

# Inflation nach der Coronakrise?

Dr. Michael Heise on Global Economics  
August 2020



Seit der großen Finanzkrise 2008/09 hat die Weltwirtschaft ein verhältnismäßig schwaches, aber auch inflationsarmes Wachstum verzeichnet. Aus der Sicht der Zentralbanken waren die Preisniveausteigerungen in den meisten Jahren eher zu niedrig als zu hoch, aber selbst mit extrem tiefen, teils negativen Zinsen und großdimensionierten Anleihekaufprogrammen gelang es nicht, die Preisniveausteigerungen auf das im Regelfall angestrebte Niveau um die 2 Prozent zu bringen. Mit dem Einsetzen der Corona-Krise sind die geldpolitischen Impulse allerdings noch einmal wesentlich verstärkt worden. Dies und eine nahezu weltweit sehr expansive Finanz- und Schuldenpolitik, machen es wahrscheinlich, dass sich die Preisniveausteigerungen in der Zukunft erhöhen werden.

Die aktuellen Zahlen zur Inflation bieten auf den ersten Blick keinen Anlass zur Sorge. Der Preisindex der Lebenshaltung lag in Deutschland im Juni 2020 nur um 0,9 % höher als vor einem Jahr, ohne Energie sind es rund 1,6 %. Im zweiten Halbjahr 2020 wird die Preisentwicklung vor allem durch die Mehrwertsteuersenkung bestimmt werden. Unter der Annahme, dass etwa die Hälfte bis zwei Drittel der Mehrwertsteuerentlastung an die Verbraucher weiter gegeben wird, dürfte das Preisniveau im zweiten Halbjahr 2020 nicht steigen, sondern sogar leicht sinken. Das erhöht die Kaufkraft der Verbraucher und wird bei dauerhaften Konsumgütern zu Vorzieheffekten führen.

Zu Beginn des Jahres 2021 dürfte sich das Inflationsumfeld aber deutlich anders darstellen. Mehrere preistreibende Faktoren dürften dann zusammen kommen. Die Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung werden die Unternehmen wohl vollständig in höheren Absatzpreisen weiterreichen. Angesichts zusätzlicher Kosten durch die Auflagen zum Infektionsschutz und durch ohnehin steigender Lohnstückkosten ist nicht davon auszugehen, dass sie einen nennenswerten Teil der Mehrwertsteuererhöhung durch geringere Nettopreise und Gewinnmargen abfedern. Zusätzliche Kostenbelastungen und Kaufkraftverluste dürften auch von einer Verteuerung des Öls und anderer Rohstoffe ausgehen, mit der zu rechnen ist, wenn der allseits erwartete konjunktureller Aufschwung einsetzt. Der Vorjahresabstand der Konsumentenpreise in Deutschland könnte dann im Jahresdurchschnitt durchaus über 2 % liegen.



Abbildung 1: Inflationserwartungen

Für die Finanzmarktentwicklung sind vor allem die mittelfristigen Inflationserwartungen relevant. Höhere Inflationserwartungen würden den Glauben an dauerhaft niedrige Zinsen und eine fortwährend expansive Geldpolitik untergraben. Erhebliche Verwerfungen an den Finanzmärkten wären die Folge. Derzeit geht die Entwicklung allerdings eher in die andere Richtung. In den Vereinigten Staaten liegen die Inflationserwartungen für die Zehnjahresfrist bei nur noch rund 1 Prozent, wobei die Erwartungen für die Zeit in fünf Jahren höher sind als für die kommenden fünf Jahre. Auch für die Eurozone sind die Erwartungen im Hinblick auf Geldentwertung für die nächsten Jahre sehr gedämpft. (Abb.1.)

Lässt sich also Entwarnung geben im Hinblick auf die längerfristigen Inflationsgefahren der expansiven Geldpolitik? So eindeutig ist das nicht. Die Reaktion der Geld- und Finanzpolitik auf die Covid-19-Krise deutet eher in die andere Richtung. Anders als in den Jahren nach der Überwindung der Finanzkrise steht die Geldpolitik nicht alleine da, sondern wird massiv von der Finanzpolitik unterstützt, um die wirtschaftliche Entwicklung anzukurbeln. Der Zuwachs an Staatsschulden spielt derzeit keine große Rolle in der öffentlichen Debatte. Bei Null- oder gar Negativzinsen erscheint es vielen sinnvoll, zusätzliche Schulden zu machen.

# Inflation nach der Coronakrise?

Dr. Michael Heise on Global Economics: August 2020

LeanVal  
RESEARCH

Eine wesentliche Ursache der niedrigen Zinsen sind wiederum die Zentralbanken, die mit ihren gewaltigen Programmen zum Ankauf von Staatsanleihen die Schulden monetisieren (Abb. 2). Diese Politik wird vielfach etwas verharmlosend als Integration von Geld- und Finanzpolitik bezeichnet. Sie hat sicher ihre Berechtigung inmitten einer tiefen Konjunkturkrise, um die Erwartungen zu stabilisieren und um konjunkturelle Impulse zu geben. Als langfristiges Konzept birgt sie jedoch Risiken auch für die Preisniveaustabilität.

Zum einen ist es angesichts des bereits erreichten hohen öffentlichen Schuldenstandes schwer zu erkennen, wie die Geldpolitik die Monetisierung von Staatsschulden wieder beenden kann. Gerade wenn sich die Inflation beschleunigen sollte – und dadurch ein marktbedingter Anstieg der Zinsen einsetzt –, wird es für die Zentralbanken schwer sein, sich dagegen zu stellen und die Zinsen noch stärker steigen zu lassen. Eine solche Kehrtwende der Geldpolitik würde die nicht nur Zweifel an der Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung wecken, sondern auch Zinserwartungen der Finanzmärkte völlig verändern und damit den hohen Bewertungen von risikobehafteten Anlagen eine wichtige Grundlage entziehen. Daher erscheinen Zinserhöhungen oder auch eine Reduzierung der Zentralbankbilanzen durch Wertpapierverkäufe in nächster Zeit sehr unwahrscheinlich. Vielmehr sieht es danach aus, dass wir es mit einem Paradigmenwechsel zu tun haben, bei dem Finanz- und Geldpolitik als Einheit betrachtet werden und neue Staatsschulden zur Stimulierung der Konjunktur in beträchtlichem Umfang von den Notenbanken am Markt gekauft werden.

Die aktuelle Politik erinnert damit sehr an die Empfehlungen der sogenannten Modern Monetary Theory, die vor einem Jahr viel diskutiert und von den meisten Ökonomen als obskure Randerscheinung abgetan wurden. Befürworter dieser Politikrichtung verweisen darauf, dass eine monetäre Staatsfinanzierung keineswegs in die Inflation führen muss, wie man an dem Beispiel Japans seit langem sehen könne. Es müssten lediglich genügend Produktionskapazitäten zur Deckung der Güternachfrage zur Verfügung stehen.

Das ist derzeit wohl der Fall, in der langen Frist jedoch fraglich. Im übrigen ist es keineswegs ausgemacht, dass die Inflation niedrig bleibt, wenn ein Großteil der Welt eine monetäre Staatsfinanzierung beginnt und das nicht allein in Japan passiert, wo durch den starken Rückgang der Bevölkerung und die ausgeprägte Binnenorientierung der Anleger ohnehin besondere Bedingungen herrschen.

Damit die Geldschöpfung, die durch Notenbankkäufe von Staatsschulden entsteht, inflationär wirkt, muss die zusätzliche Zentralbankgeldmenge ihren Weg in die Wirtschaft finden und dort zu einer deutlichen Ausweitung der Geldmengen und Kreditvolumina beitragen. In den vergangenen Jahren war das nicht zu beobachten. Die zusätzliche Zentralbankgeldmenge durch Anleihekaufprogramme blieb weitgehend im Bankensektor. Vereinfachend kann man es auch so formulieren, dass die Geldpolitik im Hinblick auf eine Aktivierung. Das muss nicht so bleiben. Zur Zeit ist nicht nur ein starker Anstieg der Geldmenge in den Händen der Nichtbanken

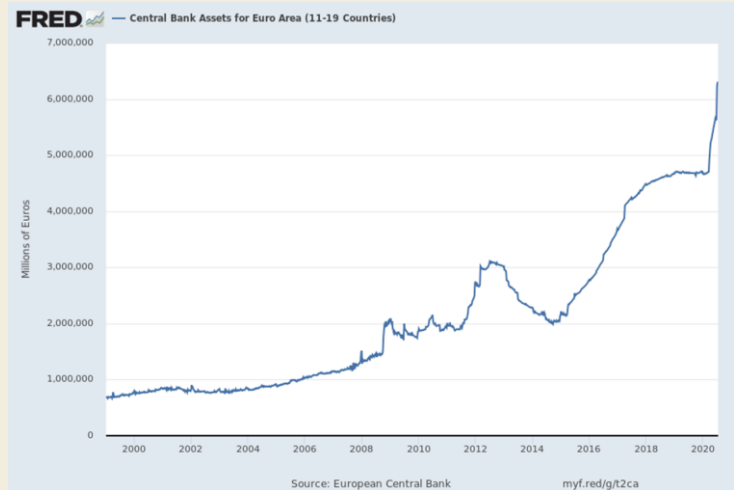


Abbildung 2: Geldmengenwachstum der europäischen Zentralbank

(Abb. 3) sondern auch eine deutliche Zunahme der Kreditvergabe an Unternehmen zu verzeichnen (Abb. 4 & 5). Noch ist es zu früh, um daraus auf eine bevorstehende Geldmengen-Kredit-Dynamik zu schließen, da vorübergehende Effekte der Corona Krise am Werke sind. Auf Seiten der privaten Haushalte spielt vor allem eine Rolle, dass viele Geschäfte während des Corona-lockdowns geschlossen waren und sich eine plötzliche Ersparnis auf den Konten ansammelte.

Die ansteigende Kreditnachfrage der Unternehmen ist ebenfalls zu einem guten Teil der Corona-Krise zuzuschreiben, die viele Firmen in Liquiditätsschwierigkeiten brachte und sie veranlasste, staatliche Kreditprogramme in Anspruch zu nehmen. Tendenziell könnte sich die stärkere monetäre Expansion mit der Überwindung der Krise wieder zurückbilden. Gleichwohl ist die Ausstattung des Bankensystems mit Liquidität so hoch, dass preisbedingt höhere Transaktionsvolumen in der Wirtschaft ohne weiteres finanziert werden könnten.

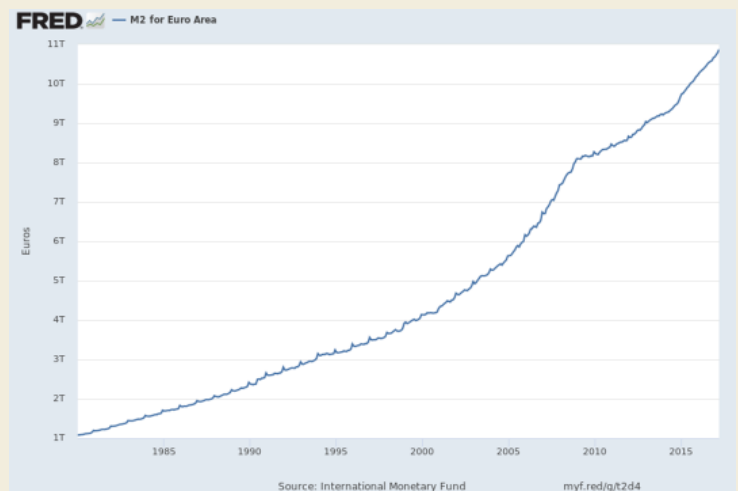


Abbildung 3: Geldmengenwachstum M2 in Europa

# Inflation nach der Coronakrise?

Dr. Michael Heise on Global Economics: August 2020

LeanVal  
RESEARCH

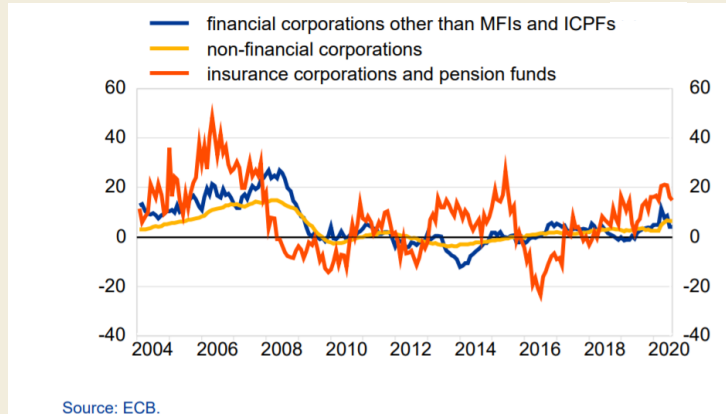


Abbildung 4: Kreditvergabe an Nichtbanken und Versicherungen

Alles in allem ist das Risiko einer höheren Inflation für die nächsten Jahre weitaus größer als das Risiko einer Deflation. Der wesentliche Treiber ist eine expansive Wirtschaftspolitik, die angesichts sehr hoher Schulden auf höhere Inflationsraten abzielen wird.

Die Notenbanken dürften nach Jahren sehr niedriger Inflation für eine begrenzte Zeit auch Preisniveausteigerungen tolerieren, die über dem 2 % Ziel liegen. Nicht ohne Grund haben sie in den vergangenen Jahren betont, dass ihre Ziele symmetrisch sind und sowohl kurzfristige Überschreitungen als auch Unterschreitungen der Inflationsziele erlauben.

Für Anleger spricht also einiges dafür, sich auf das Szenario einer etwas höheren Inflation und nicht etwa auf Deflation einzustellen. Aktien, Beteiligungen und Sachwerte dürften nach wie vor eine hohe Nachfrage auf sich ziehen. Wie bei allen Prognosen, gibt es natürlich Risiken und Alternativszenarien. Eine eher disinflationäre Entwicklung könnte eintreten, wenn die Finanzpolitik der großen Länder sich nach den hohen Defiziten des Jahres 2020 zu einer Kehrtwende in Richtung Sparsamkeit und Konsolidierung entschließt und die hohen Schuldenquoten wieder abbaut. Ob es zu einem solchen Schwenk der Politik kommen wird, erscheint aus heutiger Sicht aber äußerst fraglich.

Die Ansprüche an den Staat sind auch durch die Corona-Krise gestiegen und der Abbau der Arbeitslosigkeit wird eine Priorität sein. Partielle Sparmaßnahmen und einzelne Steuer- und Abgabenerhöhungen wird es wohl geben, aber sie werden nicht die grundsätzlich expansive Ausrichtung der Finanzpolitik ändern, die mit der Krise eingeläutet wurde. Das Zusammenwirken von Geld- und Finanzpolitik über die Monetisierung von Staatsschulden wird noch eine ganze Weile Bestand haben. Als Folge werden Geldmengen weiter steigen. Die Kaufkraft des Geldes wird dadurch tendenziell reduziert.

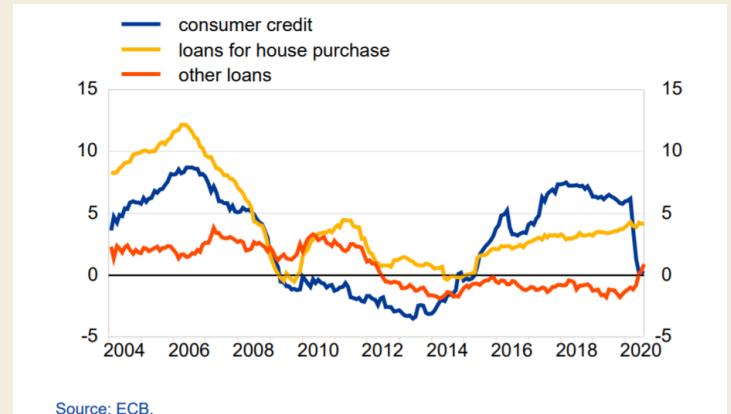


Abbildung 5: Kreditvergabe nach Verwendung

Das muss nicht so bleiben. Zur Zeit ist nicht nur ein starker Anstieg der Geldmenge in den Händen der Nichtbanken, sondern auch eine deutliche Zunahme der Kreditvergabe an Unternehmen zu verzeichnen (Abb. 3). Noch ist es zu früh, um daraus auf eine bevorstehende Geldmengen-Kredit-Dynamik zu schließen, da vorübergehende Effekte der Corona-Krise am Werke sind. Auf Seiten der privaten Haushalte spielt vor allem eine Rolle, dass viele Geschäfte während des Corona-Lockdowns geschlossen waren und sich eine plötzliche Ersparnis auf den Konten ansammelte.

Hinweise zu Finanzanalysen gem. § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

## Allgemeines

Die Finanzanalysen und Empfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) von der LeanVal Research GmbH werden nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Analysen sind nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Sie sind nicht zur Verteilung an private Investoren oder Privatkunden bestimmt.

Die Analysen dürfen, sofern sie in Großbritannien vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und dürfen an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden. Weder die Analysen noch Kopien hiervon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch dürfen sie an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

## Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden.

## Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell.

## Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen.

Erläuterung der Empfehlungssystematik Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH umfasst die Handlungsempfehlungen „Kaufen“, „Verkaufen“, „Attraktiv“, „Neutral“ und „Unattraktiv“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen.

Ratingstufen	Interpretation
Buy	Investition in unser Portfolio
Sell	Desinvestition aus unserem Portfolio

Fundamentale einschätzung zu Unternehmen, die nicht Bestandteil unseres Portfolios sind:	
Buy	Potenzial > +15%
Hold	Weder Buy noch Sell
Sell	Pozenzial < - 15%

Interessenkonflikte In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn 1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen, 2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreiben (Market Making/ Designated Sponsoring), 3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, 4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind, 5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben, 6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder 7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind. Compliance Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

LeanVal Research GmbH  
Die Geschäftsführung  
Köln, 2020