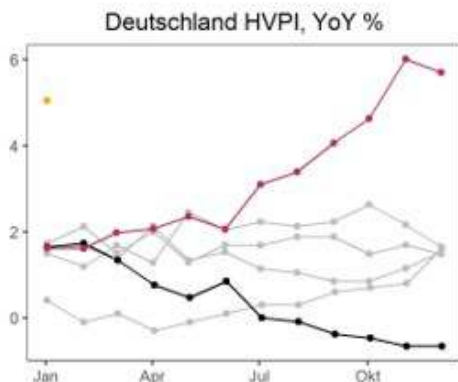


**Good-bye "Transitory"**

Bis in den Herbst 2021 hinein hielten viele Analysten und Zentralbanker den Anstieg der Inflation für vorübergehend. Für diese Gruppe bürgerte sich in den USA die Bezeichnung „Camp Transitory“ ein. Ende November erklärte dann US-Notenbankchef Jay Powell, es sei an der Zeit, das Wort „transitorisch“ in den Ruhestand zu versetzen. Die Mehrheitsmeinung war nun, dass es wohl länger dauern würde, bis die Inflation wieder zurückging.

**Auf Wiedersehen „Basiseffekt“**

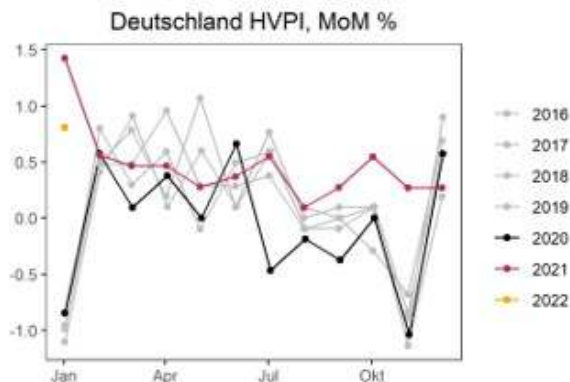
Die jüngsten Zahlen aus Deutschland und der Eurozone weisen nun auf das Risiko hin, dass die Zentralbanken die Kontrolle über die Inflation verloren haben könnten. Sowohl in Deutschland als auch in der Eurozone stieg der harmonisierte Verbraucherpreisindex um 5,1% im Vergleich zum Vorjahr. Der oft beschworene „Basiseffekt“, der wegen der Mehrwertsteueranhebung in Deutschland im Januar 2021 die Jahresrate der Inflation im Januar 2022 hätte verringern sollen, blieb aus. Offensichtlich wurde er von den Auftriebskräften überlagert.



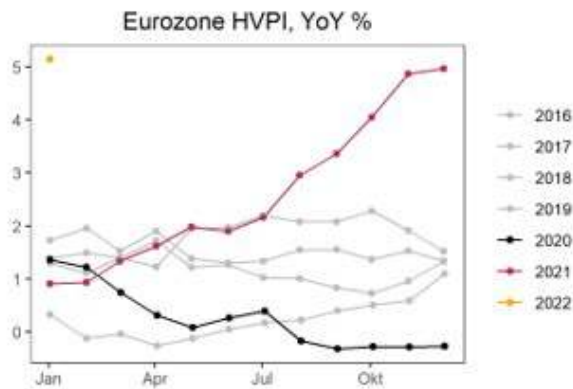
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Eurostat, Macrobond



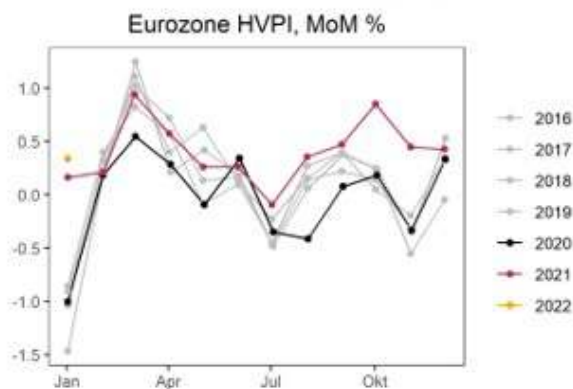
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Eurostat, Macrobond

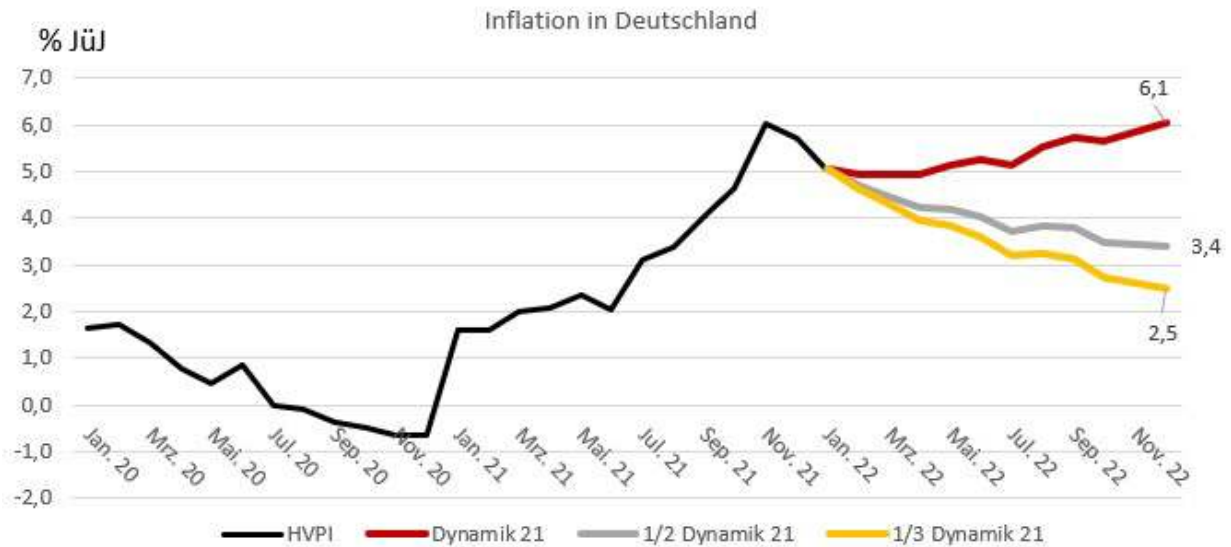


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond

## Trübere Aussichten für 2022

Der für viele enttäuschende Einstieg in das Jahr 2022 macht die Anhebung von Inflationsprognosen nötig. So hat zum Beispiel die [Deutsche Bank](#) ihre Prognose für Deutschland auf einen Jahresdurchschnitt von 4,2% angehoben. Dafür müsste sich die Inflationsdynamik – also die durchschnittliche monatliche Wachstumsrate des Preisindex - in diesem Jahr jedoch auf beinahe die Hälfte des letzten Jahres verringern.

Die Bundesbank hatte im Dezember 2021 eine Inflation von 3,6% (Jahresdurchschnitt) prognostiziert. Dazu müsste die monatliche Rate ab Februar jedoch auf rund 1/3 ihres Durchschnitts von 2021 fallen. Bleibt die Dynamik dieses Jahr aber unverändert, könnte die Inflation im Jahresdurchschnitt 2022 sogar 5,4% betragen.



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Eurostat.

Für die Eurozone gilt ein ähnliches Bild. Um die von der EZB prognostizierte Inflation von 3,2% (Jahresdurchschnitt) zu bekommen, müsste die Inflation ab Februar um weniger als ein Drittel des Durchschnitts im Jahr 2021 fallen. Wie die gestrige Pressekonferenz von der EZB-Christine Lagarde zeigte, scheint sich die EZB ihrer Sache nicht mehr so sicher. Tatsächlich gibt es keinen guten Grund, warum sich die Inflationsdynamik für den Rest dieses Jahres drastisch verlangsamen sollte.

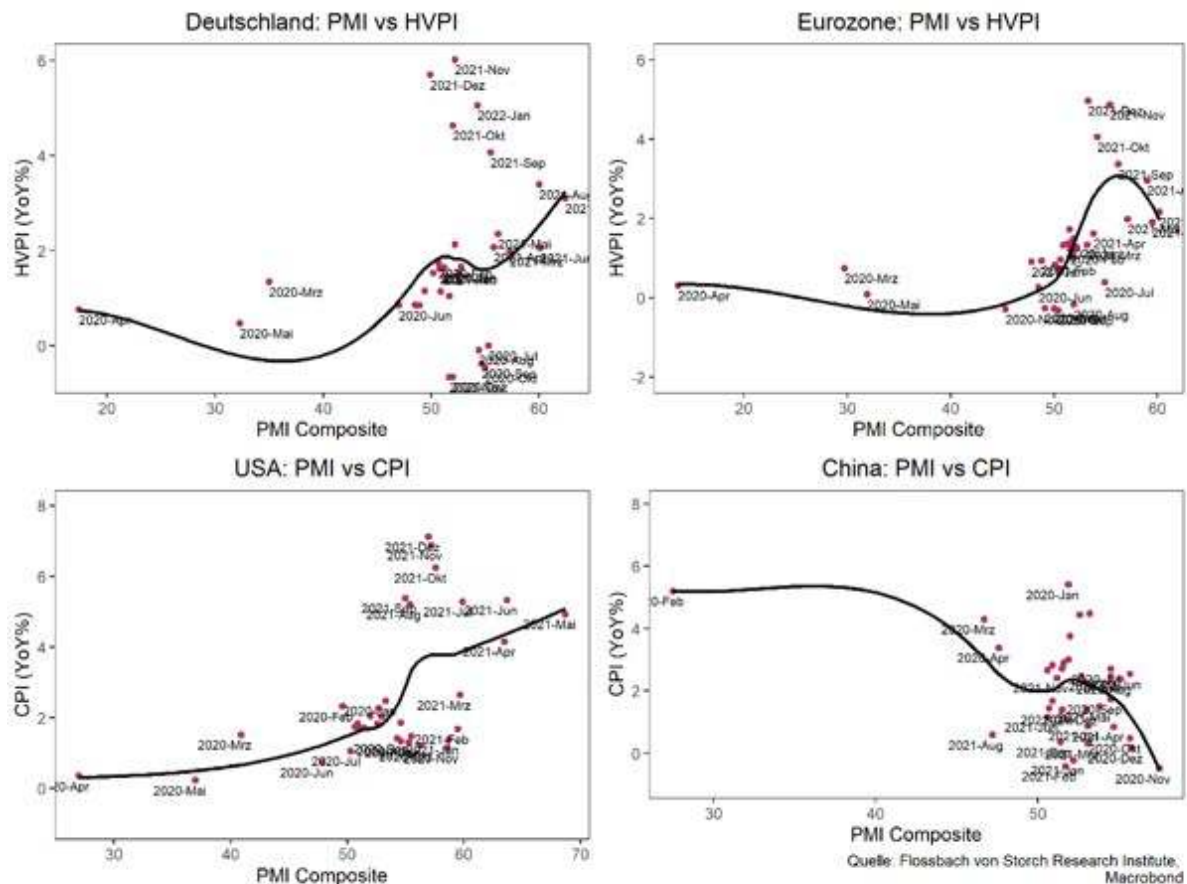
Vermutlich werden die Rohstoffpreise dieses Jahr nicht mit der gleichen Dynamik wie im Vorjahr steigen. Dennoch könnte die Inflationsdynamik hoch bleiben, wenn in Zweitrundeneffekten die Preise von Fertigprodukten die höheren Rohstoffpreise widerspiegeln. Die Inflationsdynamik könnte sogar noch zunehmen, wenn in einem Drittrundeneffekt die Löhne auf breiter Basis steigen würden. Weiterhin sehr stark steigende Erzeugerpreise (26,2% Eurozone, 24,1% Deutschland) dürften sich auch in den Konsumentenpreise der kommenden Monate wiederfinden. Bleibt die Inflationsdynamik so hoch wie im letzten Jahr, könnten die Preise im Jahresdurchschnitt 2022 um 5,1% gegenüber dem Vorjahr steigen.



### „Growthflation“ oder „Stagflation“

Über geraume Zeit ging der Anstieg der Inflation mit stärkerem Wirtschaftswachstum einher. Jim Reid von der Deutschen Bank sprach von „Growthflation“ statt von „Stagflation“. Doch 2021 endete mit einem langsameren Wachstum der Realwirtschaft. Im 4. Quartal 2021 wuchs das BIP Chinas um 1,6% (QoQ), das der USA um (nicht annualisierte) 1,7% und das der Eurozone um 0,3%.

In den letzten Monaten haben sich daher die Hinweise auf eine „Stagflation“ verstärkt. Insbesondere in Deutschland und der Eurozone gehen die höchsten Inflationsraten der letzten Jahre mit schwächeren Aktivitätsindikatoren einher. Seit August steigt die Inflation, während die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) der Eurozone, Deutschland und der USA auf schwächeres Wachstum hindeuten. Nach den gängigen Modellen der Zentralbanken sollte jedoch ein positiver Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum bestehen. Dies scheint aber nur in den USA – und dort auch nur ansatzweise - der Fall zu sein.



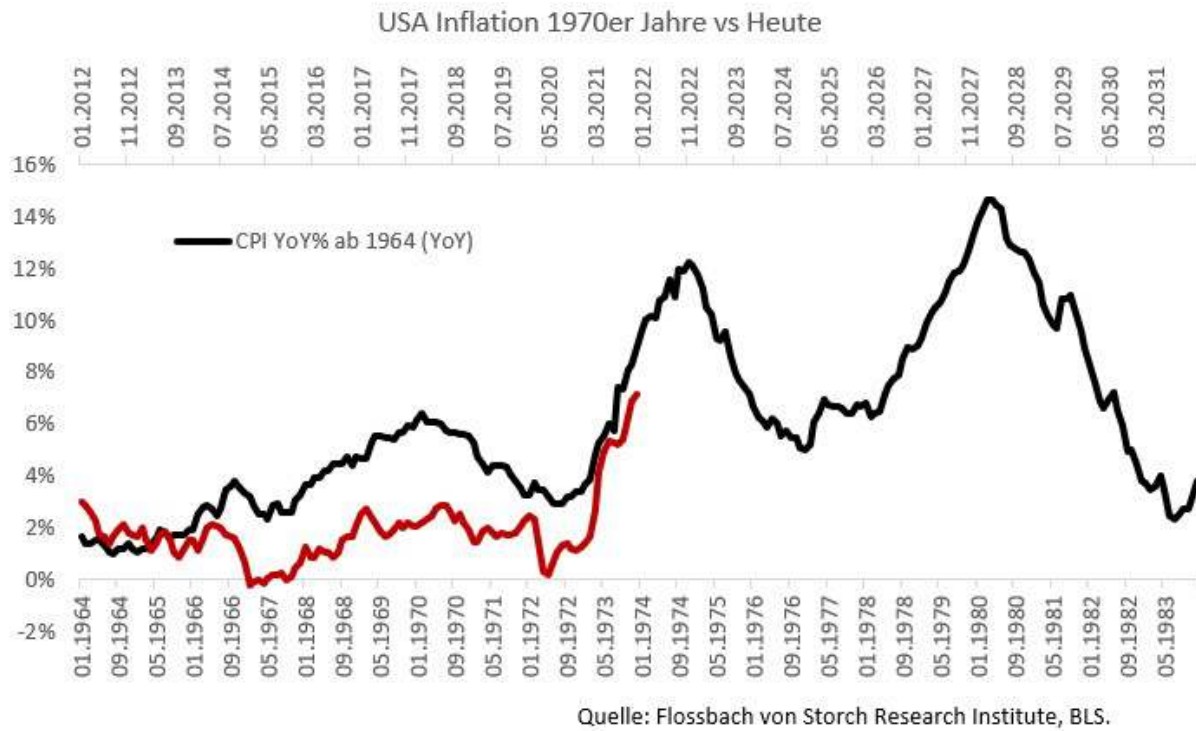
## „Great Inflation“ 2.0?

Zwischen 1965 und 1985 erlebte die USA die Zeit der „Great Inflation“ (die bei uns mehr als Stagflation bekannt ist). Mitte der 1970er Jahre und der 1980er Jahre erreichte der US-Verbraucherpreisindex jährliche Wachstumsraten von über 10%. Zwei Ölkrisen haben die Preisdynamik befeuert und die Regierung versuchte ohne Erfolg, mit ineffektiven Methoden wie Preiskontrollen die Inflation in den Griff zu bekommen. Wie Bord und Levi (2021) erklären, übte die hohe Staatsverschuldung Druck auf die Zentralbank aus, die Zinsen niedrig zu halten. Die Zentralbank stand also unter „fiskalischer Dominanz“.

Vergleicht man den Verlauf der Inflation von damals mit dem von heute, stellt man nicht nur bei den Umständen, sondern auch bei der Entwicklung der Inflation eine gewisse Ähnlichkeit fest. Damals wie heute verwiesen die meisten Ökonomen auf Flaschenhalse und Rohstoffpreise. Dagegen wies Milton Friedmann auf die monetäre und fiskalische Expansion hin, die den Ausschlag gaben.

Die Great Inflation endete mit einer starken Straffung der Geldpolitik, die zur Rezession führte. Wie lange heute die Zentralbanken mit einer spürbaren geldpolitischen Kurskorrektur auf sich warten lassen, bleibt eine der spannendsten Fragen dieser Zeit. Während die US-Notenbank erste kleine

Schritte in Richtung Normalisierung der Geldpolitik angekündigt hat, bleibt die EZB zumindest vorläufig bei ihrem lockeren geldpolitischen Kurs. Allenfalls hat die unerwartet hohe Inflation dazu geführt, dass der Zentralbankrat einen Zinsschritt in diesem Jahr nicht mehr gänzlich ausschließt. Mehr Klarheit sollte die EZB-Sitzung im März bringen. Möglicherweise hat die Zeit der „Stagflation“ dann schon begonnen.



<sup>1</sup> Bordo, M. D., & Levy, M. D. (2021). Do enlarged fiscal deficits cause inflation? The historical record. *Economic Affairs*, 41(1), 59-83.

Flossbach von Storch AG, Research Institute  
Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49 221 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com)

[Impressum](#) [Kontakt](#) [Abonnement anpassen](#)

---