



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 28/06/2023

## **Irgendwann wird auch die Inflation „transitorisch“ sein**

von PABLO DUARTE

### Zusammenfassung

Trotz Normalisierung der Energie- und Konsumgüterpreise, bleibt die Inflation unbesiegt. Irgendwann wird die Inflation wieder zurückgehen, und wie alles auf dieser Welt, wird die Inflation dann auch „transitorisch“ gewesen sein.

### Abstract

Despite the normalization of energy and consumer goods prices, inflation remains undefeated. At some point, inflation will come down again, and like everything else in this world, inflation will then also have been "transitory".

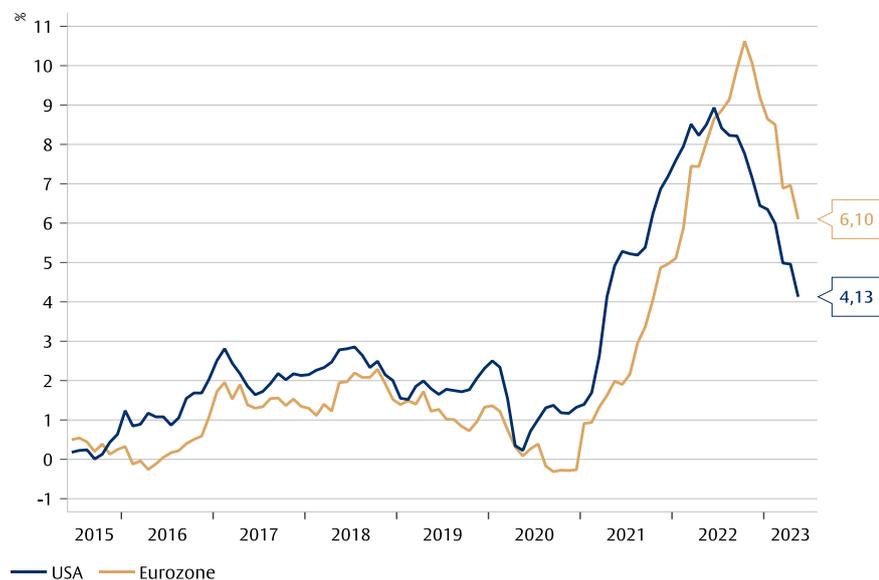


Die Inflationsraten in den USA und der Eurozone sind seit einigen Monaten rückläufig. Einige feiern dies als endgültige Niederlage der Inflation und sehen es als Bestätigung dafür, dass sie letztendlich „transitorisch“ war. Dies wirft jedoch zwei Probleme auf. Erstens lässt sich immer ein ausreichend langer Zeitraum finden, um ein weltliches Phänomen als „transitorisch“ zu bezeichnen, wodurch der Begriff letztlich inhaltslos wird. Zweitens scheint der Inflationsdruck noch nicht vollständig verschwunden zu sein. Die Inflationsraten könnten sogar erneut steigen. Die Inflation wird zwar irgendwann wieder vorbei sein, aber vermutlich nicht so bald.

### **Inflation ist „transitorisch“, weil alles „transitorisch“ ist**

Die Zielinflationsrate von 2 % wurde Anfang 2021 in den USA und etwas später auch in der Eurozone überschritten. Da das damals vorherrschende Narrativ besagte, dass diese hohen Inflationsraten vorübergehend ("transitorisch") seien, reagierten die Zentralbanken erst spät mit einer Straffung ihrer sehr expansiven Geldpolitik. Man ging davon aus, dass die Inflationsraten von selbst wieder fallen würden, sobald sich die zuvor durch die Pandemie-Lockdowns beeinträchtigten Lieferketten normalisieren würden. Alles schien unter Kontrolle zu sein.<sup>1</sup>

**Abbildung 1: Inflationsrate in den USA und der Eurozone**



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 28.06.2023

<sup>1</sup> Siehe hierzu Duarte (2021), „[Inflationsnarrative bestimmen das Schicksal der Zentralbanken](#)“, Kommentar, Flossbach von Storch Research Institute, 09.03.2021.

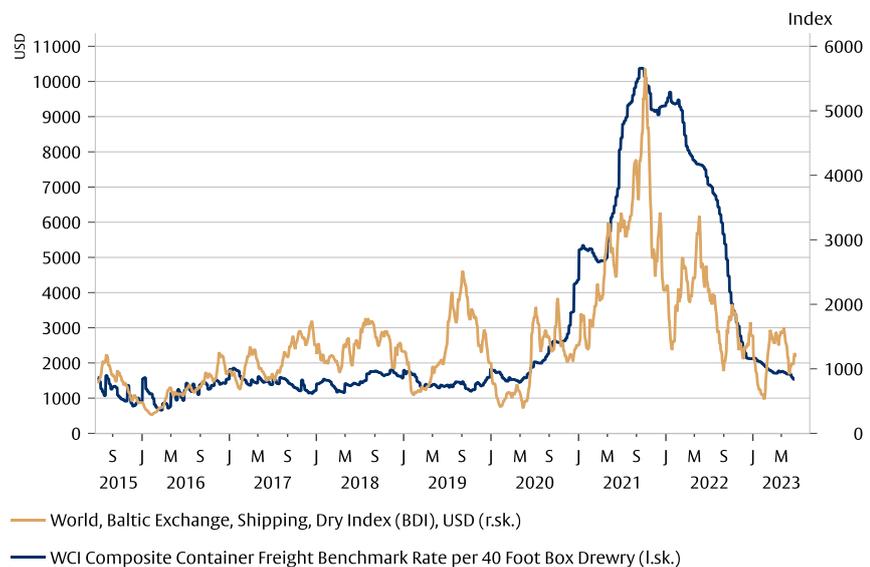


Doch es kam anders. Mehr als zwei Jahre später liegen die Inflationsraten immer noch spürbar über dem 2 %-Ziel. Die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) reagierten mit erheblicher Verzögerung darauf.

### Die „transitorischen“ Treiber der Inflation sind verblasst

Der wichtigste Beitrag zur Rückkehr der Inflation kam nach der Pandemie von der Angebotsseite. Sowohl in den USA als auch im Euroraum trieben Engpässe in den Lieferketten die Preise für viele Konsumgüter in die Höhe. Gleichzeitig zogen auch die Rohstoff- und Energiepreise an. Der Ausbruch des Krieges in der Ukraine trieb die Öl- und Gaspreise noch weiter in die Höhe und die Inflationsraten auf ein Niveau, das seit den 1970er Jahren nicht mehr erreicht wurde. Diese Preise sind in den letzten Monaten gesunken. Die Kosten für den Warentransport sind beispielsweise auf das Niveau vor der Pandemie zurückgegangen. Da die Engpässe in den Versorgungsketten aufgelöst wurden und die Energiepreise trotz des Krieges gesunken sind, scheint der Inflationsdruck auf der Angebotsseite nachgelassen zu haben.

Abbildung 2: Seefrachtkosten



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Baltic Exchange. Daten vom 28.06.2023

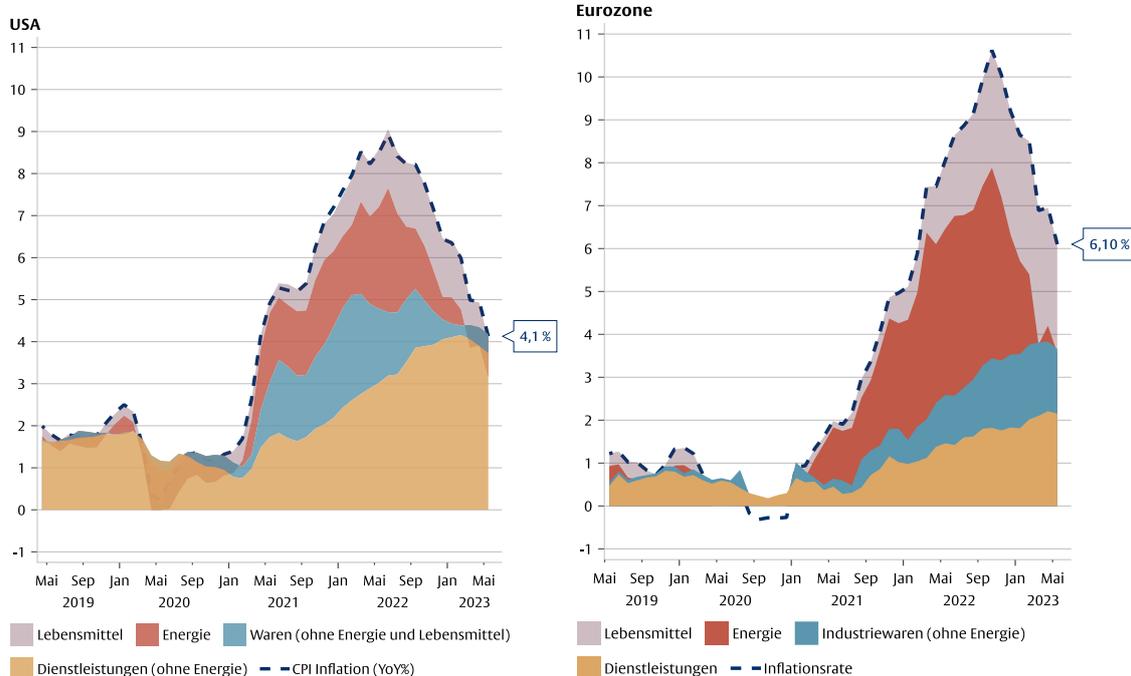
### Der Inflationsdruck ist jedoch immer noch zu spüren.

Der Anstieg der Inflation beschränkt sich jedoch nicht nur auf Rohstoffe und Konsumgüter. In den USA sind die Preise für Dienstleistungen stetig gestiegen und tragen nun am meisten zur Inflation bei. In der Eurozone nimmt der



Inflationsdruck bei den Dienstleistungs- und Lebensmittelpreisen zu. Auch die Löhne sind sowohl in der Eurozone als auch in den USA schneller

Abbildung 3: Beitrag zur Inflationsrate in den USA und der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 28.06.2023

gestiegen. Bisher scheinen die Steigerungen der Dienstleistungspreise und Löhne nicht nachzulassen. Der Inflationsdruck hat sich von Rohstoffen und Konsumgütern auf Dienstleistungen und Nahrungsmittel übertragen.

### Der Basiseffekt versteckt den Inflationsdruck

Der Rückgang der Inflationsrate gegenüber dem Vorjahr, den wir in den letzten Monaten beobachten konnten, wird durch den Basiseffekt überzeichnet. Die Inflationsrate gegenüber dem Vorjahr, die am häufigsten beobachtet und diskutiert wird, steigt oder fällt auch, je nachdem, wie sich die Inflation im Vorjahr entwickelt hat.<sup>2</sup> Die jährliche Inflationsrate kann nur dann auf demselben Niveau bleiben, wenn der Preisindex monatlich um denselben Betrag steigt wie vor zwölf Monaten. In der ersten Jahreshälfte 2022 kam es zu einem drastischen Anstieg des Preisindex als Folge der kriegsbedingten Verteuerung von Energie und Rohstoffen. Daher führt ein hoher, aber weniger starker monatlicher Anstieg dieses Jahr zu einer überzeichneten Verringerung der Inflationsrate im Jahresvergleich.

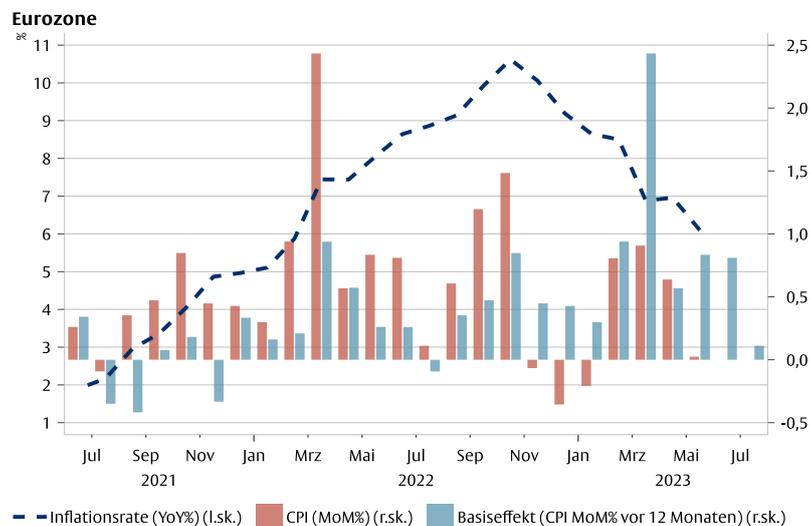
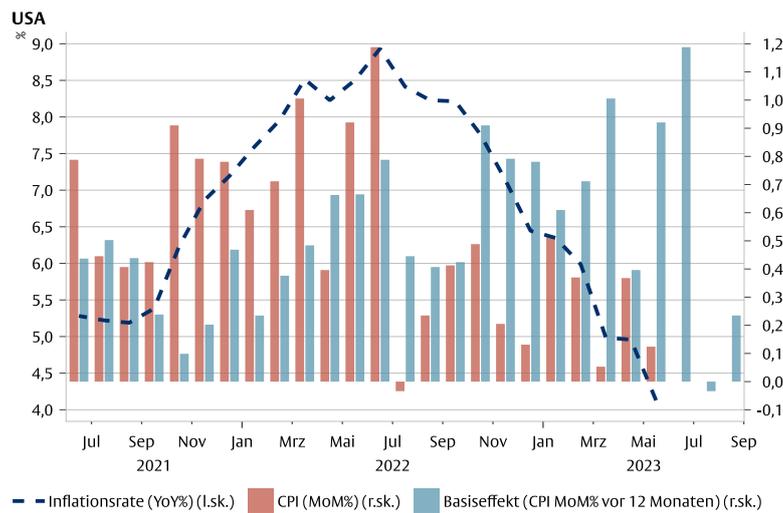
<sup>2</sup> Für eine genaue Erklärung des Basiseffekts siehe Duarte (2022), [Wurde der Inflationspeak erreicht? Der trügerische Basis-Effekt](#), Studie, Flossbach von Storch Research Institute.



Der Basiseffekt ist in den nachstehenden Schaubildern zu erkennen (Abbildung 4). Die blaue Linie gibt die jährliche Inflationsrate an. Die roten Balken sind die monatlichen Veränderungen des Preisindex, die blauen Balken die monatlichen Veränderungen des Preisindex zwölf Monate zuvor. Die jährliche Inflationsrate sinkt, wenn die blauen Balken größer sind als die roten Balken. Dies geschieht auch bei anhaltend hoher Inflation über dem Zielwert der Zentralbanken.

Seit Ende letzten Jahres hält der Inflationsdruck an (rote Balken). In den USA und der Eurozone sind die Preise mit Monatsraten von im Schnitt 0,3 % und 0,4 % gestiegen. Die annualisierten Raten betragen 3,5 % und 5,3 %. Da die Monatsraten geringer waren als vor zwölf Monaten, ist die Inflationsrate gegenüber dem Vorjahr stark zurückgegangen. Dieser Rückgang ist durch den Basiseffekt überzeichnet.

Abbildung 4: Inflation und Basiseffekt in den USA und der Eurozone



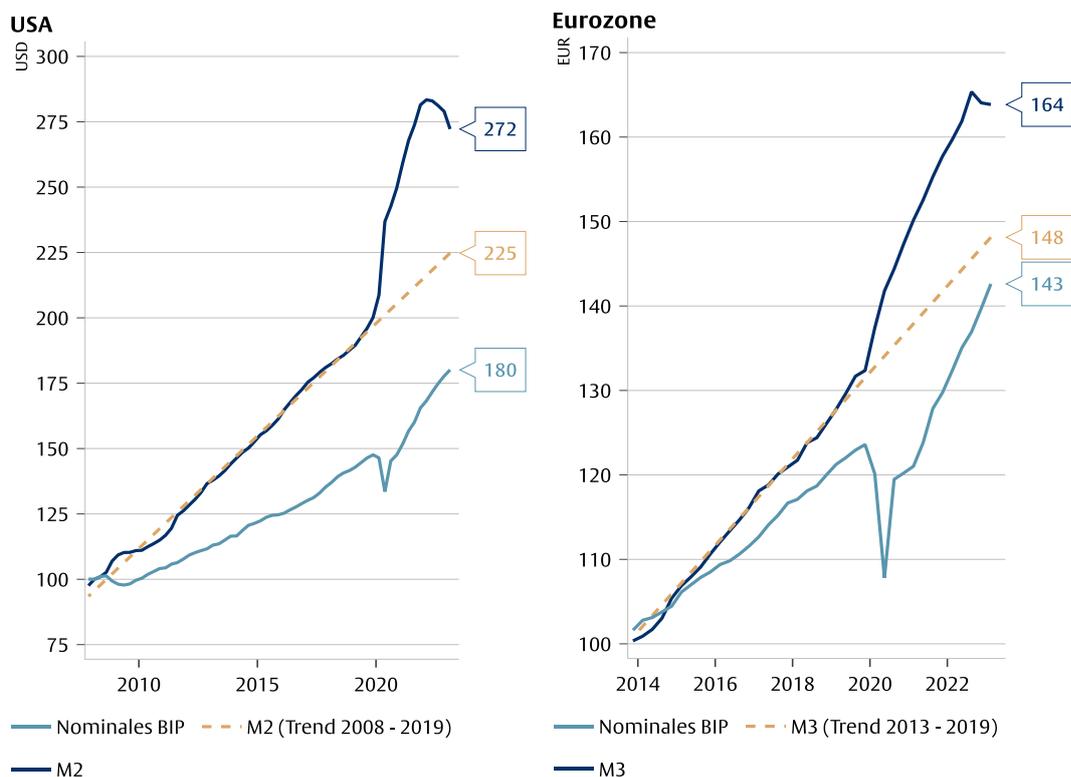
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 28.06.2023



## Die Geldmenge

Ohne eine Geldmengenausweitung wäre der Anstieg der Inflation nicht möglich. Ohne Geldmengenausweitung würde beispielsweise ein Anstieg der Energiepreise zu einer Neuanpassung der Nachfrage nach Energie und anderen Gütern entsprechend der Budgetbeschränkung der Haushalte führen. Die relativen Preise würden sich anpassen, so dass einige Preise steigen und andere fallen, aber das allgemeine Preisniveau stabil bliebe. Die aggressive Geldmengenausweitung zu Beginn der Pandemie im Jahr 2020 schufen den monetären Spielraum, der den anschließenden Anstieg der Inflation ermöglichte. Da die Menschen in ihren Häusern isoliert und die Lieferketten unterbrochen waren, und insbesondere Dienstleistungen ausfielen, sammelte sich dieses Geld auf Bankkonten an. Mit dem Ende der Pandemie fanden die erzwungenen Geldersparnisse ihren Weg in die Konsumnachfrage. Da das Angebot nicht so schnell wachsen konnte wie die Nachfrage, begannen die Preise den von den Zentralbanken geschaffenen monetären Raum zu füllen. Die Verringerung der Geldmenge begann spät und geschieht noch immer langsam. Das bedeutet, dass die Preise noch monetären Spielraum für einen weiteren Anstieg haben.

Abbildung 5: Geldüberhang in den USA und der Eurozone



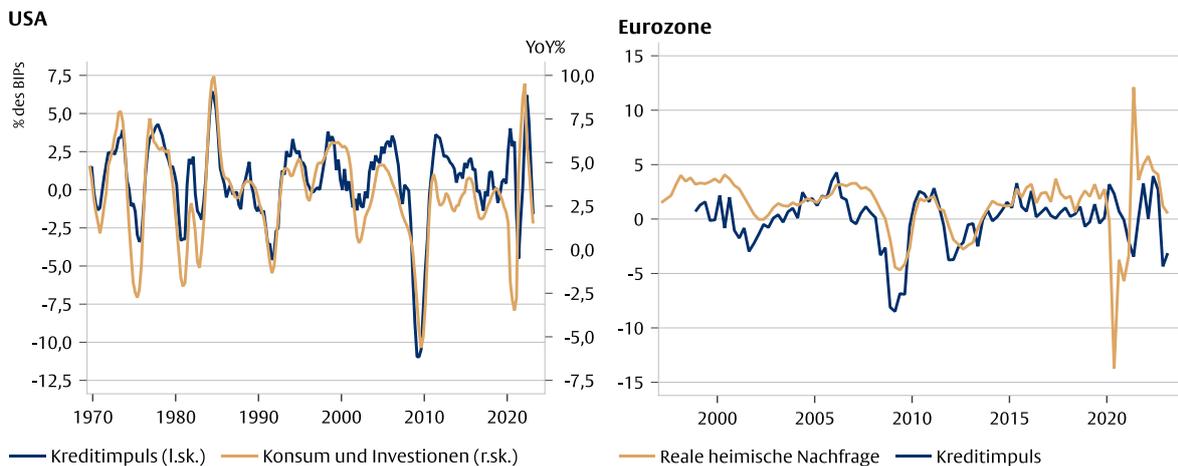


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 28.06.2023

## Die Verlangsamung der Kreditvergabe und der Konjunktur

Die Geldpolitik wird mit einer Verzögerung von mehr als einem Jahr über den Finanzsektor auf die Realwirtschaft übertragen. Die Erhöhung der Leitzinsen der Zentralbanken verteuert die Kredite, was die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verringert. In der Vergangenheit war der Kreditimpuls, d. h. die Veränderung des Kreditflusses vom Finanzsektor zum privaten Sektor, ein guter Indikator für die reale Nachfrage. In den USA und der Eurozone sind die Kreditflüsse stark zurückgegangen. Folglich könnte der Inflationsdruck dank eines Rückgangs der Gesamtnachfrage nachlassen.

Abbildung 6: Kreditimpuls in den USA und der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 28.06.2023

## Fazit

Insgesamt deuten die Normalisierung der Energie- und Konsumgüterpreise sowie die Verlangsamung des Kreditflusses auf eine nachlassende Inflation hin. Doch die Inflation ist noch nicht besiegt. Irgendwann wird die Inflation wieder zurückgehen, und wie alles auf dieser Welt, wird die Inflation dann auch „transitorisch“ gewesen sein.





## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2023 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Pablo Duarte; *Redaktionsschluss* 28. Juni 2023