

Markt & Wirtschaft



HAUCK & AUFHÄUSER
PRIVATBANK SEIT 1796

Ausgabe 02/2021 – 20. Januar 2021

INFLATION 2021: DROHT EINE PREISEXPLOSION?

Die holprige Konjunkturerholung zu Beginn dieses Jahres dürfte die Verbraucherpreise abseits von Sondereffekten in der EWU tief verankert lassen. Höhere Ölpreise, die Rückkehr zu den „alten“ Mehrwertsteuersätzen und die Einführung der CO₂-Steuer in Deutschland lösen lediglich einen vorübergehenden Preisschub aus. Mittelfristige Faktoren lassen kein Preisüberschießen erwarten.

VON BASEEFFEKTEN UND DEFLATIONSRSIKEN

Im Dezember 2020 gingen die Verbraucherpreise im gemeinsamen Währungsraum mit einer Rate von 0,3% im Jahresvergleich zurück. Nach fünf Monaten sinkender Preise in Folge sollte das deflatorische Terrain Anfang 2021 aufgrund von Basiseffekten und höherer Steuer- und Abgabenbelastung zwar verlassen werden. Allerdings bleiben dem gemeinsamen Währungsraum Deflationsrisiken kurz- und mittelfristig erhalten. Zur Erinnerung: wenn Preise sinken (beispielsweise verursacht durch einen negativen Nachfrageschock wie derzeit), besteht für Firmen und private Haushalte der Anreiz, ihre Investitions- und Konsumententscheidungen aufzuschieben. In Erwartung immer niedrigerer Preise setzt sich eine regelrechte Deflationsspirale aus sinkenden Konsumenten- und Produzentenpreisen und einer konjunkturellen Talfahrt in Gang. Für Notenbanken ist es generell schwieriger, solche Deflationsspiralen zu durchbrechen als steigende Verbraucherpreise wieder „einzufangen“. Deshalb tun sie alles dafür, die Inflation wieder Richtung „Normaltempo“ von 2% anzukurbeln. Müssen sich Investoren angesichts der historisch einzigartigen geld- wie fiskalpolitischen Unterstützung also vor einem neuen Inflationsgespenst fürchten?

PENT-UP-DEMAND 2021: INFLATION VORAUS?

Seit den gesundheitspolitischen Restriktionen ist die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Lichte geschlossener Geschäfte und Ausgangsverbote „abgetaucht“. Die derzeitigen Pandemie-Entwicklungen (Stichwort Inzidenz & Mutation) verdeutlichen, dass die Ausgaben der privaten Haushalte und Investitionen von Unternehmen sich keinesfalls urplötzlich beschleunigen werden. Eine Normalisierung des privaten Ausgabeverhaltens wird vielmehr etappenweise und als Funktion des Impfgrades stattfinden. Sollte ab Frühling/Sommer 2021 die Kombination aus einer höheren Temperatur, einer hohen Impfbedeckung sowie

einem Medikament gegen Covid-19 die Volkswirtschaften global und in allen Bereichen wieder öffnen, dürfte es zwar zu einigen Nachholeffekten kommen. Diese sind unseres Erachtens aufgrund von zum Teil herben Einkommensverlusten auf Haushalts- und Unternehmensebene jedoch begrenzt. Da die Pandemie als Beschleuniger des wirtschaftlichen Wandels nicht nur zu positiven Effekten auf den Arbeitsmärkten geführt hat, muss sich zudem erst noch zeigen, wie die Balance aus höherer Sparleistung während der Lockdowns und zum Teil geringeren Einkommen insgesamt ausfällt. Ferner können nicht alle Ausgaben beliebig nachgeholt werden.

Gesamtwirtschaftlich betrachtet können wir letztlich nur in einem Fall deutlich höhere Inflationsraten erkennen: Sollte eine moderat steigende gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den kommenden Monaten auf ein wider Erwarten starres Angebot an Gütern und Dienstleistungen treffen, wären schneller steigende Preise die Folge. Im schlimmsten Fall schrumpft das Angebot aufgrund von Insolvenzen. Die überlebenden Anbieter haben dann eine gewisse Preissetzungsmacht.

GLOBALISIERUNG SETZT SICH FORT

Die Pandemie wird sicherlich dazu beigetragen haben, dass kritische Medizininfrastruktur zu einem höheren Anteil wieder „heimisch“ wird. Die globalen Wertschöpfungsketten von Unternehmen dürften unseres Erachtens jedoch noch internationaler und damit robuster werden. Denn am Ende entscheidet immer noch der Konsument, wo er den größten Wert für sein Budget erhält. Unterm Strich sollten sich also die preisdämpfenden Faktoren der Globalisierung, in Kombination mit technologischem Wandel, fortsetzen. Eine De-Globalisierung erwarten wir nicht. Auch das Risiko importierter Inflation etwa über eine massive Schwäche des Euro zu anderen Währungen erwarten wir nicht. Dasselbe gilt für eine durch stei-

gende Rohstoffpreise getriebene Inflationierung. Selbst wenn zu solchen Fällen käme, wären sie vermutlich nur vorübergehende Erscheinungen. Und damit auch von den Zentralbanken toleriert.

DEMOGRAFIE ALS AUSGABENTURBO?

Lange zählte die demografische Entwicklung, also ein steigender Anteil an Personen im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung, zu den inflationsdämpfenden Faktoren. Viele verfügbare Arbeitskräfte limitierten deren Lohnverhandlungsmacht. Fakt ist: Der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wird in den kommenden Jahrzehnten voraussichtlich stark sinken, was die Auswirkungen dieses Faktors umkehrt und die Inflation in die Höhe treiben könnte. Allerdings wird hier übersehen, dass Sparen auch im Alter aufgrund der unbekanntenen Lebenserwartung (Stichwort medizinischer Fortschritt) eine Rolle spielt. Zudem wird es auch zukünftig das Altruismus-Motiv geben; der nachfolgenden Generation soll etwas vererbt werden. Wenngleich es in einzelnen Wirtschaftsbereichen wie beispielsweise im Gesundheitssektor zu deutlich höheren Löhnen kommen könnte, ist der gesamtwirtschaftliche Effekt auch zukünftig sehr wahrscheinlich nicht preistreibend.

SCHULDENÜBERHANG & NEXUS

Wenn Volkswirtschaften wegen ihrer Schuldentilgung weniger Geld für Bildung, Infrastruktur und Forschung und Entwicklung zur Verfügung haben, bremst dies das wirtschaftliche Wachstum. Im Zuge der Covid-19-Pandemie hat sich die Lage der Staatsschulden vielerorts weiter deutlich verspannt, so dass die Schuldenüberhang-Thematik noch relevanter geworden ist.

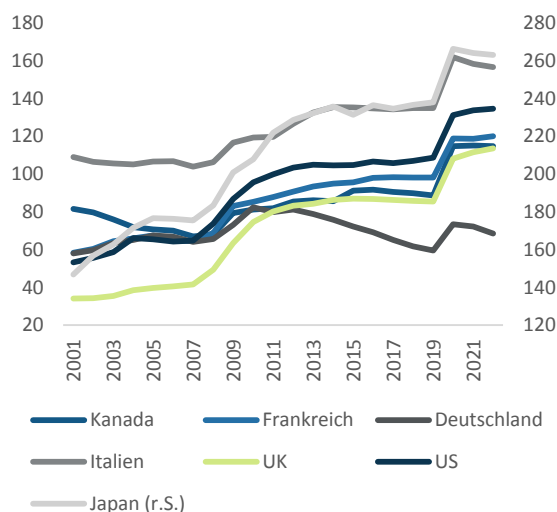
Vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Staatsschulden und der Sorge um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in vielen Ländern drücken die Zentralbanken weltweit stärker und länger als jemals zuvor aufs geldpolitische Gaspedal. Ein Ziel ist es, die Renditestrukturkurven tief zu verankern. Damit verbunden sind insbesondere zwei Effekte: erstens bleibt die hohe Verschuldung so tragfähig und zweitens unterstützt das Niedrigzinsumfeld das Wirtschaftswachstum, da die Fiskalpolitik neuen Spielraum erhält. Dieser Wirkungskanal lässt das Verhältnis von Staatsverschuldung in Relation zum BIP durch einen größeren Nenner ebenfalls sinken.

Schließt sich daran, wie von uns erwartet, nur ein moderater Inflationsanstieg an, steigt die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung in Folge sinkender Realzinsen weiter an. Und da die Zentralbanken allen voran die Fed (die EZB wird folgen) nur noch eine durchschnittliche Inflationsrate anpeilen, bleibt der Nominalzins länger konstant.

STABILISIERUNG DER SCHULDENQUOTEN

In einem Beitrag von Olivier Blanchard et al. (*Redesigning the EU Fiscal Rules: From Rules to Standards*, Oktober 2020) wurde kürzlich dargelegt, wie sich eine Situation, in der der Zins dauerhaft unterhalb der wirtschaftlichen Wachstumsrate liegt, auf die EWU-Schuldendynamik auswirkt: Auch mit einem dauerhaften, konstanten Haushaltsdefizit stabilisiert sich das Verhältnis von Staatsverschuldung zum Bruttoinlandsprodukt mittelfristig auf einem bestimmten Wert. Solange die Risikoprämien für EWU-Staatsanleihen an den Finanzmärkten nicht massiv ansteigen, würden auch höhere Haushaltsdefizite aktuell die Staatsverschuldung nicht destabilisieren. Nur würde sie dann mittelfristig zu einer Schuldenquote oberhalb von 60% konvergieren. 2021 und wohl noch länger werden die Renditen europäischer Staatspapiere jedoch durch die EZB „gekappt“ (Nexus zwischen Geld- und Fiskalpolitik) bleiben.

Staatsschuldenquoten im Vergleich (in % BIP)



DISCLAIMER

Die Informationen in diesem Dokument wurden sorgfältig recherchiert. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Alle Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Finanzanalyse, eine Empfehlung, eine Anlageberatung oder einen Vorschlag einer Anlagestrategie noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Daher genügen sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen können eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der H&A Global Investment Management GmbH oder deren assoziierter Unternehmen dar. Interessenkonflikte sind auf der Homepage von H&A Global Investment Management GmbH <https://www.ha-gim.com/rechtliche-hinweise-rechtliche-hinweise> veröffentlicht.