

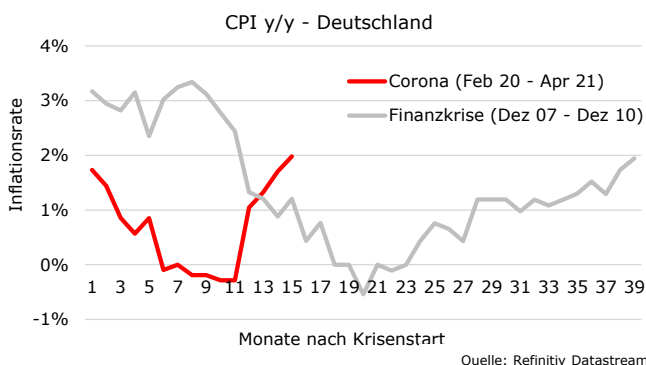


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

12. Mai 2021

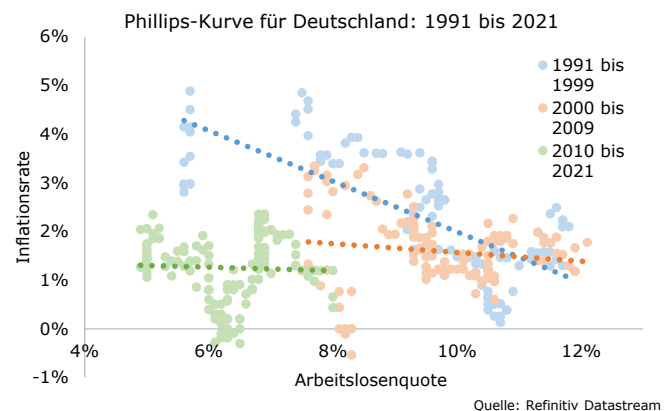
Inflation in Deutschland: Gefahr im Verzug?

Nach einem wirtschaftlich turbulenten Jahr 2020 sind die Diskussionen über die Geschwindigkeit der wirtschaftlichen Erholung und insbesondere die Entwicklung der Inflation im vollen Gange. Ähnlich wie nach dem Ausbruch der Finanzkrise 2007/2008 deuten die ultralockere Geldpolitik der EZB sowie Fiskalpakete in Milliardenhöhe auf den ersten Blick auf kräftige und dauerhafte Preisanstiege hin. Dabei stellt der zukünftige Verlauf der Inflationsraten die Weichen für den geldpolitischen Kurs der EZB und beeinflusst den Start der Tapering-Debatte. Unter dem Begriff Tapering wird der Ausstieg einer Zentralbank aus ihrem Wertpapierkaufprogramm verstanden; dieser dürfte zu Kursrückgängen und Renditeanstiegen bei Zinspapieren führen. Daher sollten Anleger bei ihrer taktischen Asset-Allokation die Entwicklung der Inflationsrate genau verfolgen.



Ein Blick in die Vergangenheit verrät jedoch, dass die Kombination aus einer ultralockeren Geldpolitik und einer stimulierenden Fiskalpolitik kein Garant für nachhaltig höhere Preissteigerungsraten ist. So verfehlte die EZB ihr Inflationsziel auch lange nach der Finanzkrise. Wird der Beginn der weltweiten Finanzkrise auf Dezember

2007 datiert, erstreckte sich der Preisverfall in Deutschland nicht nur über einen langen Zeitraum und erreichte erst nach 20 Monaten seinen Tiefpunkt (Juli 2009: -0,5% y/y), sondern erholte sich nur schleppend und erreichte die Zielinflationsrate von knapp unter 2% erst Mitte des Jahres 2011. Gleichzeitig verringerte die EZB den Hauptrefinanzierungssatz von 4,25% (September 2008) binnen weniger als einem Jahr auf 1% und hätte nach klassischen makroökonomischen Theorien wie dem Monetarismus einen schnelleren und höheren Anstieg der Inflationsraten auslösen müssen.



Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt das Konzept der Phillips-Kurve. Sie propagiert einen negativen Zusammenhang zwischen der Inflationsrate und der Arbeitslosenquote: Ein Wirtschaftsaufschwung, der zu einer sinkenden Arbeitslosenquote führt, erhöht die Arbeitsnachfrage und übt Aufwärtsdruck auf die Löhne aus. Gewinnmaximierende Unternehmen versuchen nun, einen Teil der Lohnsteigerungen durch Preiserhöhungen an die Konsumenten weiterzugeben. Während der Trade-Off zwischen Inflationsrate und Arbeitslosenquote bis Ende

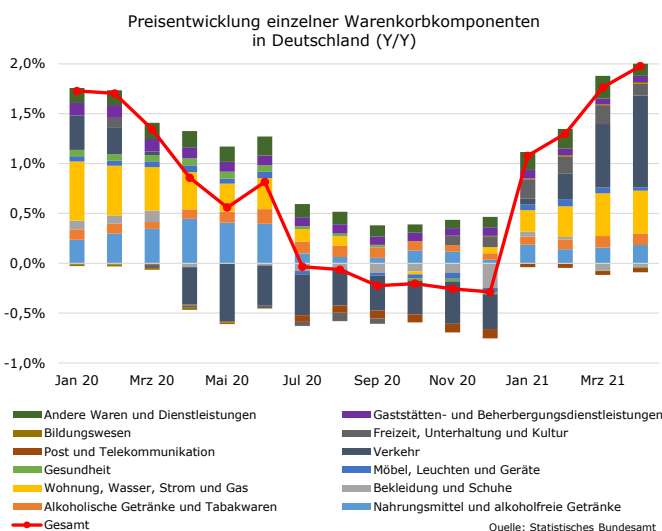
Konjunktur und Strategie

der 90er Jahre in Deutschland intakt war, deuten jüngere Daten auf einen Bruch hin, der sich grafisch in einer Verflachung der Phillips-Kurve äußert. Vor allem die Zeit nach der globalen Finanzkrise war geprägt durch einen kontinuierlichen Rückgang der Arbeitslosenquote und eine anhaltend niedrige Inflationsrate. In Deutschland bewegte sich die Preissteigerungsrate seit der Finanzkrise die meiste Zeit in einem engen Korridor von 0% bis 2%. Rechnet man die volatilen Nahrungsmittel- und Energiepreise heraus, ergibt sich für die Kerninflationsrate sogar nur eine Schwankungsbreite von 1% bis 1,5%. Als Gründe für die sinkende Sensitivität der Inflationsrate gegenüber der konjunkturellen Lage einer Volkswirtschaft werden unter anderem ein stabilisierender geldpolitischer Einfluss der Zentralbanken, Preisdruck durch den internationalen Wettbewerb (Globalisierung) sowie eine abnehmende Verhandlungsmacht von Gewerkschaften herangeführt.

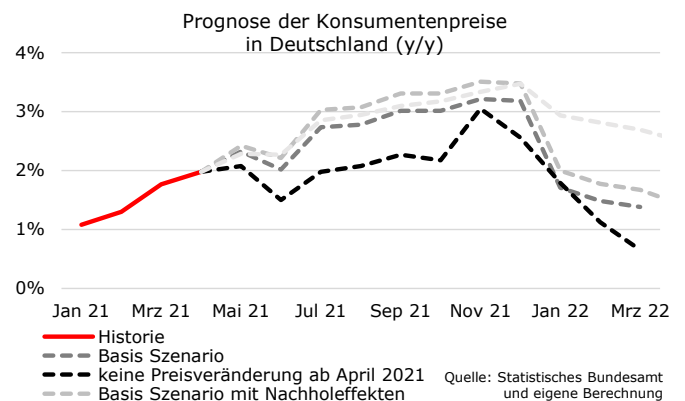
Jedoch zeigen die jüngste veröffentlichten Inflationsraten, dass die Preise nach dem Wirtschaftseinbruch im letzten Jahr deutlich schneller ansteigen – anders als nach der Finanzkrise. Deutschland wies im April eine Inflationsrate von 2,0% gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf. Demnach stellt sich nicht mehr die Frage, wann die Inflationsraten ansteigen, sondern vielmehr in welchem Ausmaß und über welchen Zeitraum sich die Preissteigerungen erstrecken.

durchschnittlich 17 US-Dollar im April (zeitweise war der Ölpreis sogar negativ!). Folglich verzeichneten die Warenkorbkomponenten „Heizöl“ (Kategorie: Wohnung, Wasser, Strom und Gas) und „Kraftstoffe“ (Kategorie: Verkehr) kräftige Preisrückgänge: im Zeitraum März 2020 bis Juni 2020 um bis zu 23% gegenüber dem Vorjahr. Ferner sind die direkten Effekte des Lockdowns unmittelbar in den Preisdaten sichtbar und drücken über Nachfragerückgänge zum Beispiel die Preiskomponenten „Pauschalreisen“ und „Personenbeförderungen im Schienenverkehr“. Dagegen blieben die Preise für „Nahrungsmittel“ sowie „alkoholische Getränke und Tabakwaren“ in der ersten Jahreshälfte 2020 stabil oder verbuchten sogar moderate Preisanstiege.

Ein allgemeiner Preisrückgang über alle Warenkorbbestandteile ist durch die Mehrwertsteuersenkung von 19% auf 16% im Zeitraum Juni bis Dezember zu beobachten, sodass der Preis des gesamten Warenkorbs ab Juli 2020 im Vorjahresvergleich sogar zurückging. Mit der Erhöhung der Mehrwertsteuer zurück auf 19% am 1. Januar 2021 stiegen die Preise analog über alle Warenkorbkomponenten wieder an. Darüber hinaus hat der Ölpreis sein Vorkrisenniveau wieder erreicht, wodurch sich die Komponente „Energie“ im Warenkorb massiv verteuert und damit die gesamte Inflationsrate nach oben zieht. Zusätzlich zeigt sich der direkte Effekt der zum Jahresbeginn eingeführten CO2-Abgabe in den gestiegenen Preisen für Heizöl und Kraftstoffe. Inwieweit sich auch indirekte Preiseffekte der CO2-Abgabe über verteuerte Vorleistungen auf andere Produkte und Preiskomponenten auswirken, hängt stark davon ab, ob Unternehmen die gestiegenen Produktionskosten an die Verbraucherinnen und Verbraucher weitergeben können.

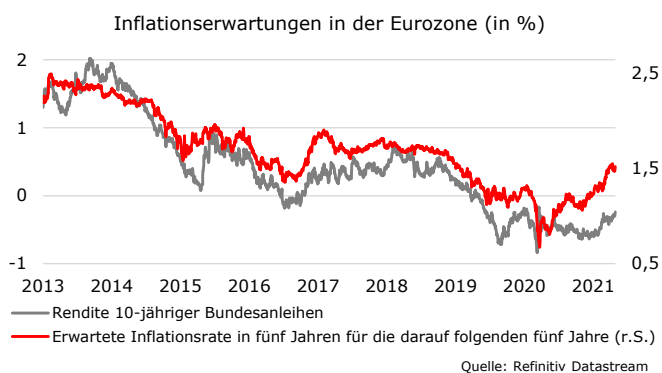


Eine Zerlegung des Warenkorbs eines repräsentativen deutschen Konsumenten in seine einzelnen Bestandteile gibt Aufschluss über die Haupttreiber der Preisentwicklung. Im vergangenen Jahr schlugen sich vor allem die sinkenden Ölpreise in der Entwicklung der Konsumentenpreisen nieder. So fiel der Ölpreis für ein Barrel der Sorte WTI von rund 60 US-Dollar Anfang des Jahres auf



Wie wird sich der Konsumentenpreisindex in den nächsten Monaten entwickeln? Selbst wenn man davon ausgeht, dass die Preise von nun an auf dem Niveau von April 2021 verharren, ergibt sich aufgrund der Basiseffekte für 2021 eine durchschnittliche Inflationsrate von 2,0%,

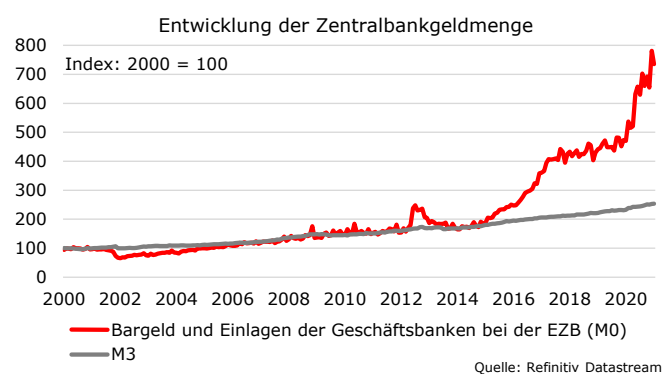
ehe es 2022 zu einem deutlichen Rückgang auf 0,3% kommt. Stellt man diese Raten dem Mittelwert der vergangenen zehn Jahre gegenüber (1,2%), wäre ein kräftiger Anstieg zu verbuchen. Nimmt man in einem realistischeren Basisszenario stattdessen an, dass sich die monatlichen Wachstumsraten von Mai an in jedem Monat wie vor der Corona-Pandemie entwickeln (Durchschnitt 2016 bis 2020), beliefe sich die Inflationsrate 2021 auf 2,3% und 2022 auf 1,3%. Unterstellt man zusätzlich temporäre Nachholeffekte und rechnet mit einem zusätzlichen monatlichen Preisaufschlag von 0,1%-Punkten für den Zeitraum Mai 2021 bis Juli 2021, wären Inflationsraten für 2021 von 2,5% und für 2022 von 1,4% zu beobachten. In diesem Szenario würde sogar zwischenzeitlich das Langzeithoch von 2,5% aus dem Jahr 2008 tangiert werden. Zu einem ähnlichen Verlauf der monatlichen Inflationsraten kommt ein Autoregressives Modell. Es handelt sich dabei um ein ökonometrisches Zeitreihenmodell, welches die Prognose aus dem Verlauf der vergangenen Werte ableitet. Zur Berücksichtigung von saisonalen und konjunkturellen Effekten werden hier die Inflationsraten der vergangenen 24 Monate als Variablen für die Inflationsrate im künftigen Monat zugrunde gelegt. Für das Jahr 2021 prognostiziert das AR(24) Modell eine Inflationsrate von 2,5% und für 2022 eine von 2,1%.



Nicht nur die jüngsten Inflationszahlen und Prognosen, sondern auch Marktindikatoren deuten auf einen Anstieg der Inflationsraten hin. So verzeichnet die erwartete Inflationsrate für die Eurozone – gemessen als erwartete Inflationsrate in fünf Jahren für die darauffolgenden fünf Jahre – seit Ende 2020 einen starken Anstieg und beläuft sich aktuell auf rund 1,5%. Ähnlich schlagen sich erhöhte Inflationserwartungen in dem Anstieg der Renditen 10-jähriger Bundesanleihen wider. Diese kletterten seit Jahresbeginn um knapp 0,4%-Punkte auf rund -0,2% (Stand 07.05.21). Dass es zu keinen weiteren Renditeanstiegen gekommen ist und die Renditen zurzeit eine Seitwärtsbe-

wegung durchlaufen, ist unter anderem durch die gesteigerten Käufe der EZB im Rahmen ihres Pandemic Emergency Purchase Programs (PEPP) zu erklären.

Ist nun mit dauerhaft höheren Inflationsraten und steigenden Zinsen zu rechnen? Dass nun ein Prozess steigender Inflationsraten einsetzt und es dauerhaft zu Preisänderungsraten von deutlich über 2% kommt, ist unwahrscheinlich. Denn nach wie vor ist der Übertragungseffekt der lockeren Geldpolitik auf die Realwirtschaft stark beeinträchtigt. Zwar hat sich die Geldmenge M0 (Bargeld und Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB) sowie M1 stark erhöht, jedoch verbleibt die Liquidität größtenteils im ersten „Geld-Kreislauf“ zwischen Notenbank und Geschäftsbanken und erreicht nicht den Kreislauf zwischen Geschäftsbanken und Realwirtschaft – approximiert durch die Geldmenge M3. Außerdem spricht die Verflachung der Phillips-Kurve gegen eine strukturelle Erhöhung der Inflationsrate aufgrund eines wirtschaftlichen Aufschwungs. Wir erwarten daher wie in unserem Basisszenario mit Nachholeffekten nur einen temporären Anstieg der Inflationsrate in 2021 auf 2,5% und in 2020 einen Rückgang auf 1,4%.



Bezüglich der Zinspolitik der EZB hat Präsidentin Christine Lagarde bereits signalisiert, dass sie ein symmetrisches Inflationsziel erwägt und einen temporären Anstieg der Inflation über der Zielinflationsrate von knapp unter 2% ohne Zinssteigerungen toleriert. Ferner ist die EZB vor dem Hintergrund der gestiegenen Staatsverschuldung ihrer Mitgliedsländer daran interessiert, anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen im Euroraum aufrechtzuerhalten und die wirtschaftliche Erholung nicht durch kräftige Zinsanstiege abzuwürgen. Von daher gehen wir davon aus, dass sich das Niedrigzinsumfeld, in dem sich Deutschland und die Eurozone seit Ausbruch der globalen Finanzkrise befinden, noch lange fortsetzt.

Wir bedanken uns bei Simon Landt für die tatkräftige Unterstützung zu diesem Beitrag.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	12.05.2021 15:16	23.04.2021 -1 Woche	29.03.2021 -1 Monat	29.01.2021 -3 Monate	29.04.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	34269	0,7%	3,3%	14,3%	39,1%	12,0%
S&P 500	4152	-0,7%	4,6%	11,8%	41,3%	10,5%
Nasdaq	13389	-4,5%	2,5%	2,4%	50,2%	3,9%
Russell 2000	2207	-2,9%	2,2%	6,4%	62,2%	11,8%
DAX	15142	-0,9%	2,2%	12,7%	36,3%	10,4%
MDAX	31749	-3,1%	0,9%	2,1%	35,6%	3,1%
TecDAX	3283	-6,7%	-2,5%	-2,8%	14,0%	2,2%
EuroStoxx 50	3945	-1,7%	1,6%	13,3%	31,7%	11,0%
Stoxx 50	3401	0,1%	2,5%	10,6%	16,5%	9,4%
SMI (Swiss Market Index)	11016	-1,6%	-0,7%	4,0%	11,7%	2,9%
FTSE 100	6999	0,9%	3,9%	9,2%	14,5%	8,3%
Nikkei 225	28148	-3,0%	-4,2%	1,8%	42,4%	2,6%
Brasilien BOVESPA	122950	2,0%	6,5%	6,9%	47,8%	3,3%
Russland RTS	1550	2,5%	5,6%	13,3%	35,4%	11,7%
Indien BSE 30	48691	1,7%	-0,6%	5,2%	48,8%	2,0%
China Shanghai Composite	3463	-0,3%	0,8%	-0,6%	22,7%	-0,3%
MSCI Welt (in €)	2928	-1,2%	1,1%	10,0%	26,3%	10,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1329	-2,3%	-1,5%	0,0%	29,1%	4,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	169,45	-138	-217	-780	-361	-819
Bobl-Future	134,52	-39	-73	-73	-87	-66
Schatz-Future	112,04	-6	-10	-28	-15	-23
3 Monats Euribor	-0,53	3	4	3	-27	5
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,53	1	3	4	-9	0
3 Monats \$ Libor	0,18	-1	-3	-3	-51	-6
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	-1	0	0	0	0
10-jährige US Treasuries	1,66	9	-6	56	103	75
10-jährige Bunds	-0,15	16	21	40	34	43
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	3	1	4	13	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,14	12	15	30	33	35
US Treas 10Y Performance	678,40	-0,7%	1,3%	-3,7%	-7,0%	-5,3%
Bund 10Y Performance	662,25	-0,6%	-1,2%	-3,0%	-2,4%	-3,3%
REX Performance Index	491,68	-0,3%	-0,7%	-1,4%	-1,0%	-1,5%
IBOXX AA, €	0,27	5	6	20	-31	25
IBOXX BBB, €	0,70	4	1	12	-107	14
ML US High Yield	4,72	-2	-16	-16	-374	-26
Wandelanleihen Exane 25	8186	-1,8%	0,4%	-0,7%	12,2%	-1,7%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	508,65	2,9%	7,2%	18,0%	106,7%	24,2%
MG Base Metal Index	432,58	4,4%	9,3%	20,5%	71,2%	22,0%
Rohöl Brent	69,41	4,9%	6,6%	24,1%	205,0%	33,8%
Gold	1837,16	3,5%	7,4%	-1,1%	8,0%	-3,2%
Silber	25,95	-0,3%	5,1%	-4,5%	70,5%	-1,6%
Aluminium	2421,25	2,6%	8,0%	22,2%	65,1%	22,7%
Kupfer	9889,00	3,2%	11,5%	25,8%	89,0%	27,6%
Eisenerz	215,29	21,7%	28,9%	28,0%	156,8%	38,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	3254	16,7%	50,5%	124,1%	406,1%	138,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2135	0,6%	3,0%	0,0%	11,9%	-1,1%
EUR/ GBP	0,8580	-1,5%	0,4%	-3,0%	-1,7%	-4,1%
EUR/ JPY	132,21	1,7%	2,3%	4,1%	14,4%	4,5%
EUR/ CHF	1,0966	-0,7%	-1,0%	1,6%	3,7%	1,5%
USD/ CNY	6,4388	-0,9%	-2,0%	0,1%	-9,0%	-1,4%
USD/ JPY	108,93	0,9%	-0,8%	4,0%	2,1%	5,5%
USD/ GBP	0,7073	-2,1%	-2,6%	-2,9%	-12,0%	-3,3%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.