Anstieg der Inflationsrate? Wie soll ich mich als Anleger in diesen Zeiten positionieren?

Zwei Fragen, auf welche wir Ihnen mit unserem aktuellen Trion Invest-Letter Antworten geben wollen.

### Das Grundrezept der Inflation

Die Entstehung einer Inflation basiert auf der kumulativen Grundlage dreier besonderer Zutaten: Wachstum der Geldmenge, erhöhte Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und Entwicklung der Lohn-Preis-Spirale.

#### 1. Wachstum der Geldmenge

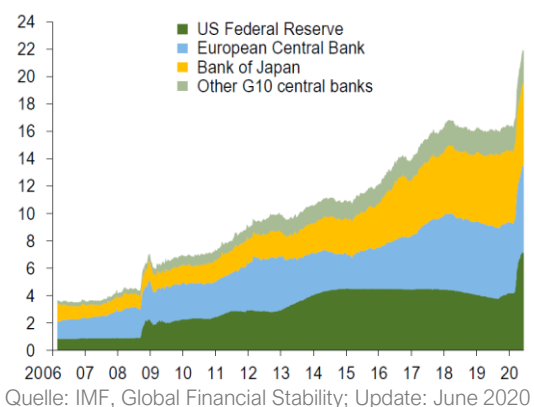
Die in den USA beschlossenen fiskal- und geldpolitischen Massnahmen zur Überwindung der Pandemie und Wiederankurbelung der Konjunktur summieren sich auf mehr als 5 Billionen USD, oder rund 26% des Bruttoinlandprodukts (BIP) vor der Krise. Diese massive Ausdehnung der Zentralbank-Geldmenge führte dazu, dass allein im Jahr 2020 rund 20% aller jemals in Umlauf gebrachten US-Dollar geschöpft wurden.

Ein Blick auf unsere Seite des Atlantiks zeigt, dass man sich auch auf dem alten Kontinent der Notenpresse bedient hat, wenn auch nicht so freizügig wie in den USA. Die EU hat als Antwort auf den Konjunkturerinbruch ein Wiederaufbauprogramm über 1.8 Billionen EUR zusammengestellt,

was ca. 12% des BIP des Jahres 2019 entspricht. Das Schweizer Parlament hat in einer Sondersession indes ein Hilfspaket und weitere Sofortmassnahmen in der Höhe von 73 Milliarden CHF geschlüsselt, was einer Steigerung von rund 10% unseres BIP von 2019 gleichkommt.

Allerdings bedienen sich die Notenbanken nicht erst seit der Corona-Pandemie vermehrt ihrer Druckerpressen. Ausgelöst durch die US-Immobilienmarktkrise 2007 mit der darauffolgenden globalen Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise sahen sich viele Regierungen und Notenbanken gezwungen, unterstützend in den Markt einzugreifen. Während die Staatsverschuldung stetig zunahm, griffen die Zentralbanken durch Anleihen-Kaufprogramme direkt in den Markt ein. Das im Gegenzug neu geschöpfte Geld wurde mit der Hoffnung auf stimulierende Wirkung in den Wirtschaftskreislauf geführt. Seit dem Jahr 2006 hat sich so die Geldmenge der G10-Zentralbanken von 4 Billionen auf über 20 Billionen USD gesteigert:

### G10 Zentralbankengeldmenge in Billionen USD

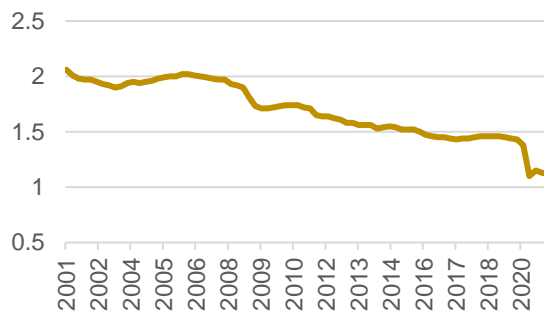


#### 2. Umlaufgeschwindigkeit des Geldes

Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zeigt auf, wie häufig das im Umlauf befindliche Geld den Besitzer wechselt. Eine Beschleunigung des

Geldumlaufs wirkt wie eine Geldvermehrung, eine Verlangsamung hingegen wie eine Verminderung der Geldmenge. Bei sinkender Umlaufgeschwindigkeit kann sich die Geldmenge somit ausdehnen, ohne dabei inflationär zu wirken.

## Umlaufgeschwindigkeit der US-Geldmenge M2



Quelle: Refinitiv, Datastream

Im Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes liegt auch einer der vermeintlichen Hauptgründe, weshalb das beschriebene Geldmengenwachstum seit Beginn der Finanzkrise nicht zum gewünschten Anstieg des allgemeinen Preisniveaus und der Inflationsrate geführt hat. Das neu geschaffene Geld verblieb mehrheitlich im Bankensystem, wo die Reserven auch aufgrund neuer regulatorischer Anforderungen in die Höhe schnellten. Dadurch fand dieses zusätzliche Geld nicht den geplanten Weg in die Realwirtschaft und schlug sich bis anhin auch nicht in Preiserhöhungen nieder.

### 3. Lohn-Preis-Spirale

Inflationsgetriebene Preise führen zu höheren Lohnerwartungen. Steigende Löhne verursachen Kostensteigerungen bei Unternehmen, welche die höheren Herstellungskosten wiederum auf die Konsumentenpreise abwälzen. Steht der gesamtwirtschaftlichen Gütermenge eine zu grosse Geldmenge mit hoher Umlaufgeschwindigkeit gegenüber, droht die Entstehung einer Lohn-Preis-Spirale. Obwohl in den vergangenen Jahren in einzelnen Bereichen deutliche Preissteigerungen zu beobachten waren (zB. bei Immobilien und weiteren Sachwerten), sind die Löhne in den Industriestaaten verhältnismässig konstant geblieben und viele Güter des täglichen Bedarfs sind sogar günstiger geworden.

Als mögliche Treiber für diese deflationäre Tendenz werden unter anderem die zunehmende

Marktliberalisierung und die Digitalisierung genannt. Der starke Wettbewerb im globalen Freihandel führt ebenso zu einem preisniveausenkenden Effekt wie Produktivitätssteigerungen durch stetige Innovation bei Computern, Robotern, künstlicher Intelligenz und anderen Technologien.

### Kommt jetzt die Inflation?

Die Geldmengen der Zentralbanken sind in den letzten 10 Jahren signifikant gewachsen, womit eine erste Grundlage für Inflation vorgegeben ist. Dieses frisch geschöpfte Geld floss aber zu grossen Teilen nicht in die Realwirtschaft, sondern wird nach wie vor mehrheitlich durch die Geschäftsbanken gehalten, was zu einer stetig abnehmenden Geldumlaufgeschwindigkeit geführt hat. Die zweite Grundlage für Inflation ist somit bisher nicht gegeben. Das Fernbleiben grosser Geldmengen für die Realwirtschaft verhinderte demzufolge auch die Entstehung einer Lohn-Preis-Spirale.

Doch Vorsicht ist geboten: Dieses unvollständige Inflations-Rezept ist noch kein Garant dafür, dass es nicht doch zu anhaltenden Preissteigerungen kommen kann. So hat in den letzten Monaten insbesondere die Entwicklung der Rohstoffpreise für Diskussionsstoff gesorgt. Der Bloomberg-Commodity-Index, der die wichtigsten Rohstoffe wie Erdöl, Getreide und weitere Agrarrohstoffe sowie Industrie- und Edelmetalle umfasst, hat seit Jahresbeginn um über 20% zugelegt. Besonders stark im Preis gestiegen sind Industriemetalle wie Kupfer (+30%) und Stahl (+50%) sowie gewisse Agrarrohstoffe wie Bauholz (+60%).

Obschon diese Entwicklungen auf den ersten Blick einen inflationären Charakter aufweisen, könnte für diese jüngsten Preissteigerungen auch ein einfacher Nachfrageüberhang verantwortlich zeichnen. Die Lockdown-Massnahmen seit Ausbruch der Pandemie führten zu einer starken Verringerung der globalen Handelsaktivitäten und hemmten Produktion und Absatz. Mit der Wiederaufnahme der globalen Handelsaktivitäten dürfte sich die aufgestaute Konsumnachfrage über die nächsten Monate verbessern und zu einem raschen Abbau der Lagerbestände bis hin zu einer Angebotsknappheit für gewisse Konsumgüter führen. Es ist wahrscheinlich, dass unter diesen

Umständen auch die Geldumlaufgeschwindigkeit, entgegen dem langfristigen Trend, wieder zunehmen wird.

Ob Preissteigerungen aufgrund eines Nachfrageüberhangs auch mittelfristig auftreten werden, hängt davon ab, wie rasch die aktuelle Unterauslastung der Produktionskapazitäten geschlossen werden kann und wie rasch und zielgerichtet die fiskalischen Investitionen umgesetzt werden. Weil die Arbeitslosigkeit derzeit immer noch höher als vor der Krise ist, wird das Umfeld für breit angelegte Lohn- und Preiserhöhungen schwierig bleiben.

## Wie soll ich mich als Anleger positionieren?

Über einen langfristigen Betrachtungsraum gesehen bieten Sachwerte den idealen Inflationsschutz. Dazu gehören Rohstoffe, Edelmetalle, Immobilien und (zyklische) Aktien. Allerdings darf bei einem Anstieg der Inflation nicht von einer unmittelbaren Absicherungseigenschaft von Sachwerten ausgegangen werden, da die Volatilität zunächst zunimmt. Auch die Ausprägung des Inflationsanstiegs spielt dabei eine entscheidende Rolle.

Nominalwerte wie Bargeld oder Anleihen hingegen bieten im Umfeld steigender Inflation und steigender Zinsen keinen geeigneten Schutz und erleiden (reale) Kursverluste.

Seit 2019 halten wir innerhalb unserer Vermögensverwaltungsmandate über alle Portfoliostrategien hinweg eine substanzielle Position in Gold. An dieser Positionierung halten wir nach wie vor fest. Zudem haben wir zu Beginn des Jahres 2021 das zyklische Element mit einer Anlage im Rohstoff-Bereich erhöht. Dabei konzentrieren wir uns auf Beteiligungspapiere, welche sich auf die Gewinnung von Mineralien konzentrieren, die den Übergang zu sauberer und effizienter Energie ermöglichen sollen.

Generell gilt: Jede Anlageklasse, auch Sachwerte, unterliegen der Wertunsicherheit. Gerade deshalb sind die regelmässige Überprüfung der persönlichen Anlagestrategie und die professionelle Umsetzung der Vermögensverwaltung die besten Massnahmen, sich gegen mögliche Inflationsrisiken zu schützen.

## TRIONINVEST

Yannick Gaschen

Dufourstrasse 29  
CH-3005 Bern  
+41 (0)31 359 30 36  
yannick.gaschen@trioninvest.ch  
www.trioninvest.ch