

Inflation und Zinsen nach Corona (Teil 1)

Es ist mit höheren Preissteigerungen und Zinsen zu rechnen



Dr. Michael Heise on Global Economics
April 2021

Dem tiefen wirtschaftlichen Einbruch des Jahres 2020 dürfte eine deutliche Konjunkturerholung folgen. Denn mit dem Vorschreiten der Impfungen können die staatlichen Einschränkungen gelockert werden. Die steigende Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen wird auch die Preissteigerungsraten erhöhen. Für die Entwicklung der Zinsen ist es von zentraler Bedeutung, wie die Geldpolitik darauf reagiert.

Höhere Inflation wird ein Thema bleiben

In den kommenden Monaten ist mit deutlich höheren Inflationsraten zu rechnen. In den USA dürften die Verbraucherpreise schon aufgrund des Preisrückgangs im Vorjahr im zweiten Quartal um rund 3 % steigen, in der EWU könnte das am Jahresende der Fall sein. Im Durchschnitt der Jahre 2021 und 2022 dürften die Inflationsziele der Notenbanken von rund 2 % erreicht oder leicht überschritten werden. Ursächlich für den stärkeren Preisauftrieb sind auf der Angebotsseite steigende Öl- und Energiepreise, zunehmende Transportkosten und Engpässe in den Lieferketten sowie auf der Nachfrageseite eine hohe aufgestaute Nachfrage durch Einschränkungen beim Dienstleistungskonsum und die zeitweise Schließung des Einzelhandels. An den Finanzmärkten haben diese Entwicklungen bereits zu steigenden Inflationserwartungen und Kapitalmarktrenditen geführt.

Die Notenbanken haben die Inflationsthematik bislang deutlich relativiert. Sie betonen die nach wie vor vorhandenen wirtschaftlichen Unsicherheiten durch die Pandemie, weisen auf inflationsdämpfende Effekte der Arbeitslosigkeit hin und sehen vor allem starke Einmaleffekte (wie Ölpreise oder Angebotsengpässe) am Werke, die die Inflation nur vorübergehend erhöhen werden.



Nach den Projektionen der EZB wird die Inflationsrate in 2021 kurz die 2 % Marke touchieren, dann aber im Durchschnitt der Jahre 2021 bis 2023 eher bei 1,3 %, also unter gängigen Prognosen und den Markterwartungen liegen. Und selbst wenn sich die Inflation auf über zwei Prozent erhöhen würde, sei das zu tolerieren, weil die Inflationsziele symmetrisch seien und eine längere Unterschreitung der Inflationsziele durch eine Phase der Überschreitung kompensiert werden sollte. Vor diesem Hintergrund sind weder bei der US-Notenbank geschweige denn bei der EZB Anzeichen eines Kurswechsels aufgrund der etwas höheren Geldentwertung zu erkennen.

Entsprechend erwarten auch die Anleger an den Finanzmärkten eine weiterhin sehr expansive Politik. Allerdings wird bereits im ersten Halbjahr 2023 mit der ersten Zinsanhebung der US Notenbank gerechnet, während die Mitglieder des Offenmarktausschusses der Notenbank Zinsanhebungen mehrheitlich erst in 2024 als angemessen ansehen. In der EWU liegen die Zinserwartungen noch deutlich niedriger. Es werden zwar höhere Kurzfristzinsen als zu Jahresbeginn erwartet, sie liegen dennoch für weitere 5 Jahre im negativen Bereich.

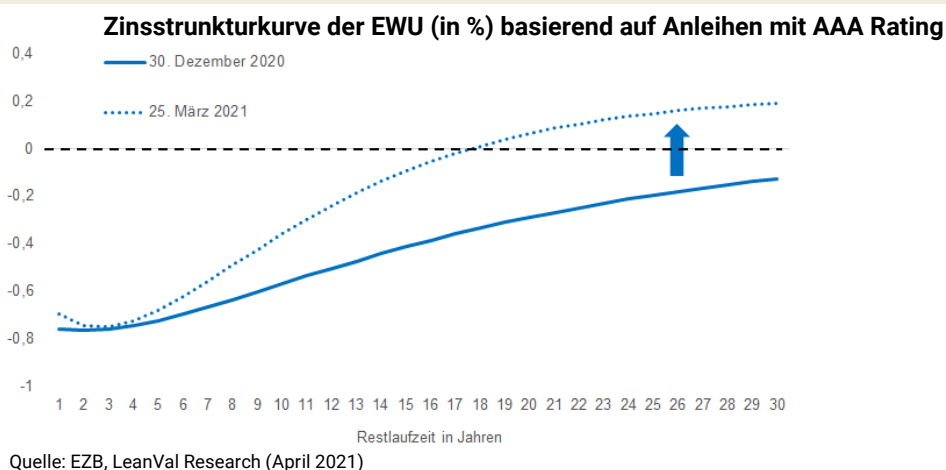
Langfristige Kapitalmarkttrenditen dürften tendenziell steigen

Die Zinserwartungen können sich allerdings sehr rasch ändern, sie sind immer nur Momentaufnahmen. Seit Jahresbeginn sind nicht nur die erwarteten Kurzfristzinsen, sondern auch die längerfristigen Kapitalmarkttrenditen gestiegen (Abbildung 1). Sollte es im Laufe des Jahres 2021 und 2022, was sehr wahrscheinlich ist, zu einer kräftigen Konjunkturerholung mit deutlichen Preiseffekten kommen, wird eine Debatte über die Ausrichtung der Geldpolitik und mögliche „Ausstiegsszenarien“ aus großdimensionierten Anleihekaufprogramme und anderen unkonventionellen Maßnahmen kaum vermeidbar sein. Anleger sollten sich also darauf einstellen, dass Steigerungstendenzen bei längerfristiger Anleiherenditen vorerst anhalten werden.

Viele fragen sich, ob die Notenbanken intervenieren werden, um gegen den Renditeanstieg vorzugehen. Derzeit ist das nicht abzusehen. Die US Notenbank sieht den Renditeanstieg am langen Ende des Marktes zurecht als eine normale Begleiterscheinung eines kräftigen wirtschaftlichen Wachstums und höherer Inflationserwartungen an. In der derzeitigen Lage der US Wirtschaft wären auch höhere Renditen als die derzeitigen 1,6 % für zehnjährige Staatsanleihen ganz und gar nichts Ungewöhnliches. Expansive Maßnahmen der Fed wären daher aktuell schwer zu begründen. Allenfalls könnte eine Art „Operation twist“ erfolgen, bei der sich die Kaufaktivitäten der Notenbank stärker auf die langfristigen Wertpapiere konzentrieren, während am kurzen Ende des Kapitalmarktes Papiere abgegeben werden. Für die Liquiditätsversorgung wäre das insgesamt neutral.

Anders als die Fed hat die EZB anfänglich auf den Anstieg der Kapitalmarkttrenditen in der EWU mit einer Beschleunigung der Anleihekäufe im Rahmen der laufenden Programme reagiert. Angesichts der vergleichsweise schwachen und vielfach noch im lockdown befindlichen europäischen Wirtschaft waren Renditesteigerungen unerwünscht. In dem weithin erwarteten Konjunkturaufschwung wird sich allerdings die Frage stellen, ob das derzeitige Renditeniveau, das im Falle zehnjähriger deutscher Staatsanleihen bei rund -0,2 % liegt, der Lage angemessen ist. Auch die EZB dürfte einen gewissen Renditeanstieg am langen Ende des Marktes tolerieren, soweit er „gute“ Gründe hat, also auf höhere Inflationserwartungen und eine kräftige Konjunkturerholung zurückgeht. Ein Anstieg der zehnjährigen Bundesanleiherendite auf etwa 0,5% im Laufe der nächsten Quartale wäre mit derzeitigen Konjunktur- und Inflationsprognosen für Deutschland durchaus plausibel.

Der bisherige Renditeanstieg in der EWU hat keine nachhaltigen Bewertungskorrekturen an den Aktienmärkten oder anderen Risikokapitalmärkten bewirkt (Abbildung 2). Auch eine weitere Normalisierung der Kapitalmarkttrenditen dürfte keine nachhaltigen Verwerfungen mit sich bringen solange der Renditeanstieg nicht die Inflationsentwicklung weit übertrifft. Allerdings wird der Ausstieg aus der „Nullzinswelt“ Unsicherheit und Volatilität mit sich bringen. Auch sektorale Effekte sind wahrscheinlich. Wachstumswerte, deren Bewertungen häufig auf weit in der Zukunft liegenden Gewinnsteigerungen beruhen, haben Abschlüsse hinnehmen müssen, da die erwarteten Gewinne mit einem höheren Satz abgezinst werden müssen. Finanzwerte, die von steigenden Zinsen profitieren, könnten zulegen. Eine solche Rotation könnte sich in dem beschriebenen Szenario noch etwas fortsetzen.



Konjunkturelle Überhitzung ist nicht ausgeschlossen

Welche alternativen Szenarien gibt es? Weitere Lockerungen der Politik der Zentralbanken in den USA und der EWU sind derzeit kaum wahrscheinlich. Sie wären allenfalls bei einem Rückfall in eine Rezession angezeigt, die aufgrund der fortschreitenden Impfkampagnen in den Jahren 2021 und 2022 allerdings nicht eintreten dürfte. Eine Rezession würde wohl eine neue unbeherrschbare Welle der Pandemie voraussetzen. Dann würden die Zentralbanken auf sich verschlechternde Finanzierungsbedingungen und nachlassenden Inflationsdruck reagieren.

Eine höhere Wahrscheinlichkeit als das Rezessionsszenario ist dem Szenario einer konjunkturellen Überhitzung beizumessen, das mit stärkeren Inflationstendenzen einhergeht. Treiber einer solchen Entwicklung könnten eine übermäßig expansive Finanz- und Geldpolitik und unerwartet starke Nachholeffekte beim privaten Konsum sein. In Bezug auf die Finanzpolitik in den USA haben selbst regierungsfreundliche Ökonomen Bedenken geäußert, dass die Impulse der Konjunktur- und Infrastrukturprogramme der Biden-Regierung die Produktionskapazitäten kurzfristig überfordern und zu Preisniveausteigerungen Anlass geben könnten. Ein Teil des Nachfrageanstiegs in den USA wird darüber hinaus auf die EWU (und andere Länder) ausstrahlen und deren Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber den USA vergrößern. Das würde die hiesigen Fiskalprogramme und den EU Aufbauplan („Next Generation EU Covid-19-Aufbauplan“) in ihrer Wirkung verstärken. In einem Boom mit nachfrageinduzierten Inflationstendenzen würden die längerfristigen Anleiherenditen deutlich steigen. Renditen von 4 % in den USA und 2 % in der EWU wären in einem Konjunkturboom nicht unplausibel.

Die Zentralbanken kämen in diesem Szenario in ein Dilemma. Gegen den Renditeanstieg, der die Staatsfinanzierung verteuert und Verwerfungen an den Finanzmärkten hervorrufen kann, wären eher expansive Maßnahmen (z.B. Anleihekäufe) angezeigt, während die Inflationsbeschleunigung eher kontraktive Maßnahmen (z.B. Liquiditätsverknappung) erforderlich machen würde. Voraussichtlich würde sich nach einem inflationären Boom eine Stabilisierungsrezession (also ein Boom-Bust-Zyklus) ergeben, die die Inflation über die Zeit wieder verlangsamt.

Mit höherer Volatilität rechnen

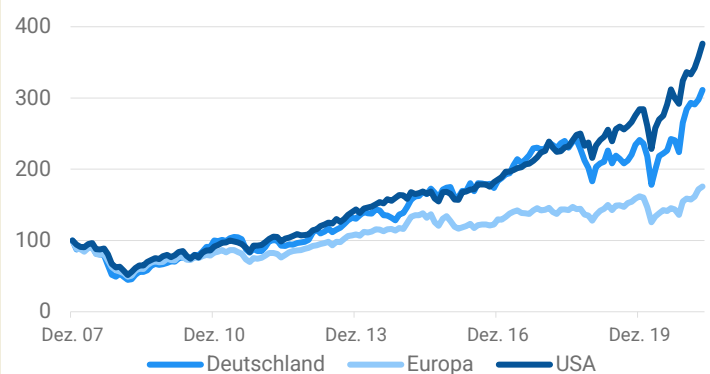
Auch im Basisszenario mit einem moderaten Inflations- und Zinsanstieg werden sich Kursschwankungen an den Kapitalmärkten ergeben. Es ist zwar nicht damit zu rechnen, dass die Notenbanken auf steigende Preise mit einer deutlichen Straffung ihrer Politik reagieren. Allein die absehbare Diskussion über mögliche Korrekturen der ultra-expansiven Geldpolitik dürfte indessen zu Kursbewegungen an den Märkten führen. Das könnte weitere Steigerungstendenzen bei langfristigen Anleiherenditen und vorübergehende Korrekturen bei den Risikoaktiva auslösen. Werte von 2 ½ Prozent für 10-jährige Staatsanleihen in den USA und 0,5 für entsprechende Bundesanleihen sind bei starker Konjunktur und höheren Inflationserwartungen nicht unrealistisch. Eine grundlegende Neubewertung von Aktien und anderen Risikoanlagen ist bei solchen Werten aber wohl nicht zu erwarten. Denn die Realzinsen werden vor allem in der Eurozone negativ bleiben.

Rendite 10jähriger Staatsanleihen (in %)



Quelle: Tradingeconomics, LeanVal Research (April 2021)

Performanceentwicklung Aktienmärkte (in %)



Quelle: Tradingeconomics, LeanVal Research (April 2021)

Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH 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 hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet 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 der Daten eines Datenanbieters sowie 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. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

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. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter www.leanval.investments. Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

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 Informationsbarrieren, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. 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. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 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 mit-wirkenden 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 betreuen (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.

LeanVal Research GmbH
Die Geschäftsführung
Köln, 2021