

# Zeitwende Inflation

## Inflation wird zum Bremsklotz der Konjunktur

Dr. Michael Heise on Global Economics  
März 2022

Ein nahezu globaler Anstieg der Konsumentenpreise wird das Jahr 2022 für die Verbraucher in vielen Ländern sehr unerfreulich werden lassen. Bei uns in Deutschland und in der EWU liegen die Verbraucherpreise schon jetzt über 7 % höher als im Vorjahr und drohen weiter zu steigen, wenn die Energierohstoffe auf den derzeit hohen Niveaus bleiben oder gar noch weiter ansteigen, wie es im Falle eines Energieimportstopps aus Russland zu erwarten wäre.

Die Mehrausgaben für importierte Energie und andere Rohstoffe, wie auch Agrarprodukte, sind ein gewaltiger Bremsklotz für den privaten Verbrauch. Die Zusatzbelastungen fließen ab und fehlen für den Konsum anderer Güter. Betroffen sind insbesondere die weniger vermögenden Haushalte mit einem hohen Anteil der Heiz- und Stromkosten sowie der Lebensmittel an den monatlichen Ausgaben. Auf der Angebotsseite der Volkswirtschaft sind ebenfalls kontraktive Wirkungen zu erwarten. Denn die höheren Produktionskosten durch den teuren Energie- und Rohstoffeinsatz werden die Gewinne der Unternehmen und damit ihre Investitionsfähigkeit vermindern. In besonders energieintensiven Bereichen können Verluste drohen.

### Konjunktur auf des Messers Schneide

Das Risiko einer Rezession in den entwickelten Volkswirtschaften ist groß. Ob eine Rezession vermieden werden kann, hängt zuvorderst von der Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise ab. Ein positives Szenario für die Konjunktur wäre ein baldiger Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise - mindestens auf das Niveau vor



dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine. Eine solche „Normalisierung“ würde die Inflationsraten für die Verbraucher wieder deutlich sinken lassen. Damit wären auch die konjunkturellen Rückschläge in den westlichen Industrieländern begrenzt.

Die Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise ist zurzeit aber extrem ungewiss und wohl untrennbar mit den politischen Szenarien im Ukraine-Russland Konflikt verbunden. Ein rascher Rückgang ist ebenso denkbar, wie ein weiterer Anstieg aufgrund fehlender Verhandlungserfolge und fortgesetzter Kämpfe. Im Falle eines Lieferstopps von russischer Energie in die westeuropäischen Länder sind weitere Preissprünge wahrscheinlich. Die EZB beispielsweise erfasst dieses Risiko eher noch zurückhaltend in einem ungünstigen (severe) Szenario mit deutlich schwächerem Wachstum, aber zugleich deutlich höherer Inflation. Der Konsumentenpreisanstieg liegt in diesem Szenario 2022 nicht bei 5,1 %, wie im Basisszenario, sondern bei 7,1%, und zwar jahresdurchschnittlich. Über einen Zeitraum von zwei oder drei Jahren normalisieren sich die Energie- und Rohstoffpreise dann wieder, was auch den Inflationsdruck auf der Konsumentenebene mindert.



Ein Rückgang des aktuellen Preisauftriebs wäre auch im Falle einer Überwindung der globalen Angebotsengpässe bei Vorlieferungen zu erwarten. Diese Hoffnung kam in den vergangenen Wintermonaten auf, als sich die Lieferengpässe und die langen Lieferzeiten weltweit wieder etwas zurückbildeten. Allerdings sind inzwischen neue Belastungen aufgekommen. Die Einschränkungen des Handels mit der Ukraine und Russland haben bereits Produktionsunterbrechungen nach sich gezogen. Diese Länder haben zwar für die globalen Industriegüterhandel keine sonderlich große Bedeutung, aber Störungen des Energiehandels oder der Rohstoffexporte können die Funktionsfähigkeit globaler Lieferketten eben auch stark beeinträchtigen. Anhaltender Krieg in der Ukraine bedeutet insofern auch anhaltenden Inflationsdruck in der westlichen Welt. Hinzu kommt, dass auch Vorlieferungen aus China weiterhin wegen weitflächiger „Lockdowns“ im Rahmen der Pandemiebekämpfung unterbrochen sind. Der Umgang Chinas mit der Pandemie, der weiterhin schwer abzuschätzen ist, bleibt ein weiteres kritisches Problem für das Funktionieren internationaler Lieferketten.

## Die Inflation dürfte sich verfestigen

Das Risiko ist groß, sich die bisherigen Inflationsimpulse über einen längeren Zeitraum verfestigen. So ist angesichts der vielerorts angespannten Arbeitsmärkte mit deutlichen Sekundäreffekten über höhere Löhne zu rechnen. In den USA ist das bereits eingetreten und in Europa ist es zu erwarten. Das entspräche jedenfalls der historischen Erfahrung, dass eine steigende Verbraucherpreisinflation auch in Europa mit einer etwa einjährigen Verzögerung auch die Lohnsteigerungen beschleunigt. Eine Inflationsverfestigung ist auch aufgrund der bereits erhöhten Inflationserwartungen wahrscheinlich. Aus den Preisen an den Finanzmärkten lassen sich sowohl für die USA als auch für die EWU kurz- und längerfristige Inflationserwartungen ableiten, die weit über den Zielwerten der Zentralbanken liegen. Finanzkontrakte in der EWU zeigen im einjährigen Bereich eine Inflationserwartung von etwa 6 % und über die nächsten fünf bis zehn Jahre Werte von um die 3 %.

Anlass für höhere Inflationserwartungen dürfte den Marktteilnehmern auch der seit zwei Jahre sehr starke Anstieg der Geldmenge bieten, der das Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts weit übertrifft. Es ist mehr Geld im Umlauf als zur Finanzierung der gesamten Transaktionen von privaten Haushalten und Unternehmen eigentlich benötigt würde. Wird diese überschüssige Kasse abgebaut, und das ist wahrscheinlich, kurbelt das die

Nachfrage und die Preissteigerungstendenzen in der Volkswirtschaft an.

## Die sogenannte finanzielle Repression wird nicht bald vorüber sein

Könnte denn die staatliche Finanzpolitik den Druck von den Preisen nehmen? Das ist allenfalls für eine kurze Zeit wahrscheinlich, in der staatliche Energiesteuern und Abgaben gesenkt werden. Mittelfristig wird die Finanzpolitik keinen Beitrag zur Deflationierung leisten. Erstens dürften die Preise für energieintensive Produkte über höhere Steuern, wie die CO<sub>2</sub>-Steuer langfristig erhöht werden. Zum anderen dürfte die Finanzpolitik die Entwicklung der Nachfrage und die Auslastung der Kapazitäten durch defizitfinanzierte Ausgabenpolitik weiter unterstützen, anstatt die Inflation beispielsweise über Steuererhöhungen zu dämpfen. Gerade in Zeiten rascher Geldentwertung sind Steuererhöhungen politisch völlig unattraktiv.

Aus finanzpolitischer Sicht ist eine gewisse Inflation durchaus vorteilhaft und tolerierbar, denn sie hilft, die hohen Schuldenlasten real zu entwerten und die Steuereinnahmen allein durch Inflation steigen zu lassen. Die Kombination aus niedrigen Zinsen und etwas Inflation ist ein viel bequemerer Weg zum Schuldenreduzierung als Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen. Derzeit beträgt die Differenz zwischen den Renditen für zehnjährige Staatsanleihen und der jahresdurchschnittlichen Inflationsrate in Deutschland rund 4,5%. Selbst wenn der Realzins in der Zukunft leicht steigen dürfte, bleibt ein erheblicher realer Verlust für die Anleger in sicheren Staatspapieren. Die sogenannte finanzielle Repression wird so bald nicht vorüber sein.

## Die Geldpolitik muss handeln

Für die Geldpolitik der EZB wird die Situation durch den drastischen Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise immer schwieriger. Der Ukraine Krieg schürt die Inflation und droht das Wirtschaftswachstum auf den Nullpunkt abzubremsen. Dennoch sollte die EZB den Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik vorantreiben, um eine gefährliche Verfestigung der Inflation über längere Zeiträume zu verhindern. Denn langfristig ist die Preisniveaustabilität eine entscheidende Voraussetzung für angemessenes und stabiles Wachstum.

Bei dem schwierigen Balanceakt der Geldpolitik könnte es hilfreich sein, die geplante Sequenz der „Normalisierung“ zu überdenken. Bislang hat die EZB angekündigt, erst die

Anleihekaufprogramme zu beenden, bevor Zinsschritte ins Auge gefasst werden. Es könnte in der gegenwärtigen Lage jedoch sinnvoll sein, erst die negativen Einlagezinsen und den Leitzins anzuheben, um das Wachstum der umlaufenden Geldmenge zu dämpfen und den Außenwert des Euro zu stützen und erst danach, wenn es die Situation zulässt, die Anleihekäufe zu beenden und die Bilanz zurückzufahren. So würden die langfristigen Kapitalmarktrenditen eher unter Kontrolle gehalten werden, was für die Konjunktur und Investitionstätigkeit in der Wirtschaft besonders wichtig ist.

## Fazit

Vieles spricht dafür, dass wir eine Zeitenwende der Inflation erleben. Die aktuell sehr hohen Preisniveausteigerungen werden zwar in den nächsten Quartalen wieder zurückgehen, wenn sich die drastischen Energie- und Rohstoffpreissteigerungen zurückbilden und die Corona bedingten Beschaffungs- und Lieferengpässe geringer werden. Mittelfristig wird die Inflation jedoch deutlich höher bleiben, als das in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten beobachtbar war. Höhere Lohnabschlüsse, eine überaus dynamische Geldmengenentwicklung und eine im Ganzen expansive Finanzpolitik werden den Preisauftrieb in Gang halten.

Die Geldpolitik wird eine sich immer weiter beschleunigende Inflation zu verhindern wissen, aber die Straffung der Politik wird die konjunkturelle Entwicklung abbremsen. Für die Finanzmärkte lässt das eine weiterhin hohe Volatilität erwarten. Einigermaßen inflationsgeschützte Anlagen, wie Aktien, Beteiligungen oder Immobilien werden weiterhin nachgefragt sein, aber auch deutliche Kursschwankungen aufweisen.

## 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](http://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 Informationschranken, 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, 2022