

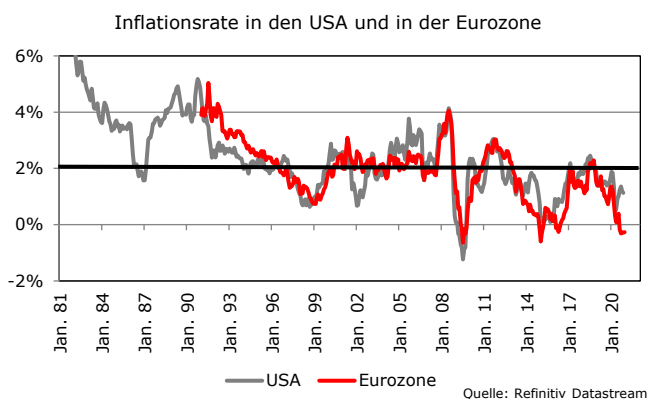


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

14. Januar 2021

Das Comeback der Inflation?

Seit Jahren fristet die Inflation ein eher trostloses Dasein: Obwohl sich viele Ökonomen, Kapitalmarktteilnehmer, Medien, Politiker, Unternehmen, Privathaushalte und natürlich die Notenbanken mit Inbrunst diesem Thema widmen, war die Entwicklung der Inflationsraten die meiste Zeit über ziemlich unspektakulär. So unspektakulär, dass man meinen könnte, die Inflation sei von den Notenbanken durch ihre vorausschauende Geldpolitik erfolgreich besiegt worden. Insbesondere seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 sind die Preise nur sehr moderat angestiegen, sowohl in den USA als auch in der Eurozone im Mittel um rund 1,5 Prozent. Die Kerninflationsrate, also ohne Berücksichtigung der Energie- und Nahrungsmittelpreise, ist in diesem Zeitraum sogar nur um durchschnittlich 1,3 Prozent angestiegen.



Aus Sicht der Notenbanken ist dieser „Erfolg“ jedoch etwas differenzierter zu sehen. Ihre Aufgabe lautet (unter anderem), Preisniveaustabilität zu gewährleisten. Intuitiv könnte man meinen, dass dies bei einer Inflationsrate von null der Fall ist. Dem ist aber nicht so. Denn

aus ökonomischer Sicht ist eine leichte Geldentwertung durchaus positiv zu bewerten. Gehen die Wirtschaftssubjekte davon aus, dass ihr Geld in den nächsten 12 Monaten etwas weniger wert ist, besteht (zumindest in der Theorie) ein größerer Anreiz, dieses auszugeben, als wenn der Geldwert vollends stabil bliebe. Aus diesem Grund haben viele Notenbanken, darunter auch die US Federal Reserve und die Europäische Zentralbank, in ihrer geldpolitischen Reaktionsfunktion eine Inflationsrate von zwei Prozent verankert. Dieses Ziel haben beide Zentralbanken in den vergangenen Jahren jedoch zumeist verfehlt. Die Federal Reserve hat daraus Konsequenzen gezogen und im September letzten Jahres beschlossen, ihr bisher genau definiertes Punktziel für die Inflation durch ein flexibles, nicht weiter spezifiziertes Durchschnittsziel von zwei Prozent zu ersetzen. Ein Überschreiten der Inflationsrate über die Marke von zwei Prozent wird von ihr für eine gewisse Zeit toleriert werden, da die Preissteigerungsrate zuvor auf einem zu niedrigen Niveau lag. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die EZB ebenfalls ihr bisheriges Ziel (Inflation nahe, aber unter zwei Prozent) modifizieren wird.

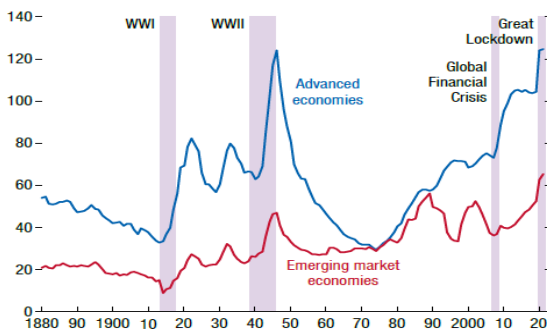
Die neue geldpolitische Strategie der Federal Reserve wird dazu führen, dass der US-Leitzins noch länger auf seinem aktuellen Niveau verbleibt und erst später angehoben wird als es sonst der Fall wäre, da sie selbst bei einem kurzfristigen Überschießen der Inflation nicht mit einer Zinserhöhung reagieren muss. Nichtsdestotrotz ist in den vergangenen Tagen die Rendite für 10-jährige US-Treasuries deutlich angestiegen. Dies ist aber nicht darauf zurückzuführen, dass Spekulationen zugenommen haben, dass die Geldpolitik doch schon früher als

Konjunktur und Strategie

bislang mehrheitlich erwartet gestrafft werden könnte, sondern auf die Befürchtung, dass der Inflation ein Comeback gelingt. Abzulesen ist dies an den Inflationserwartungen. Die Erwartungen, wie sich die Inflation in fünf Jahren für die nächsten fünf Jahre entwickelt, sind für die USA auf etwas über 2,3 Prozent angestiegen. Dies ist der höchste Wert seit fast zwei Jahren. In der Eurozone sind die Inflationserwartungen ebenfalls angestiegen, mit knapp 1,4 Prozent sind sie so hoch wie zuletzt vor einem Jahr. Grund für diesen Anstieg ist unter anderem die Wahl von Joe Biden zum US-Präsidenten und der doppelte Sieg der Demokraten bei den Stichwahlen zum Senat in Georgia. Denn damit haben die Demokraten im Senat mit 50 Sitzen genauso viele wie die Republikaner. Bei einem Patt entscheidet dann die Stimme der Vizepräsidentin Kamala Harris. Somit dürfte es zu den ersten Amtshandlungen des neuen Präsidenten gehören, ein umfangreiches Konjunkturpaket zu verabschieden, dass die Staatsverschuldung der USA weiter in die Höhe treibt. Mehr Wirtschaftswachstum und höhere Schulden, so die Logik des Kapitalmarktes, führen unweigerlich zu mehr Inflation, vor allem, wenn die US-Notenbank diese neuen Schulden finanziert und deswegen den Leitzins nicht antastet.

Wird die Inflationsrate tatsächlich in der nächsten Zeit ansteigen? Klare Antwort: Ja! Aber nicht aufgrund einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik und aus Gründen einer höheren Staatsverschuldung. Würde dieser Wirkungszusammenhang gelten, hätte es spätestens nach dem Jahr 2008 zu einem dauerhaften und starken Anstieg der Preise kommen müssen, da seitdem die Staatsverschuldung massiv angestiegen ist. Stattdessen war das genaue Gegenteil zu beobachten.

Figure 1.2. Historical Patterns of General Government Debt (Percent of GDP)

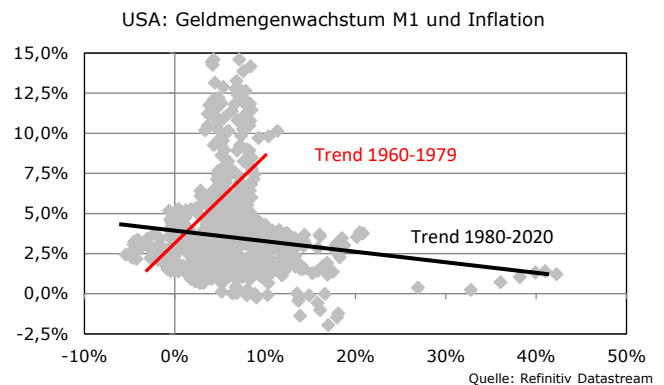


Sources: IMF, Historical Public Debt Database; IMF, World Economic Outlook database; Maddison Database Project; and IMF staff calculations.

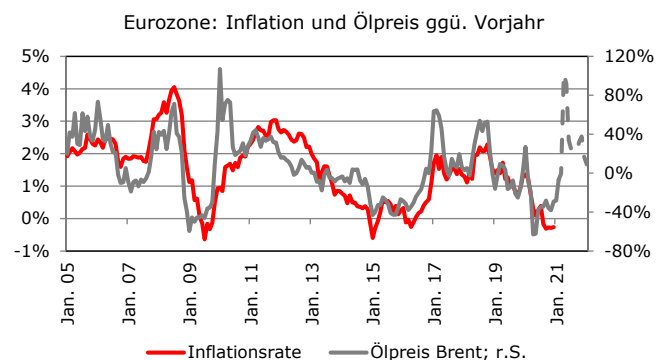
Quelle: IWF, Fiscal Monitor, Oktober 2020

Auch die starke Geldmengenausweitung der Zentralbanken hat, anders als von vielen erwartet und von den Monetaristen postuliert, zu keinem verstärkten Preisauf-

trieb geführt. In den vergangenen Jahren war es eher so, dass ein sehr hohes Geldmengenwachstum mit sehr niedrigen Inflationsraten einherging.



Dennoch ist es so gut wie sicher, dass es in den kommenden Monaten zu steigenden Inflationsraten kommen wird, zeitweise sogar zu einem starken Preisauftrieb. Die Ursache hierfür liegt auf der Hand: der Ölpreis. Nach dem Corona-bedingten Ölpreiseinbruch im Frühjahr 2020 ist der Rohölpreis in den letzten Monaten wieder deutlich angestiegen. Blicke er auf seinem derzeitigen Niveau von rund 56 US-Dollar je Barrel Brent-Öl würde dies im April und Mai 2021 ungefähr eine Verdoppelung gegenüber dem Vorjahresniveau bedeuten. Allein aufgrund dieses Effektes wird die Inflationsrate um rund zwei Prozentpunkte gegenüber dem derzeitigen Niveau ansteigen. Hinzu kommt zu Jahresbeginn die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland, so dass die Inflationsrate ab dem Frühjahr zeitweise über der Marke von zwei Prozent liegen wird. Dieser Preisanstieg ist aber allein auf einen Basiseffekt zurückzuführen und nicht zu verwechseln mit einer nachhaltigen Veränderung des Preisauftriebs. Denn genauso schnell wie das Inflationsgespenst erscheint, wird es auch wieder verschwinden – und damit auch die Sorgen am Rentenmarkt vor einem deutlichen Renditeanstieg. Doch in der nächsten Zeit sollte man bei Zinspapieren Vorsicht walten lassen – und eine kürzere Duration bevorzugen.



Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	14.01.2021 17:16	07.01.2021 -1 Woche	11.12.2020 -1 Monat	13.10.2020 -3 Monate	13.01.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	31189	0,5%	3,8%	8,7%	7,9%	1,9%
S&P 500	3820	0,4%	4,3%	8,8%	16,2%	1,7%
Nasdaq	13209	1,1%	6,7%	11,3%	42,4%	2,5%
Value Line Arithmetic	8442	1,8%	8,9%	26,9%	26,3%	6,7%
DAX	13986	0,1%	6,6%	7,4%	4,0%	1,9%
MDAX	31574	1,1%	6,6%	13,3%	11,2%	2,5%
TecDAX	3294	1,3%	6,2%	3,0%	6,5%	2,5%
EuroStoxx 50	3639	0,5%	4,4%	11,0%	-3,7%	2,4%
Stoxx 50	3207	1,1%	4,2%	8,2%	-6,4%	3,2%
SMI (Swiss Market Index)	10873	0,9%	4,6%	5,2%	2,4%	1,6%
FTSE 100	6791	-1,0%	3,7%	13,7%	-10,9%	5,1%
Nikkei 225	28698	4,4%	7,7%	21,6%	20,3%	4,6%
Brasilien BOVESPA	122818	0,4%	6,7%	24,7%	4,7%	3,2%
Russland RTS	1501	4,4%	6,2%	29,8%	-7,4%	8,2%
Indien BSE 30	49584	3,1%	7,6%	22,1%	18,5%	3,8%
China Shanghai Composite	3566	-0,3%	6,5%	6,1%	14,5%	2,7%
MSCI Welt (in €)	2740	1,3%	4,4%	7,9%	5,1%	2,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1364	4,3%	8,3%	16,5%	9,3%	6,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	177,36	11	-132	230	660	-28
Bobl-Future	135,32	20	-33	-11	160	14
Schatz-Future	112,32	5	-13	-3	41	4
3 Monats Euribor	-0,55	2	1	-4	-16	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,56	0	-2	-4	-18	0
3 Monats \$ Libor	0,24	2	2	0	-159	0
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	-1	0	-129	0
10-jährige US Treasuries	1,09	2	20	36	-76	18
10-jährige Bunds	-0,56	-1	8	0	-36	2
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	1	2	2	5	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,48	1	6	3	3	2
US Treas 10Y Performance	704,45	-0,1%	-1,8%	-3,1%	10,1%	-1,6%
Bund 10Y Performance	683,11	0,1%	-0,9%	-0,2%	3,7%	-0,2%
REX Performance Index	498,91	-0,1%	-0,4%	-0,1%	1,2%	-0,1%
IBOXX AA, €	0,04	0	9	-6	-27	2
IBOXX BBB, €	0,53	1	2	-29	-38	-2
ML US High Yield	4,97	2	-18	-80	-100	-1
Wandelanleihen Exane 25	8400	0,0%	2,7%	5,7%	9,1%	0,9%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	433,33	2,4%	10,1%	20,9%	1,7%	5,8%
MG Base Metal Index	363,95	-1,1%	1,1%	15,0%	21,3%	2,6%
Rohöl Brent	55,54	2,0%	10,9%	30,6%	-13,5%	7,0%
Gold	1848,46	-3,6%	0,2%	-2,3%	19,1%	-2,6%
Silber	25,49	-6,0%	6,2%	5,3%	41,5%	-3,4%
Aluminium	2015,50	-0,6%	0,4%	9,3%	13,5%	2,1%
Kupfer	7994,50	-2,1%	3,1%	19,6%	27,6%	3,2%
Eisenerz	169,51	0,1%	11,5%	38,5%	80,3%	8,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1856	28,2%	53,3%	7,2%	142,6%	35,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2142	-1,1%	0,1%	3,0%	9,1%	-1,1%
EUR/ GBP	0,8870	-2,0%	-3,2%	-1,9%	3,4%	-0,9%
EUR/ JPY	125,93	-0,9%	-0,3%	1,2%	3,0%	-0,4%
EUR/ CHF	1,0783	-0,5%	0,0%	0,5%	-0,3%	-0,2%
USD/ CNY	6,4736	-0,1%	-1,1%	-4,0%	-6,1%	-0,9%
USD/ JPY	103,87	0,0%	-0,2%	-1,5%	-5,5%	0,6%
USD/ GBP	0,7309	-1,0%	-3,4%	-5,1%	-5,1%	-0,1%

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.