

Sonderkommentar zur aktuellen Entwicklung der Inflation: Das Inflationsgespenst ...

... ist zurück und spukt seit Monaten allgegenwärtig an den Finanzmärkten. Doch was steckt in Wirklichkeit hinter dem Inflationsgespenst? Wird es zu einem dauerhaften Begleiter und weiter sein Unwesen treiben oder ist es nur ein vorübergehender Spuk? Fragen, über die auch renommierte Finanzökonom, wie Joseph E. Stiglitz und Lawrence Summers, offen debattieren und zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen. Während das Inflationsrisiko im Sommer 2020 bei der Publikation der beiden Top-Ökonomen Charles Goodhart und Manoj Pradhan (The Great Demographic Reversal) noch kaum ein Thema war, müssen sie spätestens seit dem sprunghaften Anstieg der Inflationsrate in der Eurozone zu Jahresbeginn (stärkster Anstieg seit Beginn der Gemeinschaftswährung, siehe Abbildung 1) Rede und Antwort stehen. Bei einer gemeinsamen Diskussionsrunde mit dem ehemaligen Chefvolkswirt der EZB Peter Praet debattierten die drei ausgewiesenen Experten über die Inflationsentwicklung. Das Trio war übereinstimmend der Meinung, dass wir nachhaltig höhere Inflationsraten sehen werden – aber erst in den nächsten Jahren.

Im Folgenden möchten wir zunächst klären, mit welchen Inflationsraten kurz-, mittel- und langfristig gerechnet werden kann und welche Einflussfaktoren dazu beitragen. Anschließend werden wir die Auswirkungen auf Ihre Vermögensanlage betrachten.

Zahlreiche Sonderfaktoren haben seit Jahresanfang zu einer signifikanten Steigerung der Inflationsraten geführt. Nachdem die Weltwirtschaft im letzten Jahr zunächst in den Lockdown geschickt wurde, stürzten die Preise für viele Waren und Produkte ab. Dienstleistungen konnten und durften nicht mehr angeboten werden. Unternehmen reagierten und drosselten ihre Kapazitäten oder stornierten Aufträge. Staatliche und notenbankinitiierte Hilfs- und Zuschussprogramme ermöglichten eine schnelle Erholung der wirtschaftlichen Produktion. Private Haushalte, insbesondere in den USA, konnten sich über höhere Einkommen freuen (siehe Abbildung 2). Dieses Geld trifft nun auf ein immer noch knappes Angebot an Waren und Dienstleistungen, was auf abgebaute Produktionskapazitäten (Halbleiter) und gestörte Lieferketten (Corona-Ausbruch in einem der wichtigsten Containerumschlagshafen in China oder die Blockade des Suez-Kanals durch die „Ever Given“) zurückzuführen ist. Zu den Sondereffekten zählt in Deutschland vor allem die Einführung der CO₂-Steuer, welche die Energiepreise deutlich verteuert hat. Auch der Einmaleffekt durch die Absenkung der Mehrwertsteuer im zweiten Halbjahr 2020 dürfte für einen weiteren Anstieg der deutschen Inflationsrate bis zum Jahresende sorgen. Im Juli betrug die Inflationsrate 3,8% zum Vorjahresmonat. In Amerika hat insbesondere die Nachfrage nach Gebrauchtwagen (siehe Abbildung 3) und die damit verbundenen Preissteigerungen (neue Autos waren aufgrund des Chipmangels nicht zu bekommen) die Inflationsrate im Juli auf über 5,4% ansteigen lassen.

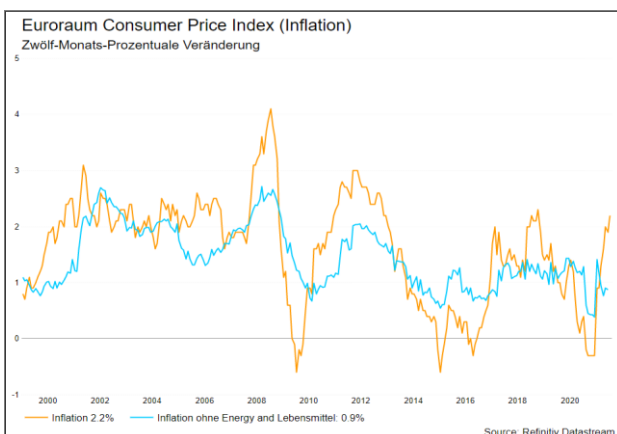


Abbildung 1: Inflationsrate in Europa, vor allem durch Energiepreise getrieben.

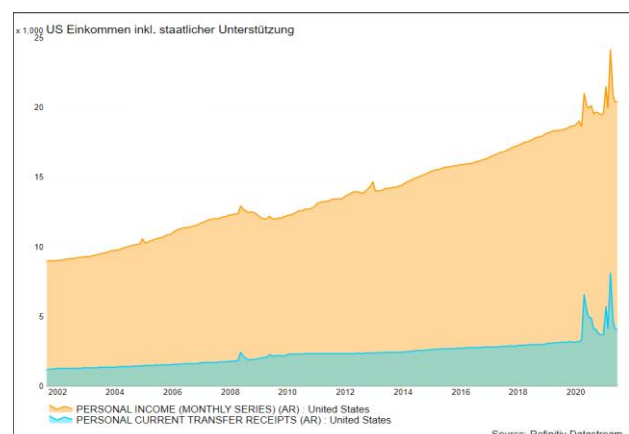


Abbildung 2: Das Einkommen der US-Bürger hat sich im letzten Jahr durch staatliche Transferzahlungen deutlich erhöht.

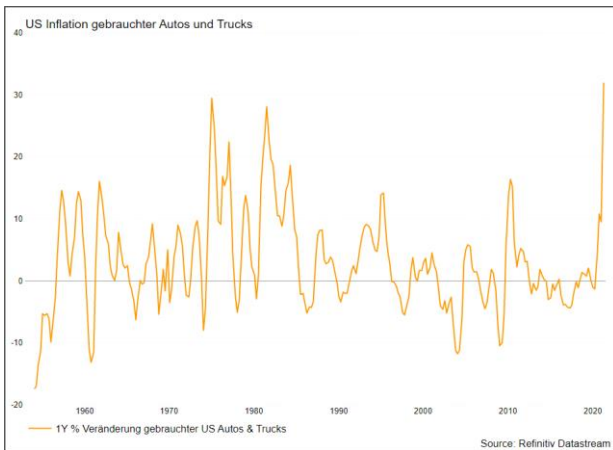


Abbildung 3: Die Inflationsrate für gebrauchte Autos hat einen Anteil von ca. 1/3 an der Gesamtinflationsrate.

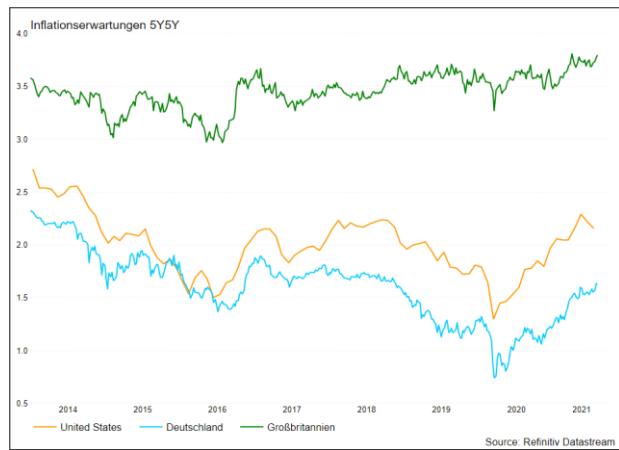


Abbildung 4: Der Markt hat, insbesondere in den USA, eine deutlich niedrigere Inflationserwartung in 5-Jahren für die folgenden 5-Jahre als aktuell.

Sowohl die US-Notenbank FED als auch die Europäische Zentralbank EZB sehen die jüngsten Inflationszahlen gelassen und bekräftigen immer wieder, dass diese nur vorübergehend sind. Dieser Argumentation lässt sich durchaus folgen. Wir schließen daraus, dass die Inflationsraten in den nächsten 2-3 Jahren wieder um das Zielband von 2% schwanken werden. Auch der „Markt“ preist eine zukünftig deutlich moderatere Inflation ein (siehe Abbildung 4). In den USA laufen in diesem Monat die staatlichen Unterstützungen für Familien und Arbeitslose aus, was viele Menschen zurück in den „Niedriglohn-Sektor“ bringen wird. Zumindest dürfte dies zu keiner nachhaltigen „Lohn-Preis-Spirale“ führen, da die Arbeitslosenzahlen immer noch über dem Vor-Corona-Niveau stehen. Nur ein solcher Prozess, mit fortwährend steigenden Preisen, würde allerdings Inflation implizieren. Demnach werden auch die Produktionskapazitäten angepasst und die noch existierenden Lieferengpässe sollten in den nächsten Monaten weiter abgebaut werden. Das heißt, dass auch von dieser Seite der Inflationsdruck weiter abnehmen wird.

Langfristig dürfte der Inflationsdruck zunehmen

Fahrlässig wäre es, obige Trends oder die Erfahrung der letzten Dekaden einfach fortzuschreiben und die Gefahren nicht genau zu analysieren. Die demographische Entwicklung spielt bei der Betrachtung der langfristigen Inflation eine entscheidende Rolle. Fast überall auf der Welt haben rückläufige Geburtenraten den Anteil der erwerbsfähigen Bevölkerung schneller wachsen lassen als die Gesamtbevölkerung. Wenn das Angebot an Arbeitskräften, die für die Produktion von Gütern notwendig sind, schneller wächst, als die Nachfrage nach diesen, hat dies wiederum bei (Waren-) Gütern einen hochgradig deflationären Effekt. Mit dem Fall des Eisernen Vorhangs und der Öffnung Chinas Ende der 70er Jahre standen zusätzlich Millionen von Arbeitskräften zur Verfügung, welche die westlichen Wertschöpfungsketten verstärkten. Allein diese beiden Sondereffekte dürften sich nicht mehr wiederholen. Und auch der demographische Wandel hat sich in das Gegenteil gedreht. Die Babyboomer-Generation geht in den Ruhestand und das Wachstum der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wird bestenfalls stagnieren, wenn nicht sogar kräftig schrumpfen. Dies sehen auch die beiden Ökonomen Goodhart und Pradhan als einen wichtigen Treiber für eine langfristig steigende Inflationsrate. Da im Ruhestand zwar weiterhin konsumiert, aber nicht mehr produziert wird, trifft eine stagnierende oder gar steigende Nachfrage in bestimmten Sektoren auf ein schrumpfendes Angebot. Das ist durchaus ein Umfeld, in dem sich das Inflationsgespenst wohl fühlt. Die Notenbanken haben bereits angekündigt, dass ein Überschießen der Inflation über einen gewissen Zeitraum toleriert wird. Wohl wissend, dass eine alternde Gesellschaft in der Regel keine Inflation möchte oder wünscht, werden sie allerdings nicht jedwedes Überschießen tolerieren.

Nominalwertanlagen besonders betroffen

Insbesondere für sehr sicherheitsbewusste Anleger, die einen Großteil ihres Vermögens in Nominalwertanlagen angelegt haben, ist die Aussicht auf eine langfristig steigende Inflation keine gute Nachricht. Obwohl auch der Rentenmarkt über höhere Renditen eine Veränderung der

Zinspolitik oder einen Anstieg der Inflationsrate antizipieren könnte, sind diese Preis- und Lenkungsmechanismen außer Kraft gesetzt, solange Notenbanken über Aufkaufprogramme den Markt signifikant manipulieren, um die Zinsen niedrig zu halten. Wir gehen davon aus, dass die amerikanische Notenbank ihre Anleihekäufe früher als die EZB beenden wird und somit die Nominalzinsen in den USA eher steigen werden.

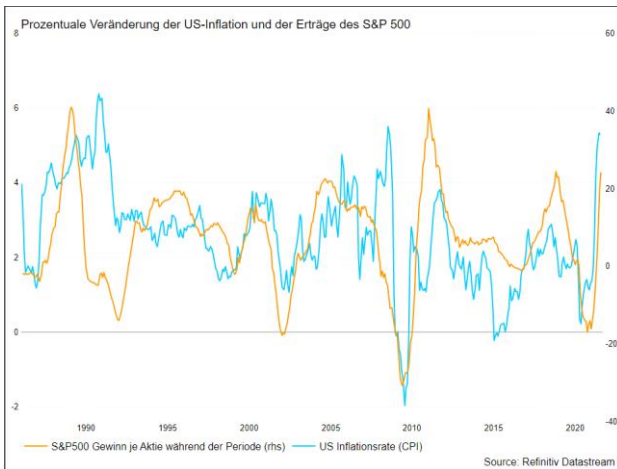


Abbildung 5: Die US-Unternehmensgewinne der S&P 500 Unternehmen mit hoher Korrelation zur US-Inflationsrate.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Aktien Schutz vor einer moderat steigenden Inflation bieten, da die Unternehmensgewinne in der Regel mit den Preisen steigen (siehe Abbildung 5). Wenn allerdings, wie aktuell, Lieferketten gestört sind und somit die Kosten bei einer sinkenden Nachfrage steigen, wird es für Unternehmen schwer, diese Kosten überwälzen und die Gewinnmargen können unter Druck geraten. In den nächsten Jahren erwarten wir eine starke Nachfrage, so dass Aktien ihrem Schutz vor Inflation wieder gerecht werden. Aktienanleger müssen eigentlich nur die Notenbank fürchten. Zum einen, wenn die Straffung der Zinsen abrupt und so hoch ausfällt, dass sie eine Rezession auslöst, oder

wenn die Realrenditen (Nominalzinsen abzüglich der Inflationsrate) deutlich in den positiven Bereich steigen. Dann könnten festverzinsliche Anlagen für bestimmte Anlegergruppen wieder eine Alternative darstellen. Dies dürfte aber noch einige Zeit dauern, daher halten wir, selbst bei einem moderaten Zinsanstieg, Aktien weiterhin für sehr attraktiv.

Fazit

Bis zum Jahresende dürfte das Inflationsgespenst weiterhin für Tohuwabohu an den Finanzmärkten sorgen. Wir erwarten eine Inflationsrate in Deutschland zum Jahresende bei ca. 3,0% und in den USA bei ca. 4,5%. Die Notenbanken werden durch diese im Wesentlichen von Basis- und Sondereffekten getriebene Inflationsrate hindurchblicken und die Leitzinsen weiterhin auf einem niedrigen Niveau halten. Mit der geldpolitischen Straffung werden sich die Notenbanken solange zurückhalten, bis sich die Wirtschaft auf ihrem langfristigen Potenzialwachstumspfad befindet und die Arbeitslosenrate deutlich gesunken ist. Bis dahin werden die Notenbanker gefordert sein, ihre Sichtweise den Marktteilnehmern zu erläutern und zu beweisen, dass sie die Inflationsgefahren im Griff haben, auch wenn diese temporär überschießen.

Anleger in unserem **HB Fonds – Rendite Global Plus** haben keinen Grund zur Sorge. Mit einer Übergewichtung in Substanzwerten und der Investition in die „Welt-AG“ sollten steigende Rohstoffpreise und sonstige auf die Marge drückende Kosten durch Effizienzsteigerungen und Preiserhöhungen kompensiert werden. Mit einem strategischen Anteil an Gold sehen wir uns sowohl für kurz-, als auch langfristig anziehende Inflationsraten gut gewappnet. Auf der Rentenseite nutzen wir durch aktives Management Opportunitäten und ergänzen unsere „Save Haven-Staatsanleihen“ mit inflationsgeschützten und höher verzinslichen Anleihen der Schwellenländer, insbesondere durch chinesische Staatsanleihen.