

Inflation und Zinsen nach Corona (Teil 2)

Inflation und Zinsen werden langfristig tendenziell steigen



Dr. Michael Heise on Global Economics
Mai 2021

Steigende Inflationsraten haben in den vergangenen Wochen auch die Renditen an den amerikanischen und europäischen Kapitalmärkten erhöht. Die Notenbanken sehen dies als einen temporären und vorübergehenden Effekt an. Das wirft die Frage auf, welche Faktoren die Inflation auf längere Sicht bestimmen werden. Sehr wahrscheinlich ist es, dass der Trend zur monetären Staatsfinanzierung anhalten und höhere Inflationsraten zur Minderung der staatlichen Schuldenlast herbeiführen wird. Darüber hinaus steht eine Umkehr in der demografischen Entwicklung bevor, die den Produktionsfaktor Arbeit knapper und damit teurer machen dürfte. Weniger Menschen werden erwerbstätig sein und mehr ältere Menschen werden aus Transfereinkommen und dem Vermögen heraus konsumieren. Das heißt tendenziell höhere Preise und weniger Ersparnis, also höhere Zinsen.



Nach Jahrzehnten einer moderaten Inflation und rückläufiger Zinsen in den entwickelten Volkswirtschaften fällt es schwer, sich eine Umkehr dieser Entwicklung vorzustellen. Man muss die Frage stellen, was für die Stabilisierungserfolge seit den achtziger Jahren maßgeblich war und ob die Gründe fortwirken werden. Wie so häufig hat der Erfolg viele Väter: es spielen geldpolitische Entwicklungen und globale wirtschaftliche Trends eine Rolle. Die Fokussierung der Geldpolitik auf die Sicherung der Preisstabilität wurde wesentlich vom amerikanischen Notenbankchef Paul Volcker angestoßen, der zu Anfang der achtziger Jahre begann, die hohe und zeitweise zweistellige Inflation in den USA mit deutlichen Zinserhöhungen zu bekämpfen und einer stärker regelgebundenen und stabilitätsorientierten Geldpolitik den Weg zu ebnen. Waren es anfangs noch Strategien mit Bezug zur Geldmenge setzen sich über die Zeit Inflationsziele durch, die die Geldentwertung reduzieren sollten.

Zudem drosselte der Trend der Globalisierung das Inflationstempo weltweit. Von besonderer Bedeutung war der in der Geschichte beispiellose Anstieg des weltweiten Arbeitsangebots durch die Öffnung Chinas Ende der siebziger Jahre und der Fall

des Eisernen Vorhangs Ende der achtziger Jahre in Europa. Beides verschärfte den weltweiten Wettbewerb, bot internationalen Unternehmen neue Produktions- und Investitionsstandorte und verminderte die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften in der industrialisierten Welt. Die Inflation blieb trotz der vielerorts rückläufigen Arbeitslosigkeit sehr begrenzt.

Aber wie sieht der Blick in die Zukunft aus? Betrachtet man zunächst die geld- und finanzpolitischen Entwicklungen, sieht es eher nach einem Paradigmenwechsel in Richtung höherer Inflationsraten aus. Die Staatsverschuldung ist in Relation zum Bruttoinlandsprodukt der entwickelten Länder auf ein höheres Niveau als nach dem Zweiten Weltkrieg gestiegen und die Zentralbanken wirken bei der Staatsfinanzierung kräftig mit, indem sie öffentliche Anleihen in großem Stil kaufen und in ihre Bilanzen nehmen. Die Monetisierung der Staatsschulden hat zur Folge, dass die Geldmenge steigt und die Finanzierungsbedingungen für die Regierungen günstig bleiben. Eine Änderung dieser Politik ist angesichts der absehbaren Herausforderungen für die Finanzpolitik und der Schwierigkeiten eines geldpolitischen Ausstiegs aus der praktizierten Politik in näherer Zukunft nicht absehbar.

Renaissance der Inflation?

Geld und Fiskalpolitik

- Hohe Inflationstoleranz
- Trend zu monetärer Staatsfinanzierung
- Weniger Manövrierraum und geringere Unabhängigkeit der Zentralbanken

Weltwirtschaftliche Trends

- Verknappung der Arbeit demographische Wende
- Veränderung der Einkommensverteilung zugunsten der Arbeit
- Rückgang des globalen Sparkapitals durch Alterung

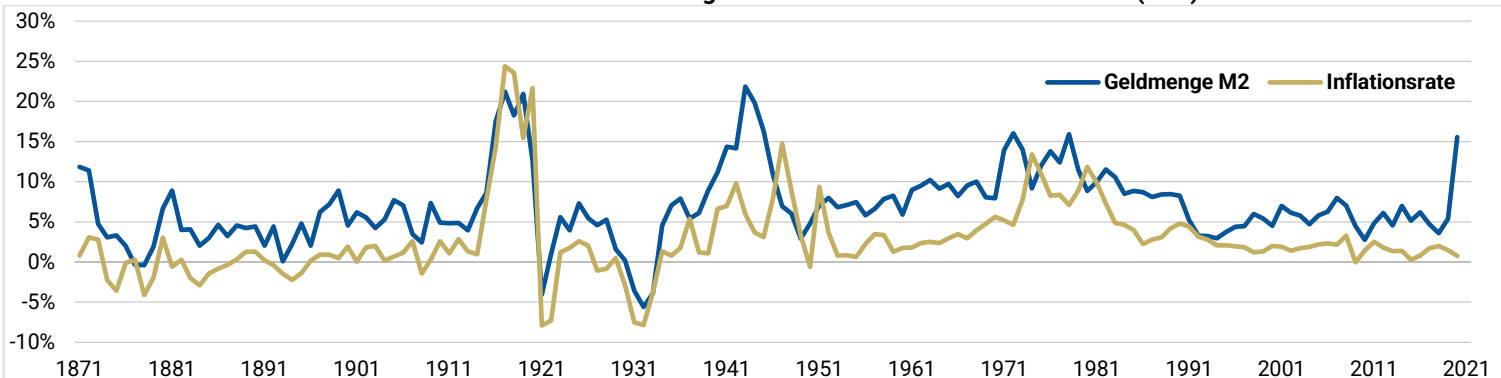
Inflationäre Folgen werden derzeit nicht gefürchtet, im Gegenteil, eine Erhöhung der Inflationsraten ist auch zur Minderung der staatlichen Schuldenlast erwünscht.

Es ist zwar zu erwarten, dass die öffentlichen Defizite nach Überwindung der Corona Pandemie wieder etwas reduziert werden, aber mit einer durchgreifenden Sparpolitik zur Konsolidierung der Staatshaushalte ist auch mittelfristig kaum zu rechnen. Die Regierungen werden sich vielmehr mit einem hohen zusätzlichen Ausgabenbedarf aufgrund der demografischen Entwicklung konfrontiert sehen und steigende Aufwendungen für Rentenzahlungen und Gesundheitskosten bewältigen müssen. Auch angekündigte Infrastrukturausgaben werden die Staatsbudgets vielerorts zusätzlich belasten. Zur Finanzierung wird die Schuldenaufnahme hoch bleiben; sie ist politisch einfacher umzusetzen als Steuer- oder Abgabenerhöhungen, für die in Anbetracht der bereits erreichten hohen Belastungen der Arbeitseinkommen zu meist kein großer Spielraum besteht.

Hinzu kommt, dass mit der staatlichen Schuldenzunahme auch die Geldmenge kräftig steigt. Anders als nach der Banken- und Finanzmarktkrise des Jahres 2008, die die Geld- und Kreditschöpfung des Bankensystems über viele Jahre aushebelte, steigen die Geldmengenaggregate derzeit deutlich an. So ist in globaler Betrachtung die Wachstumsrate der Geldmenge M2 in den Händen von privaten Haushalten und Unternehmen (Nicht-Banken) so hoch wie zuletzt in den siebziger Jahren. In der Wirtschaftsgeschichte der letzten 150 Jahre (Schaubild), sind solche Wachstumsraten der Geldmengen stets auch von höherer Inflation begleitet worden.

Richtet man den Blick von den geld- und finanzpolitischen Faktoren auf die globalen Trends, die den Anstieg der Preise in den vergangenen Jahrzehnten gebremst haben, dürften ebenfalls deutliche Verschiebungen anstehen. In den wichtigsten Wirtschaftsregionen der Welt – in Nordamerika, Europa, China und Japan – wird die Zahl an Erwerbstätigen absolut und relativ zur Gesamtbevölkerung zurückgehen, während die Zahl an älteren Menschen, die von Renten, Pensionen oder Vermögen leben, deutlich steigt. Dies ist nicht weniger als eine Umkehrung der Trends, die wir in den vergangenen Jahrzehnten erlebt haben (Schaubild). Sie waren durch einen starken Anstieg des Arbeitsangebots in den entwickelten Ländern selbst, aber auch in den sich öffnenden Schwellenländern geprägt, die international tätigen Unternehmen neue Absatzmärkte und neue Standorte mit großen Kostenvorteilen boten; in denen aber zugleich wettbewerbsstarke Konkurrenten heranwuchsen, die steigende Weltmarktanteile für sich gewannen. In diesem Umfeld stieg der internationale Lohn- und Preiswettbewerb immer weiter an, zugleich erhöhte sich die weltweite Ersparnis mit steigender Erwerbstätigenzahl. Inflationsraten und die Zinsen waren tendenziell rückläufig.

Globales Wachstum* der Geldmenge M2 und der Inflationsrate seit 1871 (in %)



Quelle: Òscar Jordà, Moritz Schularick & Alan M. Taylor, 2017: „Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts“ in NBER Macroeconomics Annual 2016, vol. 31, Eigene Berechnungen (Mai 2021)

In den kommenden Jahrzehnten wird die Entwicklung grundlegend anders sein. Weniger Menschen werden arbeiten und wesentlich mehr (ältere) Menschen werden konsumieren, aber nicht am Produktionsprozess teilnehmen. Relativ hohe Nachfrage wird auf ein knapperes Angebot treffen, was die Preise tendenziell steigen lässt. Zu erwarten ist auch, dass die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer in Lohnverhandlungen steigt, weil der Produktionsfaktor Arbeit knapper wird. Die Löhne werden langfristig wieder schneller steigen.

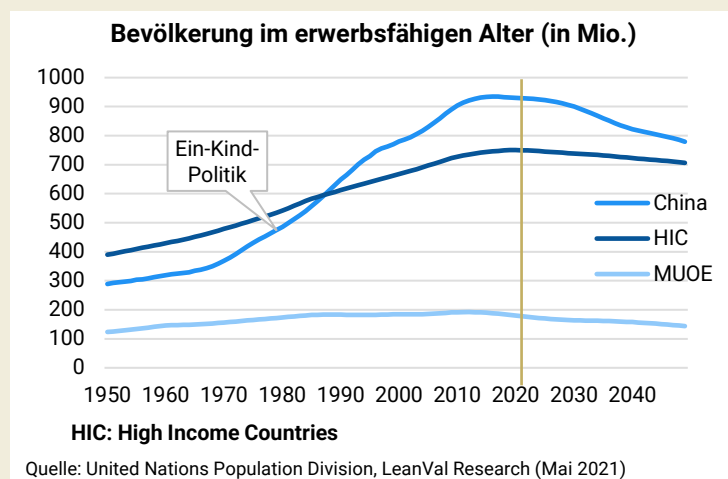
Rückwirkungen gibt es auch auf die weltweiten Kapitalmärkte und das Renditeniveau. Mit sinkenden Erwerbstätigenzahlen und der zunehmenden Alterung der Bevölkerung wird die Ersparnis zurückgehen. Die sogenannte Sparschwemme wird, zumindest auf globaler Ebene, der Vergangenheit angehören. Die Zinsen werden daher tendenziell wieder steigen. Wie stark das der Fall sein wird, hängt wesentlich von der Entwicklung der Investitionen, also der Kapitalnachfrage ab. Geht die Kapitalnachfrage (etwa für Ausrüstungsinvestitionen oder Bauinvestitionen) ebenso stark zurück wie die Ersparnis, wird sich die Rendite nicht wesentlich ändern. Das ist allerdings nicht zu erwarten, da die Unternehmen aufgrund des knapperen und teureren Arbeitsangebots die Kapitalintensität der Produktion steigern werden. Für eine tendenzielle Erhöhung der Zinsen spricht auch, dass sich die Einkommensverteilung zugunsten der Lohnempfänger und zulasten der Kapitaleinkommensbezieher verändern dürfte. Auch dadurch würde der Konsum gestärkt, die Ersparnis geschwächt. Mit Blick auf die nächsten zwei oder drei Jahrzehnte dürften also wieder höhere Nominalzinsen und positive Realzinsen zu erwarten sein.

Natürlich gibt es bei einem Blick in die ferne Zukunft viel Prognoseunsicherheit und offene Fragen. Manches kann anders kommen. So wäre es denkbar, dass sehr bevölkerungsstarke Länder wie Indien oder Indonesien oder der afrikanische Kontinent eine Entwicklung nach chinesischem Muster wiederholen und zu führenden Produktionsländern mit entsprechendem Preis- und

Lohnkostenwettbewerb für die entwickelte Welt werden. Wahrscheinlich ist das indessen nicht, denn die politischen und wirtschaftlichen Voraussetzungen dafür sind seit langem nicht vorhanden und schwer zu schaffen. Denkbar wäre es auch, dass die Digitalisierung und Automatisierung menschliche Arbeit zunehmend ersetzt und die Knappheiten am Arbeitsmarkt beseitigt. Das würde aber voraussetzen, dass die Digitalisierung nun doch zu dem starken Produktivitätsfortschritt führt, den wir in den vergangenen beiden Jahrzehnten nicht verzeichnen konnten. Trotz der Digitalisierung gab es in den vergangenen beiden Jahrzehnten einen starken Beschäftigungsaufbau und eher schwache oder gar rückläufige Produktivitätsgewinne. In Zukunft mag sich das ändern, aber noch fehlt es für eine Kehrtwende der Produktivitätsentwicklung an überzeugenden Indizien. Was bleiben wird, ist eine preisdämpfende Wirkung der Digitalisierung über höhere Markttransparenz und stärkeren Wettbewerb. Sie wird aber kaum ausreichen, um die bevorstehende Trendumkehr der Demografie in den wichtigsten Wirtschaftsregionen zu kompensieren.

Fazit

Bei allen Unsicherheiten im Hinblick auf langfristige Prognosen sollten Anleger doch die Möglichkeit einer Trendwende bei Inflation und Zinsen bei Ihren Entscheidungen berücksichtigen. Solange der Weg aus der Situation vergangener Jahre mit teilweise negativen Zinsen und sehr niedriger Inflation moderat verläuft und Zinsen und Inflationsraten mehr oder weniger im Gleichschritt ansteigen, werden die Aktienmärkte und andere Beteiligungsformen durch den Zinsanstieg keine nachhaltigen Verluste erleiden. In diesem wahrscheinlichen Szenario einer eher graduellen langfristigen Normalisierung der Zinssituation werden Anleihen noch für einige Zeit wenig attraktive Anlagen darstellen.



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