

Sonderbericht

Die Rückkehr der Inflation – Gefahr für die Aktien- und Anleihemärkte?



Das Wichtigste in Kürze: Die Inflation ist zum Jahreswechsel in Deutschland deutlich angesprungen. So wurde für Januar eine Preissteigerungsrate von 1% im Jahresvergleich ausgewiesen, nachdem im Dezember 2020 noch eine Inflationsrate von -0,3% gemessen wurde (im nahezu gesamten zweiten Halbjahr 2020 waren negative Raten festgestellt worden). In den USA verharrte die Januar-Inflationsrate mit 1,4% zwar auf dem Dezemberebene. Allerdings erreichten im Februar die mittels Umfragen unter Konsumenten ermittelten Inflationserwartungen für das nächste Jahr einen beachtlichen Wert von 3,3%, was darauf schließen lässt, dass auch in den USA ein kräftiger Inflationsanstieg anstehen dürfte. Zudem ist bereits heute aufgrund der Entwicklung des Ölpreises (und auch anderer Rohstoffe) in den vergangenen Monaten absehbar, dass die Inflationsraten im Frühjahr noch einmal deutlich ansteigen werden. Darüber hinaus bestehen große Hoffnungen, dass die gegenwärtigen Impfkampagnen im zweiten Halbjahr zu einer endgültigen Überwindung der Corona-Pandemie führen werden. Die resultierende Aufhebung der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Restriktionen dürfte dann einen dynamischen Aufschwung auslösen. Insbesondere die Konsumnachfrage dürfte sich sehr lebhaft entwickeln, wenn die Verbraucher ihren Nachholbedarf zeitnah decken und ihr in den Vorquartalen erzwungenes Sparguthaben zumindest teilweise auflösen werden. Die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Inflationsschubs erscheint daher hoch, denn die rege Nachfrage trifft auf Anbieter, die bestrebt sein werden, über höhere Verkaufspreise in der Corona-Krise verlorene Umsätze und Gewinne zumindest partiell wieder aufzuholen. Im Ergebnis sprechen somit viele Faktoren dafür, dass die jahrelange Phase (zu) niedriger Inflation 2021 beendet sein könnte.

Hieraus leiten sich nun mehrere Fragen ab, die im Folgenden behandelt werden sollen: Wird es sich nur um einen zeitlich begrenzten oder einen dauerhaften Inflationsanstieg handeln? Wie werden die Notenbanken reagieren? Wird die Niedrigzinsphase an den Anleihemärkten enden und es zu einem Einbruch der Anleihekurse kommen? Wird der Inflationsanstieg einen Crash an den Aktienmärkten auslösen?

9. März 2021

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

1. Der Jahreswechsel bringt einen deutlichen Inflationsschub

Die Veröffentlichung der Preissteigerungsraten für den Monat Januar sorgte jüngst insbesondere an den europäischen Finanzmärkten für Aufsehen. Zwar hatten alle Volkswirte einen signifikanten Anstieg vorausgesagt, die tatsächlichen Werte übertrafen die Erwartungen dann aber noch einmal deutlich. So hatten die Analysten für Deutschland im Januar einen Anstieg der Gesamtinflationsrate von -0,3% im Dezember auf +0,7% prognostiziert, der tatsächliche Wert lag dann jedoch sogar bei +1,0%. Auch für die EWU lag der Vergleichswert mit 0,9% über der Schätzung von 0,6% und deutlich über dem Dezemberwert von -0,3% (siehe Schaubild 1).

Europäische Inflation springt im Januar unerwartet kräftig an.

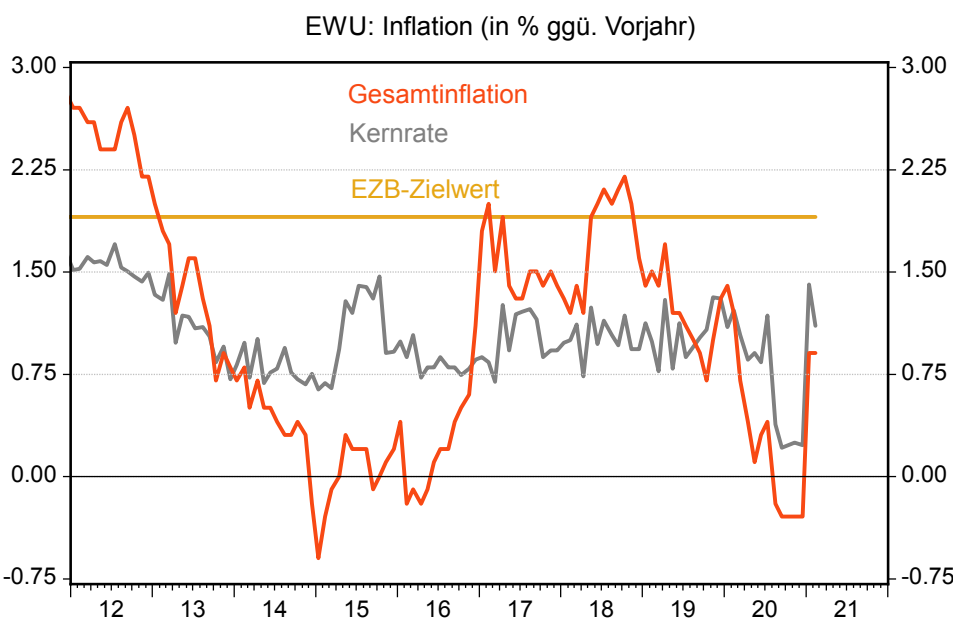


Schaubild 1:
EWU-Inflation

Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Ein zentraler Grund für diesen Inflationssprung, den die Volkswirte einkalkuliert hatten, waren steuerliche Maßnahmen, insbesondere in Deutschland. So lief zum Jahreswechsel die zeitlich auf ein halbes Jahr befristete, zur Stützung der unter der Corona-Pandemie leidenden Wirtschaft eingeführte Absenkung der Umsatzsteuersätze aus. Zusätzlich wurde die CO₂-Abgabe auf Brennstoffe zum Jahreswechsel angehoben. Dadurch verteuerten sich z.B. Benzin und Heizöl um rund 10%. Einen deutlichen Preisauftrieb verzeichneten auch Nahrungsmittel wie Gemüse und Fleisch. Der Anstieg der sog. Kerninflationsrate, die ohne Berücksichtigung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet wird, fiel jedoch mit 1,2%-Punkten in der EWU im Januar genauso stark aus wie der der Gesamtrate. Dies verdeutlicht, dass der Inflationsschub den gesamten Warenkorb erfasst hat. In Deutschland fiel der Anstieg der Kerninflationsrate mit 2,0% im Januar nach einem Dezemberwert von -0,1% sogar deutlich stärker aus als der der Gesamtinflationsrate.

Inflationsanstieg betrifft dabei den gesamten Warenkorb.

In den USA, wo es weder eine temporäre Umsatzsteuerabsenkung noch die Anhebung einer CO₂-Abgabe gab und der Ausgangswert im Dezember bereits deutlich höher lag, vollzog die Gesamtinflationsrate im Januar hingegen eine

In den USA jüngst Seitwärtsbewegung der Inflation,...

Seitwärtsbewegung auf einem Niveau von 1,4%. Die Kerninflationsrate sank sogar leicht von 1,6% auf ebenfalls 1,4%. Dennoch zeigten sich auch die US-Finanzmärkte mit zunehmenden Inflationssorgen. Denn ein von der neuen Regierung unter Präsident Biden angestrebtes weiteres fiskalpolitisches Ausgabenprogramm weckt Ängste, dass es in der zweiten Jahreshälfte 2021 nach dem dann erwarteten Ende der Corona-Pandemie zu einem Überschießen des US-Wachstums und in der Folge zu einem kräftigen Anstieg der Inflation kommen könnte. In diese Richtung weisen bereits verschiedene Messgrößen der zukünftig erwarteten Preissteigerungsraten. Jüngstes Beispiel hierfür war die Veröffentlichung der in einer von der University of Michigan durchgeführten Konsumentenumfrage erhobenen Inflationserwartungen in zwölf Monaten. Die befragten Verbraucher gaben im Februar im Durchschnitt an, dass sie erwarten würden, dass die Inflationsrate zu Beginn des Jahres 2022 bei 3,3% liegen würde und damit doppelt so hoch wie der aktuelle Wert (siehe Schaubild 2).

...aber massiver Anstieg der erwarteten, zukünftigen Inflation.

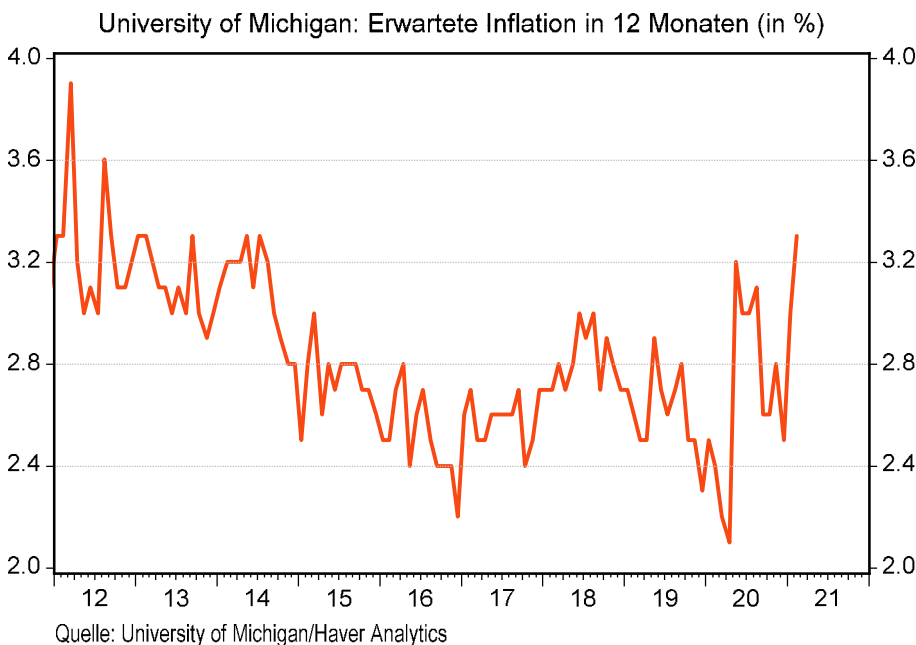


Schaubild 2: US-Inflationserwartungen

2. Das Ende der Niedrig-Inflations-Ära?

Seit 2013 verfehlt – präziser: unterschreitet – die EZB ihr zentrales geldpolitisches Ziel der Preisstabilität, operationalisiert durch einen Zielwert der Inflationsrate von knapp unter 2% (es gab nur sehr kurzfristige Ausnahmen, z.B. im Spätsommer 2018, siehe Schaubild 1). Sämtliche Versuche der europäischen Notenbank, über eine extrem expansive Ausgestaltung ihrer Geldpolitik, inklusive der „Erfindung“ und Anwendung unkonventioneller Instrumente (negative Leitzinsen, umfangreichen Refinanzierungsangebote an die Geschäftsbanken, vielfache Anleihekaufprogramme), reichten bislang letztlich nicht aus, die Preissteigerungsrate nachhaltig auf das von ihr angestrebte Niveau anzuheben. Leitet der aktuelle Inflationsanstieg nun eine grundlegende Trendwende ein? Wird die EZB zukünftig wieder ihre geldpolitische Aufgabe erfolgreich erfüllen können? Um diese Fragen zu beantworten, soll im Folgenden der kurz- und längerfristige Inflationsausblick dargestellt werden.

Die EZB verfehlt seit vielen Jahren ihr geldpolitisches Ziel.

2.1. Basiseffekte bei Rohstoffpreisen als zentrale, kurzfristige Inflationstreiber

Von entscheidender Bedeutung für den globalen Inflationsausblick der kommenden Monate ist die Entwicklung der Rohstoffpreise, insbesondere des Ölpreises. Die Erwartung einer ausgeprägten konjunkturellen Erholung der Weltwirtschaft nach Überwindung der Corona-Pandemie, ein bereits erfolgter Wirtschaftsaufschwung in China sowie der beginnende Wandel hin zu einer Dekarbonisierung der Energiewirtschaft und des Transportwesens haben in den vergangenen Monaten dazu geführt, dass die Preise zahlreicher Industriemetalle (z.B. Kupfer, Nickel) langjährige Höchstpreise erreicht haben. Aber auch die Preise zahlreicher Agrargüter (z.B. Holz, Weizen) haben wieder historisch hohe Niveaus erreicht. Folglich üben die Rohstoffpreise derzeit deutlich inflationären Druck aus. Dies gilt inzwischen auch wieder für den für die Inflationsentwicklung mit Abstand wichtigsten Rohstoff: den Ölpreis. Zwar liegt dieser mit derzeit rund 69 US-Dollar je Fass der Sorte Brent nach wie vor sehr deutlich unter seinem historischen Rekordwert von über 140 US-Dollar, dennoch wird er in den nächsten Monaten die Gesamtinflationsrate gravierend nach oben treiben. Hintergrund ist der Corona-bedingte Absturz des Ölpreises im Frühjahr 2020. So sank z.B. der für Europa relevante Preis der Ölsorte Brent im April 2020 zeitweise auf Werte von unter 20 US-Dollar (die amerikanische Sorte WTI wurde kurzzeitig sogar mit negativen Preisen gehandelt!). Da die Inflationsrate üblicherweise in Relation zum Vorjahresmonat ausgewiesen wird, ist für deren Berechnung der Vergleich des aktuellen Ölpreises mit der Notierung von vor zwölf Monaten relevant (siehe Schaubild 3).

Rohstoffpreise wirken aktuell deutlich inflationär.

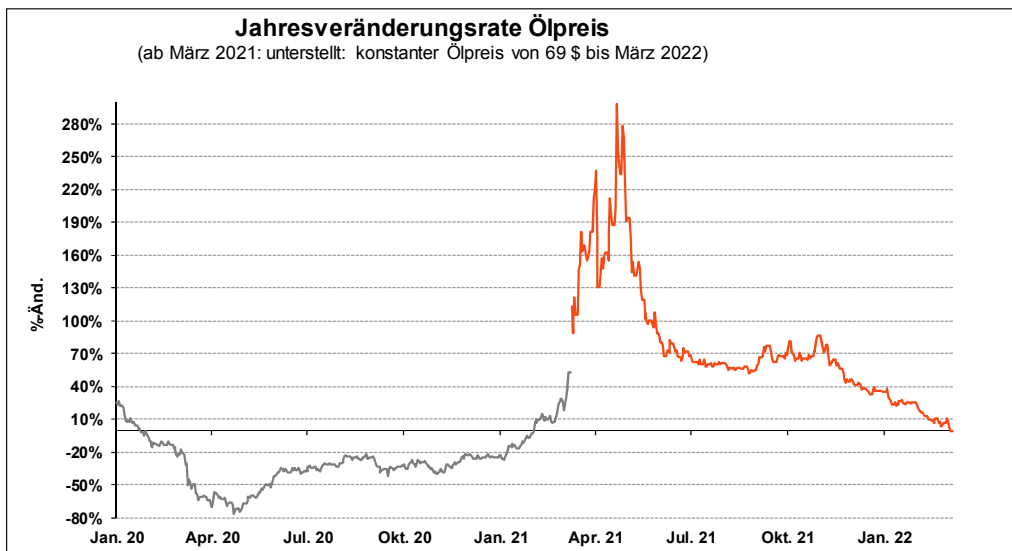


Schaubild 3: Simulierte Jahresveränderungsrate des Ölpreises

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen und Darstellung

Im Schaubild 3 wurde unterstellt, dass der Ölpreis die kommenden zwölf Monate auf seinem aktuellen Niveau von rund 69 US-Dollar verharren wird und dann die resultierende, für die Berechnung der Inflationsrate relevante Jahresveränderungsrate berechnet. Sehr einfach ist zu erkennen, dass der Ölpreis im April aller Voraussicht nach einen extrem starken Inflationsimpuls liefern wird, da er sich gegenüber seinem Vorjahreswert mehr als verdreifachen wird. Der Einfluss wird so stark sein, dass die Gesamtinflationsrate in den USA über 3% steigen wird. Auch in Deutschland könnte die Marke von 3% erreicht werden, in der EWU

Massive Basiseffekte beim Ölpreis werden insb. im April für Inflationssprünge sorgen.

wird der Zielwert der EZB von knapp 2% spürbar übertroffen werden. Im Ergebnis besteht die kurzfristige Prognose einer in Bälde noch einmal deutlich steigenden Inflationsrate in den Industrieländern. Im weiteren Jahresverlauf werden dann die inflationstreibenden Basiseffekte des Ölpreises allmählich nachlassen (außer der Ölpreis zieht erneut kräftig an), da sich die Notierung des „Schwarzen Goldes“ im zweiten Halbjahr 2020 Zug um Zug erholen konnte, sodass die Jahresveränderungsrate des Ölpreises wie im Schaubild dargestellt wieder sinken wird.

2.2. Konjunkturerholung nach Überwindung der Pandemie als Inflationstreiber

Wenn ab der Jahresmitte die inflationstreibenden Effekte des Ölpreises voraussichtlich wieder nachlassen werden, könnte jedoch ein zweiter ökonomischer Effekt für neue Inflationsimpulse sorgen. Die aktuellen Impfkampagnen lassen erwarten, dass ab dem späten Frühjahr – zuerst in den Ländern mit raschen Impffortschritten wie Großbritannien oder den USA, etwas verzögert hingegen z.B. in der EWU – die zur Überwindung der Corona-Pandemie erlassenen Einschränkungen des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens wieder aufgehoben werden. In der Folge ist mit einer kräftigen Erholung der Konjunktur zu rechnen. Dabei dürfte sich insbesondere die private Konsumnachfrage sehr dynamisch entwickeln. Der Wunsch, lange Entbehrtes nachzuholen, wird bei den Verbrauchern sehr groß sein. Hinzu kommt, dass den Privathaushalten dafür auch die finanziellen Mittel zur Verfügung stehen werden. Denn im Zuge der Lockdowns und des in der Folge erzwungenen Konsumverzichts haben z.B. die deutschen Verbraucher inzwischen rund 10% ihres verfügbaren Jahreseinkommens unfreiwillig angespart. Im Ergebnis ist gerade bei konsumnahen Dienstleistungen wie z.B. Restaurants, Reisen, Veranstaltungen, usw. nach Ende der Restriktionen mit einem wahren Konsumrausch zu rechnen (auch wenn z.B. der Faktor Zeit limitierend wirken wird). Diese immense Nachfrage wird dabei auf Anbieter treffen, die einen hohen Anreiz haben werden, mittels Preiserhöhungen und einer Ausweitung ihrer Gewinnmargen zumindest partiell ihre in der Corona-Krise erlittenen Umsatz- und Gewinneinbußen zu kompensieren. Zusätzlich könnte zumindest in manchen Branchen auch die Zahl der Anbieter aufgrund von Konkursen spürbar sinken und so die Preissetzungsmacht der Verbliebenen erhöhen (mittel- bis langfristig wird sich dieser Effekt aufgrund einer negativen Nachfragereaktion und der Neugründung von Unternehmen aber wieder nivellieren). Im Ergebnis sind deutliche Preiserhöhungen und damit auch im zweiten Halbjahr 2021 inflationserhöhende Auswirkungen zu erwarten.

Aufgestaute Konsumnachfrage als Preistreiber.

Ein zweiter, für den Inflationsausblick wichtiger Aspekt der zu erwartenden Konjunkturerholung ist die Gefahr einer sehr prozyklisch agierenden Fiskalpolitik. Dies gilt insbesondere für die USA. Hier hat die neugewählte Regierung unter Präsident Biden aktuell ein weiteres fiskalpolitisches Paket zur Überwindung der Corona-bedingten Wachstumsschwäche ins Parlament eingebracht. Da die demokratische Partei in beiden Parlamentskammern über eine (knappe) Stimmenmehrheit verfügt, kann trotz einzelner kritischer Parteivertreter letztlich davon ausgegangen werden, dass dieses Konjunkturpaket verabschiedet werden wird. Auch wenn der Gesamtumfang der Ausgaben noch nicht final feststeht, rechnen Volkswirte damit, dass ein Niveau von rund 8% des US-BIP erreicht werden könnte. Dies wäre eines der größten Konjunkturstimulierungsprogramme der Nachkriegsgeschichte der USA, also ein sehr starker Wachstumsimpuls. Da die Umsetzung des Gesetzes einige Zeit in Anspruch nehmen wird, kann davon

Wird eine prozyklische Fiskalpolitik für zusätzlichen Inflationsschub sorgen?

ausgegangen werden, dass nennenswerte Konjunkturreffekte ab dem zweiten Halbjahr 2021 auftreten werden. Somit zu einem Zeitpunkt, zu dem die US-Konjunktur nach Ende der Wirtschaftsrestriktionen aufgrund einer extrem regen Konsumnachfrage sowieso bereits kräftig wachsen könnte. Die Fiskalpolitik könnte also sehr prozyklisch wirken und dafür sorgen, dass das Wachstum so hoch ausfällt, dass die Inflation aufgrund des resultierenden Nachfrageüberhangs kräftig ansteigen wird.

In der EWU könnte der im Zuge der Corona-Krise geschaffene Wiederaufbaufonds grundsätzlich ähnlich prozyklisch wirken. Da sein Volumen aber über viele Jahre gestreckt ist und zudem viele struktur- statt konjunkturpolitische Elemente enthält, erscheint hier die Gefahr gravierender inflatorischer Auswirkungen deutlich geringer als in den USA.

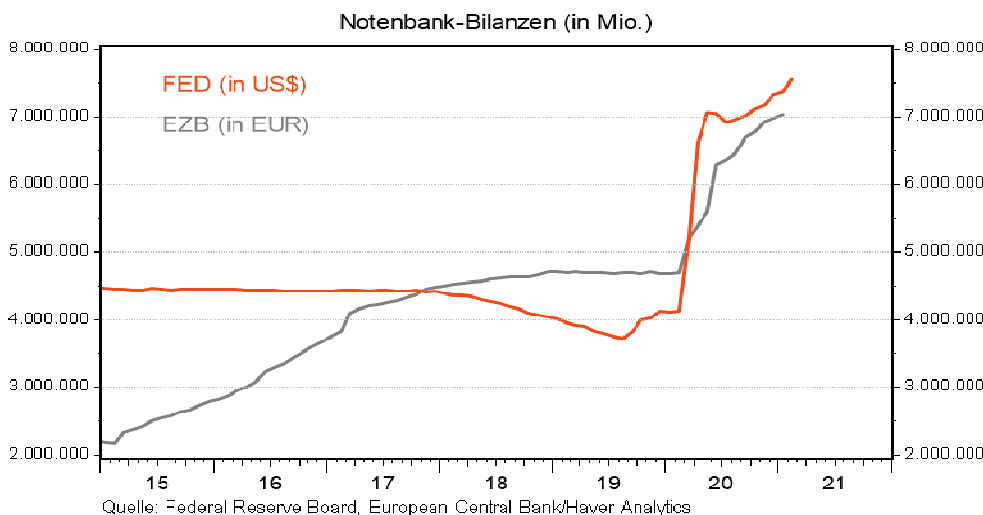
Im Ergebnis bleibt festzuhalten, dass die Wahrscheinlichkeit groß ist, dass die Inflation im zweiten Halbjahr 2021 trotz nachlassender Basiseffekte beim Ölpreis aufgrund der erwarteten Konjunkturerholung nach Überwindung der Corona-Pandemie und einer sehr prozyklischen Fiskalpolitik auf einem erhöhten Niveau verharren wird.

2.3. Akkommodierende Geldpolitik als Quelle von Inflation

Die monetäre Theorie postuliert, dass Inflation immer ein monetäres Phänomen sei. Anders ausgedrückt bedeutet dies, dass Preise nur steigen können, wenn die vorhandene Geldmenge ausreichend umfangreich ist, ein höheres Preisniveau ohne Einschränkung der Wirtschaftsaktivität zu alimentieren. Diese Voraussetzung für zukünftig spürbar höhere Preissteigerungsraten erscheint in allen Industrieländern erfüllt zu sein. Denn im Zuge ihres Bemühens, die negativen Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Wirtschaftsaktivität und die Stabilität des Finanzsystems zu minimieren, verfolgten alle wichtigen Zentralbanken eine extrem expansive Geldpolitik. Neben der Zinspolitik standen dabei einst als „unkonventionell“ bezeichnete Instrumente im Mittelpunkt der Geldpolitik, insbesondere umfangreiche Anleihekäufe. Im Ergebnis weisen die Bilanzen der großen Notenbanken außergewöhnliche Zuwachsraten auf. So wuchs z.B. die Bilanzsumme der EZB seit Ausbruch der Pandemie (also rund in einem Jahr) um fast 50% (siehe Schaubild 4).

Die Rolle der Geldpolitik beim Inflationsausblick.

Schaubild 4: Bilanzsummen der EZB und Fed



Für die Beurteilung des zukünftigen Inflationsausblicks im engeren Sinne, also in Bezug auf die Entwicklung der Preise der im Warenkorb erfassten Konsumgüter, ist der Zuwachs der Zentralbankgeldmenge jedoch oft nicht zielführend. Denn bereits in der Vergangenheit war es ein zentrales Problem der EZB und ein Hauptgrund für ihre langjährige Zielverfehlung, dass eine dynamische Ausweitung der Zentralbankgeldmenge aufgrund einer verhaltenen Kreditweitergabe des Geschäftsbankensystems an die Wirtschaftssubjekte bzw. einer nur unzureichenden Kreditnachfrage nicht zu einer erhöhten Aktivität an den Gütermärkten und damit zu Inflationsimpulsen führte. Stattdessen stiegen zumeist nur die Preise an den europäischen Wertpapier- und Immobilienmärkten. Entscheidend ist somit die Betrachtung einer weiter gefassten Geldmenge, die insbesondere die Liquidität der Unternehmen und Privathaushalte, also die potenziell an die Gütermärkte fließende Finanzkraft, beinhaltet. In der EWU wird hierfür üblicherweise die sogenannte Geldmenge M3 betrachtet. Auch dieses weit gefasste Aggregat wies zuleist historisch hohe Zuwachsraten im zweistelligen Prozentbereich auf (siehe Schaubild 5). Berücksichtigt man zusätzlich das zuvor bereits erwähnte unfreiwillige Sparvolumen der Privathaushalte stellen die monetären Rahmenbedingungen derzeit keine Inflationsbremse dar.

Starkes Wachstum der Geldmenge als Voraussetzung für Inflation.

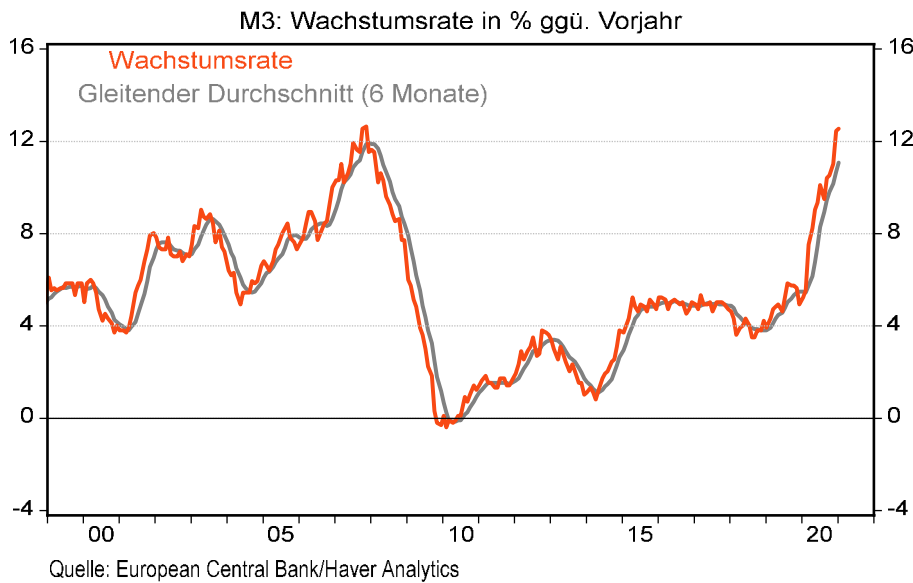


Schaubild 5:
Geldmenge M3

Sollte die Inflation in den großen Volkswirtschaften tatsächlich spürbar anziehen, stellt sich jedoch die Frage, ob die Zentralbanken dies tolerieren oder rasch mit einem Schwenk zu einer restriktiveren Geldpolitik entgegen steuern würden. In diesem Zusammenhang scheint es in den letzten Jahren bei den führenden Notenbanken einen gewissen Stimmungsumschwung gegeben zu haben. So hat z.B. die amerikanische Zentralbank (Fed) bereits letztes Jahr als Ergebnis ihrer grundlegenden Strategieüberprüfung bekannt gegeben, dass sie ihr Ziel der Vollbeschäftigung höher gewichten wolle (zu Lasten des Preisstabilitätsziels) und dass sie zukünftig sozusagen als Kompensation ein gewisses Überschießen der Inflation über das Ziel von 2% tolerieren werde, wenn es zuvor über längere Phasen zu einer Unterschreitung des 2%-Ziels gekommen war. Selbst aus der EZB, die gemäß ihres Statuts eigentlich nur dem Preisstabilitätsziel verpflichtet ist, sind immer häufiger und expliziter Stimmen zu vernehmen, die eine gewisse Aufweichung des strengen Inflationsziels von knapp unter 2% einfordern.

Zentralbanken zukünftig toleranter gegenüber höheren Inflationsraten?

Als Zwischenfazit lässt sich somit festhalten, dass das monetäre Umfeld in Form sehr dynamisch angewachsener Geldmengen und einer deutlich erhöhten Inflationstoleranz der Notenbanken durchaus den Spielraum für spürbar anziehende Preissteigerungsraten bietet. Ob es den Zentralbanken dann tatsächlich wie beabsichtigt gelingen wird, im Falle einer erfolgreichen Reflationierung das Überschießen der Inflation über ihren Zielwert hinaus zeitlich und vom Ausmaß her zu begrenzen, erscheint dabei zweifelhaft.

Öffnen die Notenbanken die Büchse der Pandora?

2.4. Strukturelle Faktoren des (längerfristigen) Inflationsausblicks

Nicht nur die höhere Inflationstoleranz der Notenbanken stellt einen gewissen Strukturbruch für den weiteren Inflationsausblick dar, sondern auch eine zuletzt zu beobachtende Trendwende im Welthandel. Beginnend in den achtziger Jahren und spätestens seit dem WTO-Beitritt Chinas 2001 hat der Begriff der Globalisierung der Weltwirtschaft die Ökonomie geprägt. Gemeint war damit insbesondere eine internationale Aufteilung der Gütererzeugung und der Wertschöpfung mit dem Ziel der Effizienzsteigerung und der Kostensenkung. In der Folge stieg die Bedeutung des Welthandels gemessen an der globalen Gesamtwirtschaftsleistung über viele Jahre hinweg stetig an. Die Effizienzgewinne und Kosteneinsparungen sowie der intensiviertere globale Wettbewerb wirkten sich dabei disinflationär aus.

Zunehmende Bedeutung des Welthandels wirkte deflationär.

Zuletzt hatte sich dieser Trend jedoch umgekehrt. Ein Auslöser hierfür war die sehr restriktive Handelspolitik des letzten US-Präsidenten Trump. Der von ihm initiierte Handelskrieg, insb. mit China, und die von ihm eingeführten bzw. angehobenen Zölle bremsten das Wachstums des Welthandels spürbar. Auch die Corona-Pandemie verstärkte diesen neuen Trend der Deglobalisierung. Denn die zeitweise erfolgte Schließung der Landesgrenzen und die Einschränkungen des Reiseverkehrs verdeutlichten, wie schnell internationale Lieferketten brechen und einen kompletten Produktionsstopp erzwingen können. Zusätzlich wurde einigen Staaten bewusst, wie hoch ihre Abhängigkeit von Importen inzwischen selbst bei essentiellen Gütern, z.B. bei Pharmazeutika oder Technologiegütern, ungewollt ist. Dies stärkte das Bestreben nach Autarkie und einen Aufbau nationaler Produktionsstätten zur Gewährung der Versorgungssicherheit. Schließlich förderte auch der EU-Austritt Großbritanniens („Brexit“) den Deglobalisierungstrend. In der Tendenz ist dieser Prozess jedoch mit Effizienzverlusten und folglich mit Kostensteigerungen verbunden, wirkt also preiserhöhend.

Jüngster Trend zur Deglobalisierung folglich inflationär.

In diesem Zusammenhang ist ein weiterer Aspekt für den langfristigen Inflationsausblick bedeutend. Durch den WTO-Beitritt Chinas 2001 erhöhte sich weltweit die Verfügbarkeit des Produktionsfaktors Arbeit schlagartig. In der Folge wurde China aufgrund der (in Relation) sehr niedrigen Löhne zur „Werkbank“ der USA und Europas. Sehr günstige Importe aus dem Reich der Mitte übten im Ergebnis einen signifikant deflationären Effekt in den großen westlichen Volkswirtschaften aus – einer der Hauptgründe für die sehr niedrigen Inflationsraten der letzten zwanzig Jahre. Doch auch hier ist eine Trendwende zu beobachten, die sich in den nächsten Jahren noch verschärfen dürfte. So stellt China inzwischen kein klassisches Niedriglohnland mehr da. Seit dem WTO-Beitritt sind die Löhne in China jährlich im Schnitt um rund 15% gestiegen. Auch wenn die Zuwachsraten in den letzten Jahren aufgrund des nun erreichten Niveaus etwas gesunken sind, fällt China zunehmend als Lieferant günstiger Verbrauchsgüter aus. Tatsächlich

Die Rolle des chinesischen Arbeitsmarkts im Inflationsausblick.

strebt China auch sehr erfolgreich die Entwicklung zu einem Produzent höherwertiger Güter an. Andere Staaten, z.B. Vietnam oder Bangladesch, springen zwar teils in die Bresche, besitzen aber letztlich nicht das Produktionspotenzial Chinas. Doch Letzteres wird in absehbarer Zukunft ebenfalls sinken. Denn als Resultat der jahrelang praktizierten Ein-Kind-Politik und der erfolgten Alterung erreicht das Erwerbspersonenpotenzial Chinas, also die Summe aller Arbeitskräfte, in den nächsten Jahren ihren Zenit. Gemäß Schätzungen der UN wird im Jahr 2030 bei rund 1 Milliarde Erwerbspersonen der Hochpunkt erreicht werden. Schon zehn Jahre später wird mit einem Rückgang um beachtliche 20% gerechnet, da dann mehr Menschen in den Ruhestand gehen als junge Arbeitskräfte nachrücken werden. Dies könnte zu einer neuen Lohndynamik in China führen und so chinesische Exporte verteuern. Damit würde der Welthandel in den USA und der EWU in noch geringerem Ausmaß deflationär wirken.

Sinkender Anteil der Erwerbsbevölkerung als Quelle von Lohn- und Inflationsdruck?

Anteil der 15- bis 64-jährigen an der Bevölkerung in %, ab 2020 Schätzung

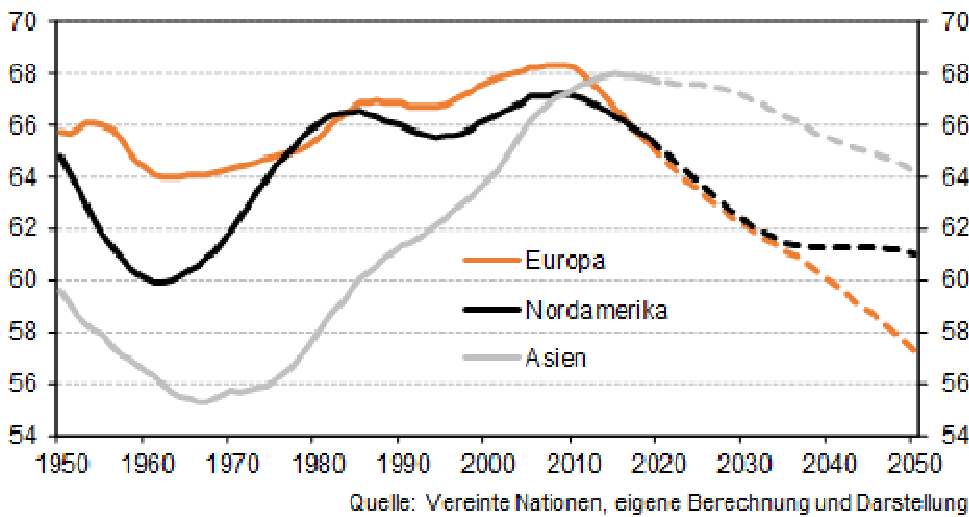


Schaubild 6: Anteil der Erwerbsbevölkerung

Doch nicht nur in China wird in den nächsten Jahren die Erwerbsbevölkerung schrumpfen (siehe Schaubild 6). In Nordamerika (USA und Kanada) und noch ausgeprägter in Europa hat dieser demographische Prozess bereits eingesetzt. So wird der Anteil der erwerbstätigen Altersgruppe in Europa von über 68% im Jahr 2008 gemäß Projektionen der UN bis 2050 auf unter 58% absinken. Diese Entwicklung wird zu einer (relativen) Verknappung des Produktionsfaktors Arbeit führen. Selbst wenn ein gewisser Ausgleich durch eine Erhöhung der Kapitalintensität der Gütererzeugung erfolgen dürfte, sind diesem Substitutionsprozess gerade in dem stark an Bedeutung gewinnenden Dienstleistungssektor häufig Grenzen gesetzt. Daher erscheint die These plausibel, dass der schrumpfende Anteil der Erwerbsbevölkerung zukünftig die Verhandlungsmacht der Beschäftigten erhöhen und so in der Tendenz zu wieder höheren Lohnsteigerungen führen wird. Damit ergäbe sich ein struktureller Wandel hin zu grundsätzlich höheren Inflationsraten.

Es gibt jedoch auch einen langfristigen Strukturtrend in der Weltwirtschaft, der grundsätzlich preissenkend wirkt und der sich zuletzt im Zuge der Corona-Pandemie deutlich beschleunigt hat. Unter dem Schlagwort „Digitalisierung“ werden dabei grob vereinfacht sämtliche Anpassungen erfasst, bei denen durch den Einsatz modernster (Informations-)Technologie ökonomische Prozesse und Strukturen umgestaltet werden. Üblicherweise werden dabei (nicht selten sehr

Disinflationäre Wirkung der Digitalisierung.

umfangreiche) Effizienzgewinne und Kostensenkungen erzielt, wodurch Preis-senkungen ermöglicht werden. Die Digitalisierung wirkt in der Tendenz also dis-inflationär. Verstärkt wird dieser Effekt zusätzlich durch den Wettbewerbseffekt der Digitalisierung. Preisvergleiche im Internet, die Möglichkeit, weltweit einzu-kaufen, sind nur zwei Beispiele für eine zunehmende Wettbewerbsintensität als Folge der Digitalisierung.

2.5. Zusammenfassung: Schwankungen der Inflationsrate werden deutlich zunehmen

Insbesondere massive Basiseffekte beim Ölpreis werden in den kommenden Wochen dafür sorgen, dass die Inflationsraten kräftig anziehen werden. In den USA und Deutschland könnte im April die Marke von 3% erreicht oder sogar überschritten werden (siehe Schaubild 7). In der EWU wird der Zielwert der EZB von knapp unter 2% deutlich übertroffen werden. Ab dem zweiten Halbjahr verlieren diese Basiseffekte voraussichtlich (außer der Ölpreis steigt erneut ausgeprägt an) allmählich an Bedeutung, sodass die Preissteigerungsraten eigentlich wieder Zug um Zug absinken könnten. Dem steht aber die Ungewiss-heit entgegen, inwieweit die erwartete vollständige Wiedereröffnung des Wirtschaftsgeschehens nach der erhofften Überwindung der Corona-Pandemie zu Preiserhöhungen vor allem bei konsumnahen Dienstleistungen führen wird. Die Notwendigkeit vieler Unternehmen, Geschäfte und Selbständiger, finanzielle Einbußen der Krise wieder aufzuholen, sowie erste anekdotische Berichte lassen vermuten, dass in diesem Bereich signifikantes Inflationspotenzial schlummert. Insbesondere in den USA wird die extrem expansive Fiskalpolitik in diesem Zeit-raum zusätzliche Inflationsimpulse liefern, sodass ein nennenswertes Absinken der Preissteigerungsraten im zweiten Halbjahr 2021 eher unwahrscheinlich erscheint.

In den nächsten Wochen weiterer Inflati-onssprung zu erwar-ten.

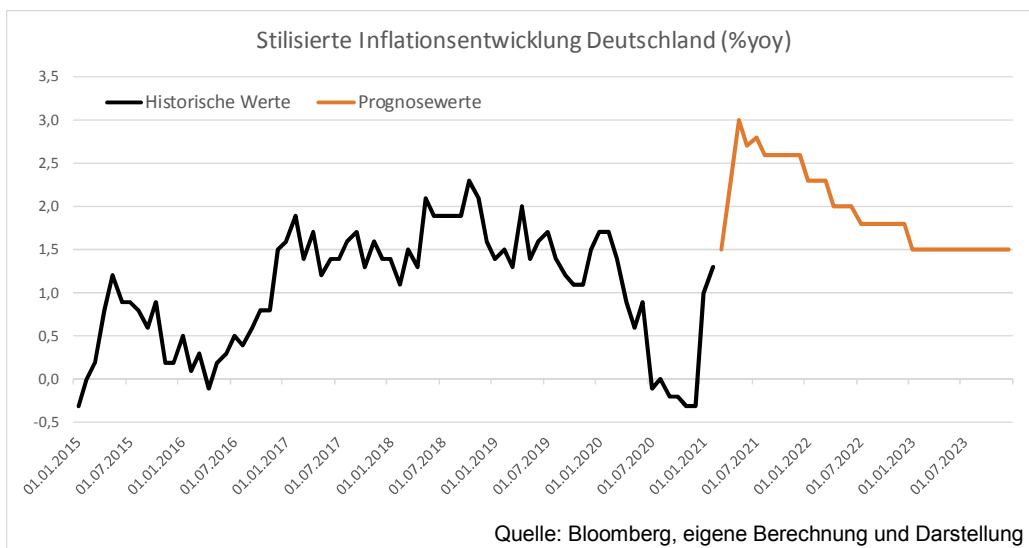


Schaubild 7: Stilisierte Inflations-prognose Deutschland

Unterstellt man, dass der Nachholbedarf der Verbraucher im Jahresverlauf 2022 dann allmählich gedeckt sein wird, werden es die Anbieter schwerer haben, weitere signifikante Preiserhöhungen durchzusetzen. Aufgrund der Berechnungs-methode der Inflationsrate, die immer Bezug auf die Vorjahrespreise nimmt, fallen dann im zweiten Halbjahr 2022 die Preiserhöhungen nach Wiedereröffnung der Geschäfte aus der Berechnung heraus, sodass im Jahresverlauf 2022 eine Beruhigung bei den Preissteigerungsraten zu erwarten ist. Auch von Seiten des

Gegen Jahresende 2022 Inflationsberuhi-gung wahrscheinlich.

Arbeitsmarkts ist trotz der prognostizierten dynamischen Konjunkturerholung kaum Lohn- und damit Inflationsdruck zu erwarten. Eine vollständige Erholung des Arbeitsmarkts wird geraume Zeit in Anspruch nehmen. Generell haben zudem schon die vergangenen Aufschwungphasen gerade in Europa gezeigt, dass selbst überdurchschnittliche Lohnzuwächse nicht zu nennenswert steigenden Inflationsraten geführt haben, da es den Unternehmen gelungen ist, über Produktivitätsfortschritte oder im ungünstigen Fall über gewisse Margenverringerungen den Lohnkostenanstieg zu kompensieren. Im Ergebnis ist in der zweiten Jahreshälfte 2022, bzw. spätestens 2023 eine Rückkehr der Preissteigerungsraten in den Bereich von 2% zu erwarten.

Sollte dieses Szenario wider Erwarten nicht eintreten, dürfte die vergrößerte Toleranz der Zentralbanken auf die Probe gestellt werden. Sollten also die Inflationsraten auf einem erhöhten, spürbar über dem von den Zentralbanken als Ziel definierten Niveau, verharren, werden die führenden Notenbanken 2023 doch erste Schritte zur Verringerung des Expansionsgrads ihrer Geldpolitik einleiten. Erste Maßnahme wäre dabei eine Reduzierung des Ankaufvolumens von Anleihen. Die EZB dürfte darüber hinaus Umfang und Konditionen ihrer Refinanzierungsgeschäfte für das Bankensystem anpassen. Die amerikanische Notenbank wird in diesem Szenario anschließend auch zu Leitzinserhöhungen greifen, ein Schritt, der von der EZB unseres Erachtens noch nicht zu erwarten ist.

Im Ergebnis sprechen

- ein Auslaufen inflationstreibender Basiseffekte (insb. im Rohstoffbereich)
- der Entfall der nach Aufhebung der Corona-bedingten Wirtschaftsbeschränkungen vollzogenen Preiserhöhungen aus der Inflationsberechnung nach Ablauf eines Jahres
- die zu erwartende Rückkehr des Wirtschaftswachstums auf ein eher verhaltenes Niveau nach Auslaufen des Nach-Corona-Booms
- eine gegebenenfalls zwar späte, aber dennoch erfolgende Reaktion der Geldpolitik
- der beschleunigte, strukturelle Trend der Digitalisierung
- die anhaltend sehr hohe Wettbewerbsintensität

dafür, dass die Inflationsraten in den westlichen Industrieländern nach einem zwischenzeitlichen Anstieg in den Jahren 2021/2022 auf ein deutlich über den Zielgrößen der Zentralbanken liegendes Niveau hinaus mittelfristig wieder auf Werte im Bereich von 2% zurückkehren werden. Dabei ist zu erwarten, dass die 2%-Marke in den USA und Großbritannien eher etwas überschritten wird, während in der EWU eher Durchschnittswerte von etwas unter 2% wahrscheinlich erscheinen.

Im Jahresverlauf 2022, spätestens 2023 erneutes Absinken der Preissteigerungsraten prognostiziert.

Längerfristig Rückkehr der Inflation auf Werte um 2% prognostiziert.

3. Mögliche Reaktionen der Finanzmärkte auf den prognostizierten Inflationsverlauf

Die anziehenden Inflationserwartungen und – zumindest in der EWU – im Januar deutlich anziehende Preissteigerungsraten führten kurz nach dem Jahreswechsel zu sich verstärkenden Inflationssorgen. Hierauf reagierten auch die Finanzmärkte: Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen („Treasuries“), die zum Jahresende 2020 noch bei 0,91% und im Sommer 2020 im Bereich von rund 0,5% gelegen hatte, stieg Ende Februar und im März in den Bereich von 1,6% an (siehe Schaubild 8). Auch die Verzinsung zehnjähriger Bundesanleihen zog von -0,57% zum Jahreswechsel auf zwischenzeitlich knapp unter -0,2% an. Auch wenn die dadurch erreichten Renditeniveaus im längerfristigen Vergleich immer noch historisch sehr niedrige Werte darstellen, wiesen die Anleihen in der Folge doch signifikante Kursverluste aus. Zentraler Grund für die negative Reaktion der Anleihemärkte waren Befürchtungen, dass die US-Notenbank angesichts der rasch steigenden Inflationsschaussichten doch viel früher als offiziell verkündet gezwungen sein könnte, ihren extrem expansiven geldpolitischen Kurs zu ändern. Konkret kamen unter Finanzmarktteilnehmern Spekulationen auf, dass die Fed bereits im vierten Quartal 2021 für das Folgejahr eine Absenkung ihres Ankaufsvolumen von Anleihen („tapering“) ankündigen könnte und dass bereits ab dem zweiten Halbjahr 2022 Leitzinserhöhungen erfolgen würden.

Befürchteter Inflationsanstieg führt zu höheren Anleiherenditen.

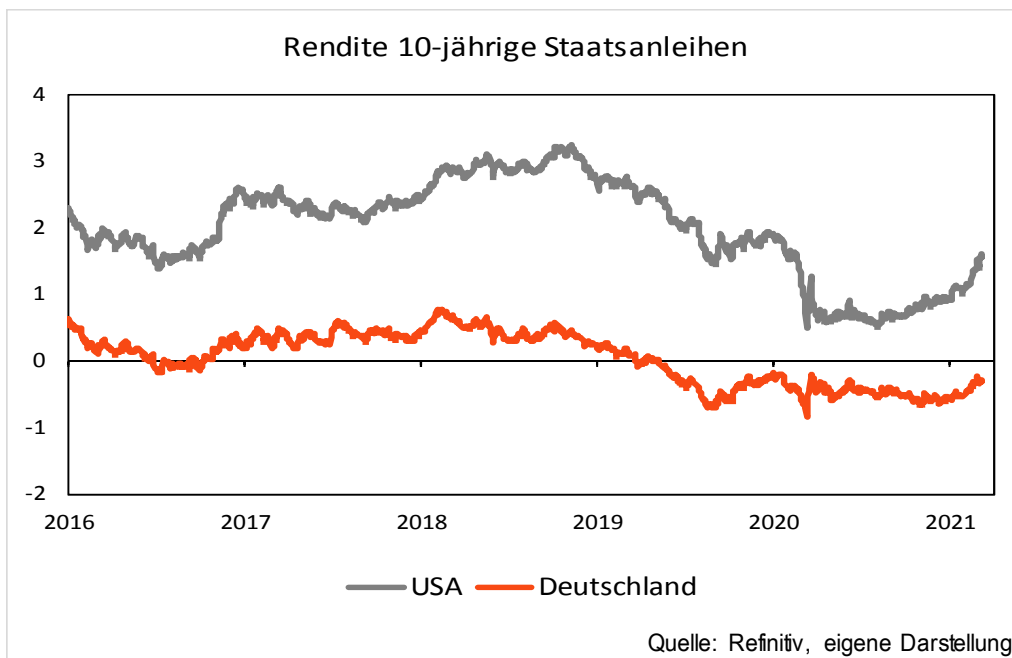


Schaubild 8: Staatsanleiherenditen

Auch an den internationalen Aktienmärkten sorgten die anziehenden Inflationserwartungen und Renditen zu einer Kursreaktion, die bislang jedoch gemessen an den bekanntesten Börsenindizes (z.B. Dow Jones Industrial oder DAX) vergleichsweise moderat ausfiel. Die Betrachtung einzelner Börsensegmente wies allerdings durchaus nennenswerte Kurskorrekturen aus. Betroffen waren insbesondere zukunftsorientierte Wachstumsbranchen. So gab z.B. der technologie-lastige Nasdaq Composite Index, der am 16. Februar ein neues Rekordhoch bei 14.175 Punkten erreicht hatte, innerhalb weniger Tage auf Indexstände von unter 13.000 Punkten nach. Noch deutlich schärfer fiel die Kurskorrektur bei vielen Einzelwerten aus Zukunftssektoren wie z.B. alternative Energien oder Elektro-

Am Aktienmarkt reagierten insbesondere Technologieaktien.

mobilität aus. Ein (befürchteter) Zinsanstieg belastet diese Branchen über zwei Wirkungskanäle. Zum einen erfordert die Entwicklung der entsprechenden Technologien und der Aufbau notwendiger Produktionskapazitäten sehr viel Kapital und damit üblicherweise auch Kredite. Höhere Zinsen führen dabei zu steigenden Finanzierungskosten und belasten die oft noch keine oder nur niedrige Umsätze erzielenden Unternehmen. Zum anderen werden Aktien an den Börsen gerne über sogenannte Discounted Cashflow Modelle (DCF-Modelle) bewertet. Dabei werden für die Zukunft prognostizierte Zahlungsströme oder Gewinne zur Ermittlung eines Gegenwartswerts und damit eines fairen Aktienkurses abdiskontiert. Steigende Zinssätze bedeuten dabei höhere Abdiskontierungsfaktoren und damit einen niedrigeren Gegenwartswert und Aktienkurs. Hiervon sind insbesondere Zukunftsunternehmen betroffen, deren Umsätze und Gewinne erst in der fernen Zukunft zu erwarten sind.

Kommt es nun im April wie zuvor beschrieben zu einem (weiteren) deutlichen Anstieg der Inflationsraten – teilweise auf Werte, die zuletzt vor über zehn Jahren zu beobachten waren und die signifikant über dem Zielniveau der Notenbanken liegen – könnten die Finanzmärkte erneut verunsichert reagieren. In der Folge sind wieder aufkommende Spekulationen auf ein überraschend schnelles Umschwenken der Zentralbankpolitik, noch höher steigende Renditen und eine ausgeprägtere Korrektur an den Aktienmärkten nicht ausgeschlossen. Es ist auch möglich, dass die Anleihe- und Aktienmärkte erst mit einer deutlichen Verzögerung reagieren, wenn sie feststellen müssen, dass die erwartete allmähliche Inflationsberuhigung im zweiten Halbjahr 2021 doch nicht auftritt, da der Inflationsschub nach Ende der Pandemiemaßnahmen größer ausfällt als gedacht. Es bleibt somit festzuhalten, dass die Unsicherheit an den Finanzmärkten in den kommenden Monaten angesichts der unruhigen Inflationsentwicklung noch höher ausfallen wird als gewohnt. Das Risiko ausgeprägter Kursschwankungen sowohl an den Aktien- als auch an den Anleihemärkten scheint daher gerade im Frühjahr und Sommer hoch.

Sollte es tatsächlich zu einem weiteren, nennenswerten Zinsanstieg und/oder zu einer ausgeprägten Kurskorrektur an den Aktienmärkten kommen, werden jedoch die Zentralbanken rasch bemüht sein, die Finanzmarktakteure wieder zu beruhigen. Dies wurde bereits im Zuge der Marktbewegungen im Februar/März deutlich: Schon der Anstieg der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen um 30 Basispunkte, die trotz dieser Bewegung deutlich im negativen Bereich verharrte, oder der Anstieg der Rendite zehnjähriger italienischer Staatsanleihen von einem Mitte Februar erreichten historischen Rekordtief bei knapp über 0,4% auf zwischenzeitlich 0,8% löste bei der EZB sofort eine Reaktion aus. Mehrere Tage hintereinander traten diverse EZB-Ratsmitglieder auf die Medien mit der Aussage zu, dass der Anstieg der Zinsen durch die fundamental-ökonomischen Entwicklung nicht gerechtfertigt sei. Verbunden wurde dies mit der Andeutung, dass die EZB gegebenenfalls auch die Flexibilität ihres PEPP-Anleihekaufprogramms nutzen könne, um über ein erhöhtes Ankaufsvolumen den Zinsanstieg zu beenden. Auch die US-Notenbank stellte sich sofort gegen höhere Renditen und betonte, dass insbesondere die Arbeitsmarktsituation in den USA noch geraume Zeit keinen Spielraum für eine geldpolitische Wende ließe. Sollten sich die Zinsen also im weiteren Jahresverlauf erneut spürbar nach oben bewegen, sind wiederholte verbale Interventionen der Notenbankenvertreter sehr wahrscheinlich. Reichen diese zur Stabilisierung der Anleihemärkte nicht aus, könnten die Zentralbanken – ähnlich wie es in Japan bereits jetzt praktiziert wird – ankündigen, dass sie Staatsanleihen in unbegrenztem Umfang ankaufen werden,

Löst der nächste Inflationsschub erneut Finanzmarktreaktionen aus?

Zentralbanken werden rasch um Beruhigung der Finanzmärkte bemüht sein.

Zinskurvenkontrolle als mächtiges Instrument der Notenbanken.

wenn gewisse Renditemarken überschritten würden. Diese Strategie, als „Zinskurvenkontrolle“ bezeichnet, dürfte angesichts der unbegrenzten Finanzmittel der Notenbanken die Renditen auf einem gewünschten Niveau deckeln.

Zentrale Ursache für das sehr aggressive Bestreben der Notenbanken, einen Anstieg der Zinsen eng zu begrenzen, ist neben negativen konjunkturellen Auswirkungen die kritische Verschuldungslage der Staaten (und auch vieler Unternehmen). So ist z.B. die Schuldenlast vieler südeuropäischer Staaten (und auch der USA) als Folge der Corona-Krise auf weit über 100% der jährlichen Wirtschaftsleistung angestiegen. Würde sich das Zinsniveau nachhaltig erhöhen, sehen die Zentralbanken die Schuldentragfähigkeit dieser Staaten als gefährdet an: Damit wäre im Minimum die Aufnahme neuer Schulden unmöglich, im Extremfall würde ein Staatsbankrott erfolgen. Diese Extremszenarien müssen nach Ansicht der Politik unter allen Umständen vermieden werden, daher verfolgen die Notenbanken eine Strategie des frühen Eingreifens und versuchen, bereits erste Aufwärtsbewegungen des Zinsniveaus zu begrenzen. Positiver gedacht begünstigt ein sehr niedriges Zinsniveau einen Schuldenabbau und damit eine Sanierung der Staatsfinanzen. Liegt das Zinsniveau niedriger als das Wirtschaftswachstum besteht für Staaten die Möglichkeit, aus der Verschuldung „herauszuwachsen“ und ihren Schuldenberg abzubauen, da die Steuereinnahmen schneller steigen als die Höhe der Zinslast. Für Zentralbanken besteht damit ein großer Anreiz, ein Umfeld mit (überraschend) hoher Inflation bei gleichzeitig möglichst niedrigen Zinsen zu erzeugen. Denn dann ist das Nominalwachstum der Wirtschaft und damit der Zuwachs der Steuereinnahmen sehr hoch und gleichzeitig die reale Zinslast der Verschuldung niedrig. Zusätzlich reduziert die höhere Inflation den Realwert der angehäuften Staatsschulden (zu Lasten der Gläubiger).

Steigende Zinsen als Gefahr für die Staatsfinanzen.

Niedrigzinsen und höhere Inflation als Instrumente zur Entschuldung der Staaten.

4. Fazit: Inflationsanstieg letztlich nur temporäres Phänomen

Zusammenfassend wird deutlich, dass in den kommenden Wochen insbesondere aufgrund von Basiseffekten beim Ölpreis ein weiterer Inflationsschub erfolgen wird, der voraussichtlich im April zu mehrjährigen Inflationshöchstständen führen sollte. Wenn im zweiten Halbjahr 2021 dann diese Basiseffekte allmählich wieder an Stärke verlieren, droht ein weiterer Inflationsimpuls durch die Aufhebung der Corona-bedingten Wirtschaftsrestriktionen, insbesondere durch deutliche Preiserhöhungen im Dienstleistungssektor. Diese inflationären Effekte werden dann bis ins zweite Halbjahr 2022 hinein wirksam sein, bevor dieser Preisschub wieder aus der Inflationsberechnung herausfallen wird. Spätestens 2023 ist dann jedoch wieder eine nachhaltige Beruhigung bei der Inflationsentwicklung zu erwarten. Die erwartete zögerliche Arbeitsmarkterholung, die preisdämpfenden Auswirkungen der Digitalisierung und die anhaltend hohe Wettbewerbsintensität wiegen dabei stärker als die inflationären Effekte einer strukturell schrumpfenden Erwerbsbevölkerung oder einer tendenziell abnehmenden internationalen Arbeitsteilung. Gewisse preistreibende Auswirkungen dürften hingegen auch in den kommenden Jahren von der Politik ausgehen, die jedoch keinen ökonomischen Inflationsdruck darstellen. So muss damit gerechnet werden, dass die Staaten zur Sanierung ihrer Finanzen auch Verbrauchssteuern erhöhen werden, z.B. auf Energieträger, Genussmittel oder die Mehrwertsteuer. Auch steigende Beitragssätze der Sozialversicherungssysteme werden preistreibend wirken. Dies wird immer wieder für Inflationsschübe sorgen. Zudem wird insbesondere in Deutschland die

Ergebnis: Inflation nur temporär höher.

Energiewende weiterhin über die Einführung oder Erhöhung von Abgaben wie z.B. der CO₂-Abgabe, der EEG-Umlage, der Mineralölsteuer oder der Stromsteuer zu stufenartigen Steigerungen des Preisniveaus führen. Erst sehr langfristig, also nach 2030, besteht aus unserer Sicht eine erhöhte Wahrscheinlichkeit, dass der demographische Wandel mit einer strukturellen Abnahme der Erwerbsbevölkerung über nachhaltig steigende Löhne in der EWU und Deutschland zu einem dauerhaft höheren Inflationsniveau führen wird.

Die Wahrscheinlichkeit, dass die in den kommenden Quartalen zu erwartenden Schwankungen bei der Inflationsrate über einen unsichereren geldpolitischen Ausblick auch an den Anleihe- und Aktienmärkten zu Kursunruhen führen werden, erscheint nicht gering. Letztlich dürfte die spätestens für 2023 prognostizierte Rückkehr der Inflation auf niedrige Werte im Bereich des 2%-Ziels aber die Zentralbanken und Finanzmärkte wieder beruhigen, sodass der Expansionsgrad der Geldpolitik noch geraume Zeit hoch und das Zinsniveau niedrig bleiben wird. Beides wird aus wachstumspolitischen Gründen und zum Abbau der historischen Rekordverschuldung auch angestrebt werden.

*Niedrigzinsphase wird
letztlich noch geraume
Zeit anhalten.*