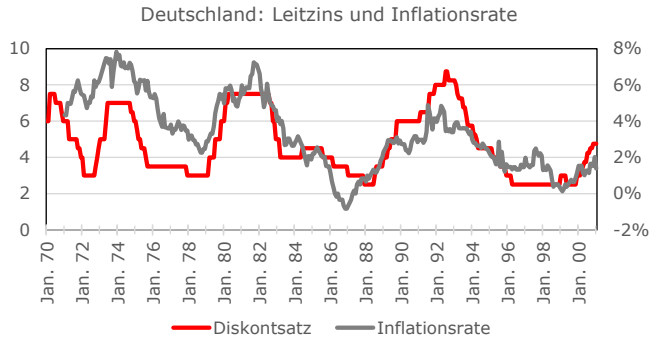
M.M.WARBURG & CO
BANK

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

19. August 2021

Hohe Inflation? Warum die EZB gelassen bleiben kann

In den vergangenen Monaten ist die deutsche Inflationsrate stetig angestiegen, von 1,0 Prozent im Januar bis 3,8 Prozent im Juli. Fast kein Volkswirt hat eine solche Entwicklung vorhergesehen, uns eingeschlossen. Zudem ist das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht, denn bis zum Spätherbst könnte die Preissteigerungsrate noch bis auf rund fünf Prozent ansteigen. Von daher ist es nicht verwunderlich, dass sich viele Menschen in Deutschland fragen, ob die Inflation außer Kontrolle geraten könnte. Denn während zu D-Mark-Zeiten die Deutsche Bundesbank mit harter Hand eine Geldpolitik betrieb, die jeden Inflationsanstieg mit einer restriktiveren Politik, sprich: höheren Zinsen, beantwortete, ist spätestens nach der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 bei vielen der Eindruck entstanden, dass die Europäische Zentralbank mit ihrer Geldpolitik andere Ziele verfolgt als das der Preisniveaustabilität.

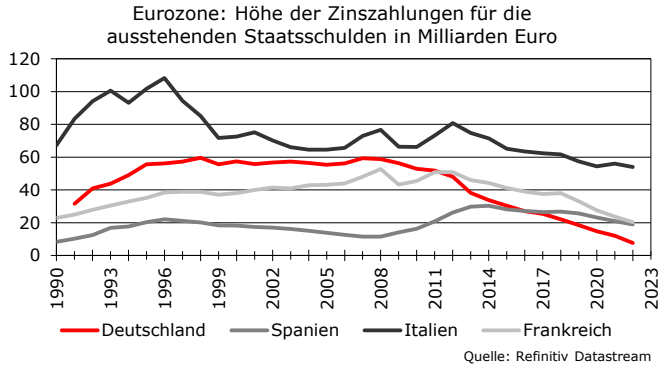


Quelle: Refinitiv Datastream

Schließlich ächzen vor allem die Länder in Südeuropa unter einer sehr hohen Schuldenlast. Seit dem Jahr 2007 ist die Schuldenquote, also das Verhältnis von Staatsschulden zur nominalen Wirtschaftsleistung, in Italien von 104 auf 155 Prozent, in Spanien von 36 auf 120 Prozent, in Portugal von 73 auf 133 Prozent und in Griechenland von 103 auf 205 Prozent angestiegen. In Deutschland (von 64 auf 70 Prozent) und den Niederlanden (von 43 auf 54 Prozent) sind die Schuldenquoten dagegen weit weniger problematisch.

Vor allem die immensen Fiskalpakete zur Bekämpfung der Folgen der Corona-Pandemie haben in fast allen Ländern zu einem deutlichen Anstieg der Verschuldung im vergangenen Jahr beigetragen. Dass sich die europäischen Staaten trotzdem am Kapitalmarkt problemlos refinanzieren können, ist in der Tat auf das niedrige Zinsniveau und die Ankaufprogramme der EZB zurückzuführen. Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank hat dazu geführt, dass der Preis für neue Schulden, der Zins, in den vergangenen Jahren immer weiter gesunken ist. Das führt zu der paradoxen Situation, dass die europäischen Finanzminister im Unterschied zu früher trotz deutlich höherer Schulden weniger Geld für Zinszahlungen ausgeben müssen. Größter Profiteur dieser Entwicklung ist in der Eurozone vordergründig der deutsche Finanzminister, gefolgt von Frankreich und Italien. So hat Deutschland im Jahr 2007 noch 59 Milliarden Euro für Zinszahlungen aufbringen müssen, während es im vergangenen Jahr nur noch 15 Milliarden waren. In Frankreich ist die Belastung von 48 auf 28 Milliarden Euro und in Italien von 73 auf 54 Milliarden Euro gesunken. Während in Italien der Durchschnittskupon für die ausstehenden Schulden von fast fünf Prozent im Jahr 2010 auf zuletzt gut zwei Prozent gesunken ist, zahlt Deutschland statt vier mittlerweile weniger als ein Prozent für alle bestehenden Schulden – Tendenz weiter sinkend. Implizit

dürfte allerdings der Vorteil für Italien wesentlich größer sein als für jedes andere europäische Land, denn ohne das Eingreifen der EZB wäre der Zinssatz zur Finanzierung der Staatsschuld aktuell vermutlich deutlich über die Marke von fünf Prozent angestiegen.



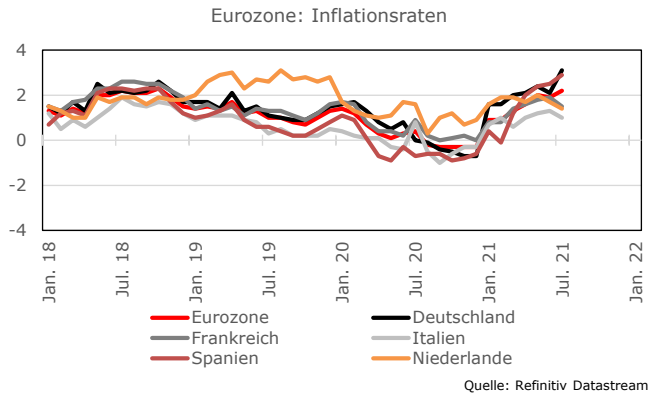
Leider haben die europäischen Politiker in vielen Ländern die sich aus der gesunkenen Zinslast ergebenden Haushaltspielräume nicht zu einer Verringerung der Schulden genutzt, sodass die Zinsen auch zukünftig niedrig bleiben müssen, um einen weiteren, deutlichen Anstieg der Schuldenquoten und damit eine neue Schuldenkrise zu vermeiden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass bereits jetzt absehbar ist, dass wohl alle Länder in der Eurozone in den nächsten Jahren einen negativen Primärsaldo in ihren Staatshaushalten erzielen werden. Damit ist gemeint, dass die Ausgaben ohne Zinszahlungen die Einnahmen übersteigen. Wenn der Zinssatz, der für die ausstehenden Staatsschulden zu bezahlen ist, aber höher ist als die Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsproduktes, dann steigt die Schuldenquote schon bei einem ausgeglichen Primärsaldo an. Dieser „Schneeballeffekt“ beschreibt den klassischen Weg in die Schuldenfalle.

Unterstellt man, dass sich der Fokus der Geldpolitik der EZB weg vom Primat der Geldwertstabilität hin zur Aufrechterhaltung der Schuldentragfähigkeit verschoben hat, können sich hieraus erhebliche Zielkonflikte ergeben, wenn die Inflationsrate in der Eurozone nachhaltig deutlich ansteigt. Mit 2,2 Prozent lag die Preissteigerungsrate im Juli das erste Mal seit drei Jahren wieder über der Zwei-Prozent-Zielmarke der EZB. Das neue symmetrische Inflationsziel gibt der EZB allerdings mehr Handlungsspielraum als in der Vergangenheit, um auf Abweichungen hiervon zu reagieren. Eine Inflationsrate von mehr als zwei Prozent wird toleriert, sofern die Abweichung „leicht“ und „vorübergehend“ ist. Was genau dies bedeutet, wird allerdings nicht genau definiert. Somit wird es zukünftig schwieriger einzuschätzen, ob und wann die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik verändern wird. Von daher wird es noch wichtiger als bisher, diese geringere formale Transparenz durch eine intensive und gute Kommunikation auszugleichen.

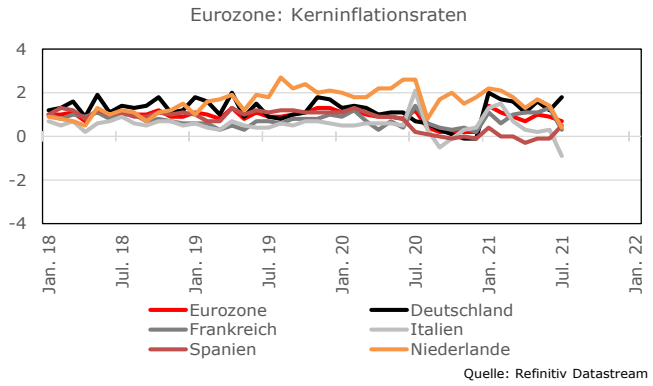
Derzeit kann das Überschreiten des Inflationsziels sicherlich als „leicht“ eingestuft werden. Doch bleibt es auch dabei? Wohl nicht, denn es ist mit hoher Wahrscheinlichkeit davon auszugehen, dass die Preissteigerungsrate in der Eurozone im Herbst vorübergehend bis auf rund drei Prozent ansteigen wird. Kein Wunder also, dass das Thema Inflation vor allem bei uns in Deutschland aufmerksam verfolgt wird, aufmerksamer als in den meisten anderen Ländern. Dies mag mit der typisch deutschen "Inflationsangst" zu tun haben. Und daran, dass die deutsche Inflationsrate zuletzt auf fast vier Prozent angestiegen ist und sie im Herbst sogar bei fünf Prozent liegen könnte. Die hohe Inflationsrate ist vor allem auf drei Effekte zurückzuführen: Zum einen hat die Aufhebung der Corona-bedingten wirtschaftlichen Beschränkungen im Laufe des Jahres zu einem sprunghaften Anstieg der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen geführt. Da auf der Angebotsseite aber noch nicht alle Lieferketten und Kapazitäten wieder komplett hergestellt waren, fehlten Vorleistungsgüter und die Transport- und Rohstoffkosten schossen in die Höhe. Zum anderen hat die Anhebung der Mehrwertsteuer von 16 auf 19 Prozent der Inflationsrate sowohl im Januar (direkter Preiseffekt) als auch im Juli (indirekter Effekt aufgrund des niedrigeren Vergleichsmaßstabs) zwei Schübe versetzt. Verschärft wurde der Preisdruck zudem durch die zu Jahresbeginn eingeführte CO_2-Abgabe. Allein die beiden letztgenannten Effekte haben die deutsche Inflationsrate um rund einen Prozentpunkt nach oben getrieben. Es ist von daher nicht verwunderlich, dass vor allem in Deutschland die Öffentlichkeit mit Argusaugen auf die weitere Entwicklung schaut, weil hierzulande schon jetzt manche Beobachter befürchten, dass die EZB „behind the curve“ ist, also mit ihrer Geldpolitik der realwirtschaftlichen Entwicklung hinterherhinkt. Schließlich wird die deutsche Inflationsrate in den kommenden Monaten weiter ansteigen.

Allerdings – und dieser Punkt wird bei uns oft übersehen – hat die EZB auf die Preisentwicklung in allen Euro-Mitgliedsstaaten zu achten. Betrachtet man die Preissteigerungsraten in den anderen Ländern, stellt man fest, dass die Entwicklung der Inflation bei uns ziemlich singulär ist. Denn in fast allen unserer Nachbarländer liegen die harmonisierten Inflationsraten, die sich von den nati-

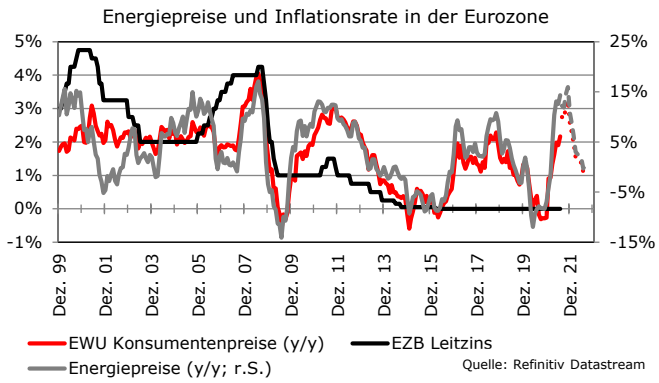
onalen Preisindizes durch eine etwas andere Zusammensetzung und Gewichtung der einzelnen Komponenten im Warenkorb unterscheiden, auf einem niedrigeren Niveau – und das zum Teil deutlich. Die höchsten Inflationsraten nach Deutschland weisen Spanien mit 2,9 und Österreich mit 2,8 Prozent auf. Dagegen ist der Preisdruck in Frankreich (1,5 Prozent), den Niederlanden (1,4 Prozent) und Italien (1,0 Prozent) deutlich geringer. Klammert man Deutschland aus der Entwicklung der gesamten Eurozone aus, läge die harmonisierte Inflationsrate im Juli nicht bei 2,2 Prozent, sondern bei 1,8 Prozent.



Betrachtet man die Kerninflationsrate, so lag diese in der Eurozone im Juli bei 0,7 Prozent, ohne Deutschland dagegen sogar nur bei 0,4 Prozent. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass es mit Belgien (-1,2 Prozent), Griechenland (-1,1 Prozent) und Italien (-0,9 Prozent) drei Länder mit deflationären Tendenzen gibt.



Die Kerninflationsrate verdeutlicht, dass die höhere Inflation der vergangenen Monate vor allem auf den starken Anstieg der Energiepreise zurückzuführen ist. Rund 2/3 der Eurozonen-Inflation entfiel im Juli auf die Energiepreise, die in einigen Ländern rund 20 Prozent höher sind als vor einem Jahr. In Deutschland sind beispielsweise Diesel und Benzin fast 30 Prozent teurer als vor einem Jahr, in Spanien ist der Strompreis mit einem Zuwachs von fast 40 Prozent gegenüber dem Vorjahr rasant angestiegen. Unterstellt man aber, dass der Ölpreis auf dem aktuellen (hohen) Niveau bleibt, werden in der gesamten Eurozone die Preissteigerungsraten schon zu Beginn des nächsten Jahres wieder auf unter zwei Prozent zurückgehen. In Deutschland wird diese Entwicklung noch etwas länger auf sich warten lassen, zumal die mehr im Fokus der Öffentlichkeit stehende nationale Inflationsrate mit fast vier Prozent im Juli deutlich über der harmonisierten deutschen Inflationsrate von gut drei Prozent liegt. Doch voraussichtlich mit Beginn der zweiten Jahreshälfte 2022 werden auch die deutschen Preise wieder mit weniger als zwei Prozent steigen. Von daher lässt es sich unseres Erachtens nach rechtfertigen, dass die EZB die geldpolitischen Zügel locker hält.



Da die Inflation im nächsten Jahr wieder deutlich nachgegeben wird, spricht auch weiterhin viel für eine hohe Aktienquote. Gemessen an ihren historischen Bewertungen sind Aktien zwar teuer, doch gilt diese Aussage letztendlich für fast alle Vermögenswerte. Dies ist das Ergebnis der Geldpolitik der vergangenen Jahre und da sich voraussichtlich nur wenig an ihr ändern wird, müssen Anleger mit diesen hohen Bewertungen leben. Angesichts der von uns erwarteten anhaltenden konjunkturellen Erholung halten wir das Chance-Risiko-Verhältnis bei Aktien weiterhin für attraktiver als das von Anleihen. Bei festverzinslichen Wertpapieren setzen wir eher auf Unternehmens- als auf Staatsanleihen, da diese von der wirtschaftlichen Erholung stärker profitieren können, während die Kupons bei Staatsanleihen zu niedrig sind, um einen Schutz vor möglichen Kursverlusten abzufedern. Auch wenn es in den vergangenen Monaten am Aktienmarkt kaum zu größeren Rückschlägen gekommen ist, sollten Anleger dennoch zwischenzeitliche Konsolidierungsphasen und Marktkorrekturen in Größenordnungen von 10 bis 15 Prozent immer einkalkulieren. Solange aber keine neue Rezession droht oder aber die Notenbanken nicht zu einer restriktiveren Geldpolitik übergehen, wären derartige Kursrückgänge für Anleger mit einem entsprechenden Risikoprofil eher als Chance zum Einstieg oder zur Aufstockung der Aktienquote zu verstehen.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand 19.08.2021 16:40	Veränderung zum 12.08.2021 -1 Woche	16.07.2021 -1 Monat	18.05.2021 -3 Monate	18.08.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Dow Jones	34779	-2,0%	0,3%	2,1%	25,2%	13,6%
S&P 500	4397	-1,4%	1,6%	6,5%	29,7%	17,1%
Nasdaq	14513	-2,0%	0,6%	9,1%	29,5%	12,6%
Russell 2000	2145	-4,4%	-0,8%	-3,0%	36,6%	8,6%
DAX	15710	-1,4%	1,1%	2,1%	22,0%	14,5%
MDAX	35510	-0,8%	3,1%	10,0%	30,0%	15,3%
TecDAX	3821	-0,4%	5,8%	14,7%	23,5%	18,9%
EuroStoxx 50	4130	-2,3%	2,3%	3,1%	25,5%	16,3%
Stoxx 50	3608	-1,3%	2,2%	5,1%	21,4%	16,1%
SMI (Swiss Market Index)	12397	-0,3%	3,1%	11,3%	21,9%	15,8%
FTSE 100	7067	-1,8%	0,8%	0,5%	16,3%	9,4%
Nikkei 225	27281	-2,6%	-2,6%	-4,0%	18,4%	-0,6%
Brasilien BOVESPA	115565	-4,3%	-8,3%	-6,0%	13,2%	-2,9%
Russland RTS	1633	-1,9%	1,9%	3,8%	24,5%	17,7%
Indien BSE 30	55629	1,4%	4,7%	10,8%	44,4%	16,5%
China CSI 300	4862	-2,2%	-4,6%	-6,3%	1,0%	-6,7%
MSCI Welt (in €)	3078	-0,8%	2,7%	9,9%	30,6%	20,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1262	-1,9%	-5,0%	-1,1%	16,3%	2,5%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	176,92	34	205	810	49	-72
Bobl-Future	135,35	10	66	99	54	17
Schatz-Future	112,34	2	14	31	31	6
3 Monats Euribor	-0,55	2	2	1	-7	3
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,54	0	-1	-1	-7	0
3 Monats $ Libor	0,13	1	0	-2	-12	-11
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	-1	0	6	0
10-jährige US Treasuries	1,24	-11	-6	-40	59	33
10-jährige Bunds	-0,49	2	-9	-38	0	9
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	-1	1	-7	-2	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,39	-1	-7	-27	8	11
US Treas 10Y Performance	706,51	0,9%	0,5%	4,0%	-3,2%	-1,3%
Bund 10Y Performance	682,81	0,2%	1,2%	4,0%	0,7%	-0,3%
REX Performance Index	498,75	0,2%	0,5%	1,7%	0,2%	-0,1%
IBOXX AA, €	0,11	-1	-7	-24	-8	9
IBOXX BBB, €	0,47	-1	-8	-30	-50	-9
ML US High Yield	4,67	-3	8	-11	-133	-31
Wandelanleihen Exane 25	8307	0,0%	0,4%	1,2%	6,9%	-0,3%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	511,29	-2,8%	-3,2%	-1,6%	42,7%	24,9%
MG Base Metal Index	428,14	-2,6%	-0,6%	-5,3%	38,6%	20,7%
Rohöl Brent	66,08	-7,5%	-10,3%	-4,0%	45,2%	27,3%
Gold	1781,43	1,9%	-1,7%	-4,6%	-10,7%	-6,1%
Silber	23,49	1,0%	-8,7%	-16,4%	-15,6%	-11,0%
Aluminium	2568,76	-0,5%	4,1%	4,9%	47,9%	30,2%
Kupfer	9024,00	-4,4%	-3,9%	-13,0%	37,1%	16,5%
Eisenerz	159,59	-5,0%	-27,4%	-25,2%	30,0%	2,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	3833	9,4%	26,1%	37,1%	141,7%	180,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1691	-0,4%	-0,9%	-4,3%	-1,8%	-4,7%
EUR/ GBP	0,8555	0,9%	-0,1%	-0,5%	-5,1%	-4,4%
EUR/ JPY	128,23	-1,1%	-1,4%	-3,7%	2,1%	1,4%
EUR/ CHF	1,0730	-0,9%	-1,1%	-2,1%	-0,4%	-0,7%
USD/ CNY	6,4929	0,2%	0,2%	1,0%	-6,2%	-0,6%
USD/ JPY	109,77	-0,6%	-0,3%	0,8%	4,1%	6,3%
USD/ GBP	0,7319	1,3%	0,9%	4,0%	-3,3%	0,0%

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.