April 2022

Was die hohe Inflation für Anleger bedeutet

von Dr. Michael Heise | Chefökonom HQ Trust

HQ Trust

Was die hohe Inflation für Anleger bedeutet

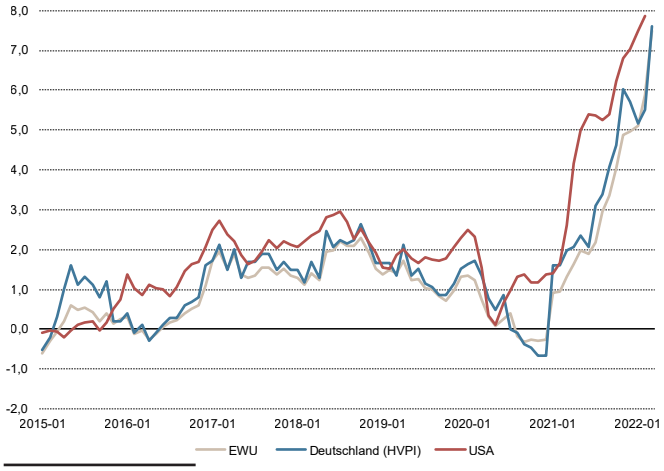
Auch wenn die hohen Preisniveausteigerungen in den nächsten Quartalen zurückgehen werden, spricht vieles dafür, dass wir eine Zeitenwende der Inflation erleben. Die Zentralbanken werden gefordert sein, ihre Politik zu straffen. Das wird eine weitere Inflationsbeschleunigung verhindern, aber auch die Konjunktur abbremsen. Anlegern stehen unruhige Zeiten bevor. Dr. Michael Heise erklärt die Hintergründe der aktuellen Entwicklung – und sagt, was Investoren nun beachten sollten.

Für die Kaufkraft der Verbraucher wird das Jahr 2022 sehr unerfreulich werden. Die Konsumentenpreise liegen schon jetzt weit über dem Vorjahresstand und der jüngste Preissprung bei Energierohstoffen und Agrarprodukten wird sich erst in den kommenden Monaten auswirken. In der Eurozone beträgt der aktuelle Preisanstieg mehr als 7 %. (Abb. 1). Sollte der Energieimport aus Russland auch in der Eurozone gestoppt werden, sind noch deutlich höhere Werte denkbar.

Die Verteuerung von Energie und Rohstoffen bremst die Konjunktur

Der drastische Geldwertverlust ist aber nicht allein für die Verbraucher ärgerlich, sondern er kann auch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung stark beeinträchtigen. Denn die Mehrausgaben für importierte Energie und andere Rohstoffe fehlen für den Konsum anderer Güter und schwächen damit den

Abb. 1 | Verbraucherpreise (Veränderung gegenüber Vorjahresmonat in %)*



Inflationsraten in % (Jahres-) Durchschnitt	1999 - 2008	2009 - 2019	2020	2021
USA	2,8	1,6	1,2	4,7
EWU	2,2	1,3	0,3	2,3
DEU	1,7	13	0,3	3,2

*Quelle: EZB, Bundesbank, Federal Reserve Economic Data (FRED). | Stand: 31.03.2022.

© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022

privaten Verbrauch. Betroffen sind insbesondere die weniger vermögenden Haushalte mit einem hohen Anteil der Energiekosten an den monatlichen Gesamtausgaben. Im Unternehmenssektor 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.

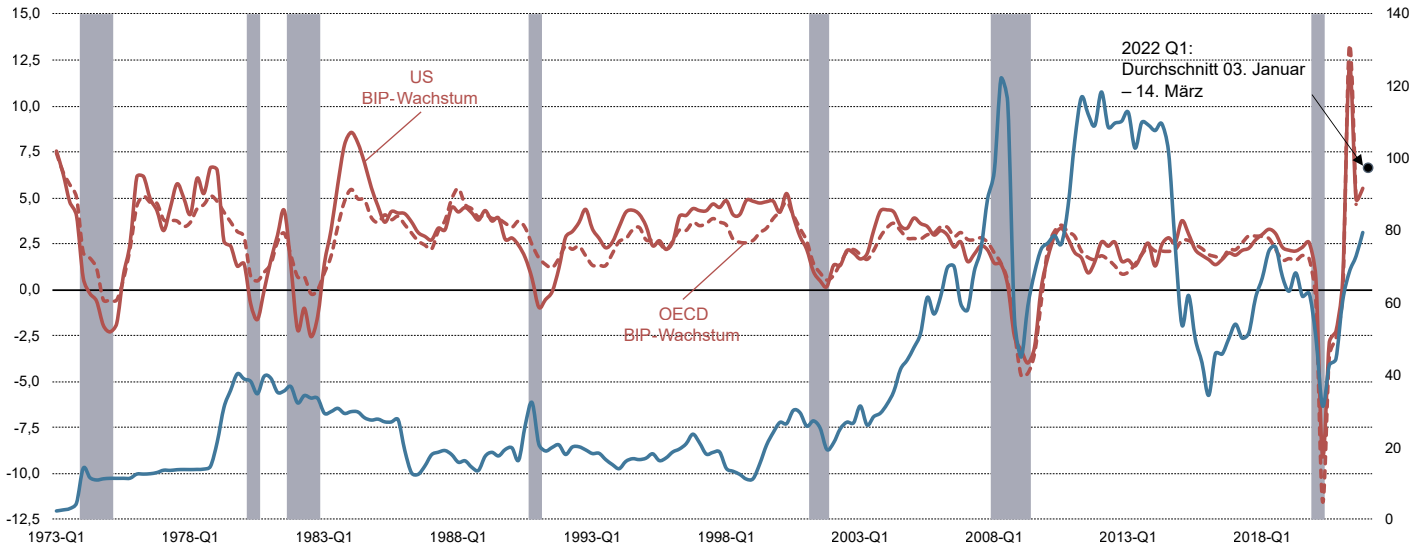
Die bedeutenden Zentralbanken, die den Inflationsanstieg in den vergangenen Quartalen vollkommen unterschätzt haben, sind nun unter Druck geraten, die Zinsen trotz schwacher Wachstumsentwicklung zu erhöhen. Es kommt einer Gratwanderung gleich, die Inflation zu bändigen, ohne das ohnehin schwache Wachstum vollständig abzuwürgen. In den USA ist eine deutliche Kehrtwende der Geldpolitik angekündigt worden. Andere Notenbanken, wie die EZB oder die Bank von Japan, verfolgen dagegen weiterhin eine eher expansive Politik, was wohl auch den sehr großen Unsicherheiten rund um den Ukraine-Krieg geschuldet ist.

Das Rezessionsrisiko ist erheblich

Ob eine Rezession vermieden werden kann, hängt sehr stark von der Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise ab (Abb. 2). Mit Ausnahme der Covid-Krise im Jahr 2020 waren allen größeren Rezessionen in den vergangenen Jahrzehnten deutliche Energie- und Rohstoffpreissteigerungen vorausgegangen. So haben auch die ansteigenden Energie- und Rohstoffpreise der vergangenen Monate bereits deutliche Prognosekorrekturen erzeugt. Zu hoffen bleibt, dass bald einer Deeskalation des Konflikts einsetzt und die Energie- und Rohstoffpreise zumindest wieder auf Werte wie vor der Krise sinken. Das würde auch die Inflationsraten auf der Konsumentenebene deutlich sinken lassen und die konjunkturellen Bremswirkungen der Krise mindern. Es drohten ein oder zwei Quartale ohne Wachstum, aber keine ausgeprägte Rezession. Die Nachfrage würde durch den Nachholkonsum nach der Pandemie gestützt, und die vollen Auftragsbücher in vielen Branchen würden für eine gute Beschäftigungssituation sorgen.

Die Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise ist aber äußerst unsicher und von den Szenarien im Ukraine-Russland-Konflikt abhängig. 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 „schwerwiegenden“ (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.

Abb. 2 | Preis für Rohöl (Brent – rechte Achse) und Wirtschaftswachstum (USD je Barrel bzw. prozentuale Veränderung des realen BIP gegenüber Vorjahresquartal)*



*Quelle: Weltbank, Federal Reserve Economic Data (FRED), OECD, eigene Berechnungen. | Stand: 31.01.2022.

© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022

Der Krieg bringt neue Störungen der internationalen Lieferketten

Für einen Rückgang des aktuell sehr starken Preisauftriebs wäre auch eine Überwindung der globalen Angebotsengpässe bei Vorlieferungen von großer Bedeutung. Der Internationale Währungsfonds schätzt, dass die Störungen der Lieferketten bereits im Herbst letzten Jahres in zahlreichen Ländern, wie unter anderem in Deutschland, über die Hälfte des Anstiegs der Erzeugerpreise erklären. Diese sind in den vergangenen Monaten so stark angestiegen wie seit Jahrzehnten nicht mehr. In Deutschland beispielsweise liegen die Erzeugerpreise derzeit um rund 25 % höher als vor einem Jahr, in der Eurozone sind es rund 30 % (Abb. 3 und 4).

Die Ursachen der Lieferengpässe und der Preissteigerungen liegen sowohl auf der Angebots- wie auch auf der Nachfrageseite. Es gab in den Zeiten intensiver Anti-Covid-Maßnahmen einen unerwartet starken Anstieg der Warennachfrage, der den während der Lockdown-Phasen stark eingeschränkten Dienstleistungskonsum ersetzte. Das Angebot der Produzenten konnte mit dem rasanten Nachfrageanstieg nicht mithalten, auch weil Kontaktbeschränkungen und Quarantäneregelungen vielerorts zu temporären Produktionsstilllegungen führten. Angesichts der globalen und auf Just-in-time-Lieferungen ausgelegten Wertschöpfungsketten haben sich die Probleme von Land zu Land verbreitet.

In den vergangenen Monaten war zu beobachten, dass 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 erste Produktionsunterbrechungen nach sich gezogen. Diese Länder haben zwar für den globalen Industriegüterhandel keine herausragende 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 Geldpolitik muss die Verfestigung der Inflationsimpulse verhindern

Selbst wenn es in den kommenden Monaten zu einer Normalisierung der Energiepreise und einer Verbesserung der internationalen Lieferketten kommen sollte, kann das für die Geldpolitik noch keine Entwarnung bedeuten. Denn es besteht das Risiko, dass sich die bisherigen Inflationsimpulse verfestigen und lange Zeit nachwirken. So ist angesichts der angespannten Arbeitsmärkte mit deutlichen Sekundäreffekten über höhere Löhne zu rechnen. In den USA ist das bereits in vielen Indikatoren deutlich sichtbar, in Europa wird der Prozess der Lohnbeschleunigung in diesem Jahr einsetzen und sich 2023 verstärken. Das entspräche jedenfalls der historischen Erfahrung, dass eine steigende Verbraucherpreisinflation mit einer etwa einjährigen Verzögerung auch die Lohnsteigerungen

Abb. 3* | EWU und Deutschland: Erzeugerpreise in der Industrie (Veränderung geg. Vorjahresmonat in %)

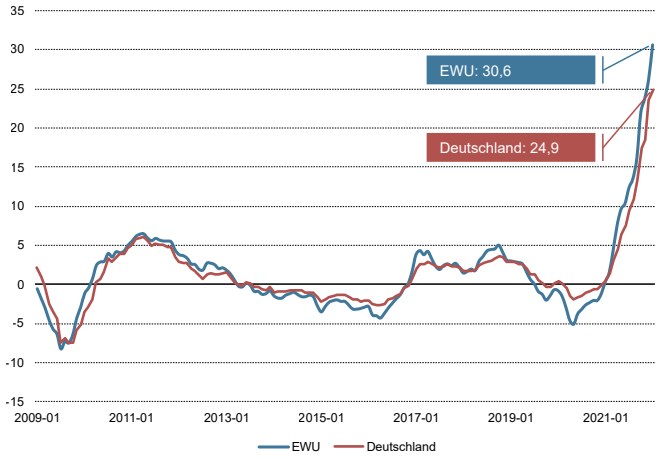
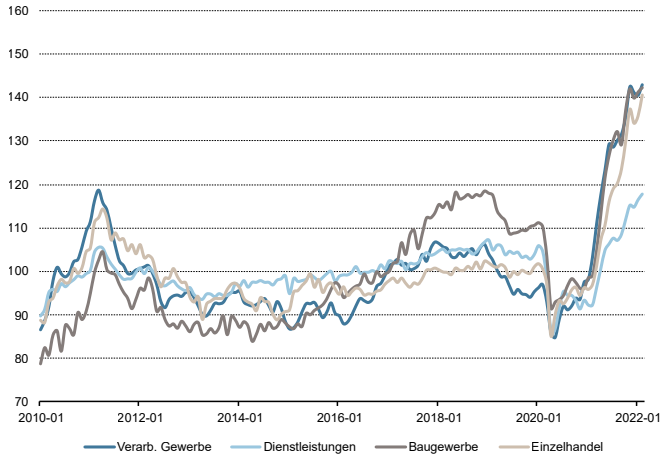


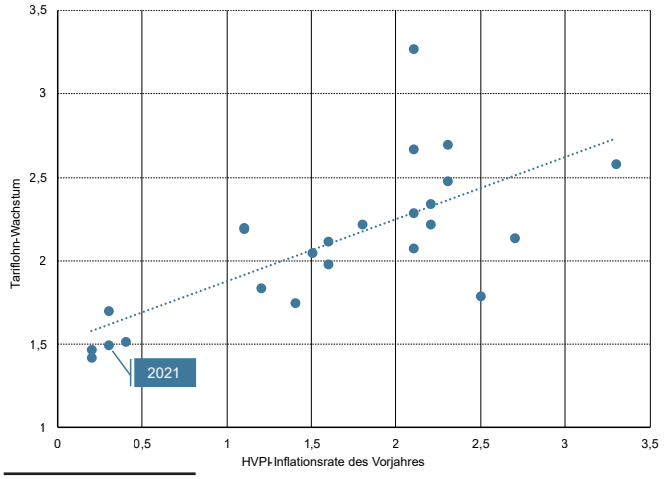
Abb. 4* | EWU-Preiserwartungen für die nächsten 3 Monate**



*Quelle: EU-Kommission, Eurostat, EZB, eigene Berechnungen. | ** Salden, Werte standardisiert. | Stand: 31.03.2022.

© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022

Abb. 5 | EWU: Tariflohn-Wachstum und Verbraucherpreisinflation des Vorjahres in %*



* Jahresdaten 1998-2021. | Quelle: Eurostat, EZB, HQ Trust.

beschleunigt (Abb. 5). Gerade in der derzeitigen Situation mit vielerorts großer Knappheit an Arbeitskräften ist mit deutlich höheren Lohnabschlüssen zu rechnen.

Steigende Löhne haben zweischneidige Wirkungen in der Volkswirtschaft. Auf der einen Seite stabilisieren höhere Gehälter die Konsumnachfrage, da sie die Kaufkraftverluste durch hohe Inflation ganz oder teilweise kompensieren. Auf der anderen Seite steigen mit den Löhnen auch die Kosten für die Unternehmen, die bereits durch das Steigen der Energie- und Rohstoffkosten belastet sind. Die Unternehmen werden versuchen, die zusätzlichen Kosten auf die Absatzpreise zu schlagen. Soweit dies gelingt, wird die Kaufkraft der Verbraucher wieder gemindert und es kann sich eine Lohn-Preis-Spirale entwickeln. Lassen sich die Absatzpreise nicht erhöhen, ist mit einem starken Rückgang der Gewinnmargen zu rechnen. Das wiederum mindert die Investitionsfähigkeit und -bereitschaft der Unternehmen.

Auch eine rohstoffgetriebene Inflation kann sich verfestigen

Zweitrundeneffekte über steigende Löhne waren auch in den Stagflationszeiten der 1970er-Jahre beobachtbar. Diese Epoche zeigte, dass auch eine rohstoffgetriebene Inflation sich über verschiedene Kanäle verfestigen kann. In den USA war die Inflation bereits in den späten 1960ern auch als Folge des Vietnam-Kriegs und einer eher laxen Politik angestiegen. Vorübergehende Preis- und Lohnstopps Anfang der Siebzigerjahre konnten den Anstieg nicht nachhaltig bremsen. Dann kamen 1973 das Ölembargo der OPEC und die Vervielfachung der Ölpreise. Das schwächte zwar das Wachstum der Nachfrage und der Produktion, aber die Inflation beschleunigte sich dennoch. Dabei spielte eine Kombination von Faktoren eine Rolle, nicht zuletzt eine verbreitete Indexierung der Löhne an die Inflation, die mächtige Gewerkschaften durchsetzen konnten, eine Geldpolitik, die eher auf eine Belebung der Wirtschaft als auf eine Straffung setzte, und schließlich auch die deutliche Abwertung des US-Dollars, die in der Zeit nach der Aufhebung der Goldbindung im Jahr 1971 folgte. Auch wenn die Bedingungen heute andere sind, ist eine Verfestigung der Inflation nicht ausgeschlossen.

Wie lässt sich das Risiko einer Inflationsverfestigung erkennen?

Ein wichtiges Indiz sind die Inflationserwartungen der Finanzmärkte und der Wirtschaftsteilnehmer, denen die Zentralbanken auch eine besondere Bedeutung beimessen. Aktuell sind hier Warnzeichen zu sehen. So liegen die Inflationserwartungen der Finanzmarktteilnehmer in den USA und in der Eurozone deutlich über den 2 %-Zielen der Notenbanken (Abb. 6). In der Eurozone zeigen Finanzkontrakte im einjährigen Bereich eine Inflationserwartung von über 5 % und über die nächsten fünf bis zehn Jahre einen Wert von etwa 2,5 %.

Höhere Inflationserwartungen gehen nicht allein in die Lohnpolitik ein, sondern sie beeinflussen auch die Preissetzungen der Anbieter sowie die Bewertungen von Unternehmen oder Immobilienvermögen. Die Geldpolitik kann die Inflationserwartungen nicht direkt, aber mit ihren geldpolitischen Instrumenten und den Ankündigungen über die zukünftige Zinspolitik doch indirekt beeinflussen. Die aktuell recht hohen Werte würden durchaus geldpolitischen Handlungsbedarf signalisieren.

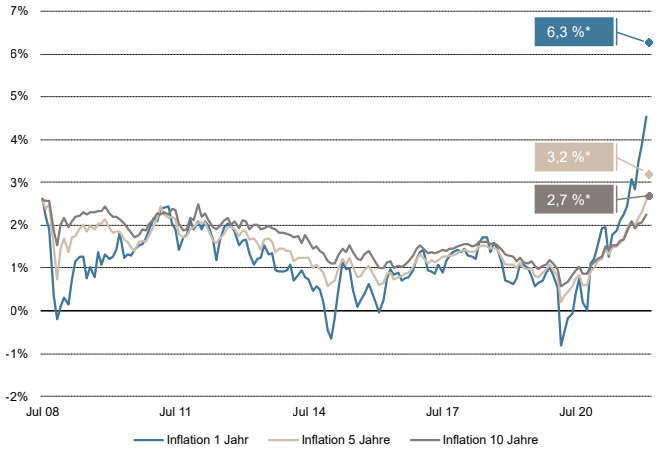
Das Geldmengenwachstum und die Staatsdefizite tragen zur Inflation bei

Anlass für höhere Inflationserwartungen gibt nicht zuletzt der über die letzten zwei Jahre sehr starke Anstieg der Geldmenge. Das rasche Geldmengenwachstum seit dem Beginn der Covid-Krise resultiert zum einen aus der hohen Ersparnisbildung der privaten Haushalte während der Zeit sehr eingeschränkter Konsummöglichkeiten. Es resultiert zum anderen aber auch aus dem deutlichen Anstieg der Staatsverschuldung, der vor allem durch Staatsanleihenkäufe der Zentralbanken, also monetär, finanziert wurde. Im Ergebnis stiegen die Geldmengenaggregate wesentlich schneller als das nominale Bruttoinlandsprodukt. Das bedeutet, dass mehr Geld im Umlauf ist, als zur Finanzierung der gesamten Transaktionen

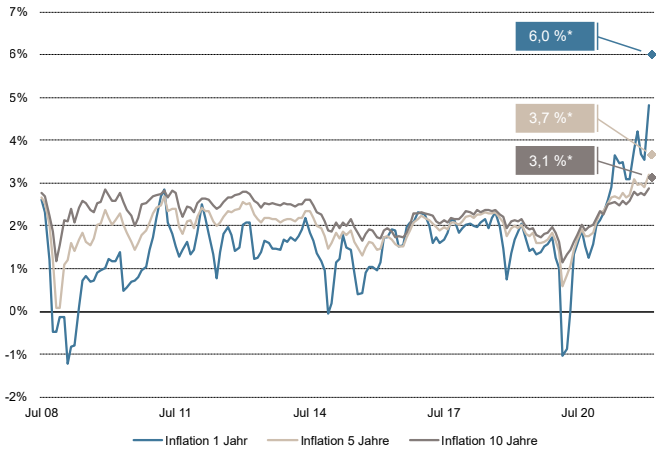
© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022

Abb. 6 | Inflationserwartungen*

Eurozone



USA



*Quelle: Refinitiv, monatliche Werte. | Zeitraum: Juli 2008 – Februar 2022. | Aktuelle Daten per 25.03.2022.

von privaten Haushalten und Unternehmen eigentlich benötigt würde (Abb. 7).

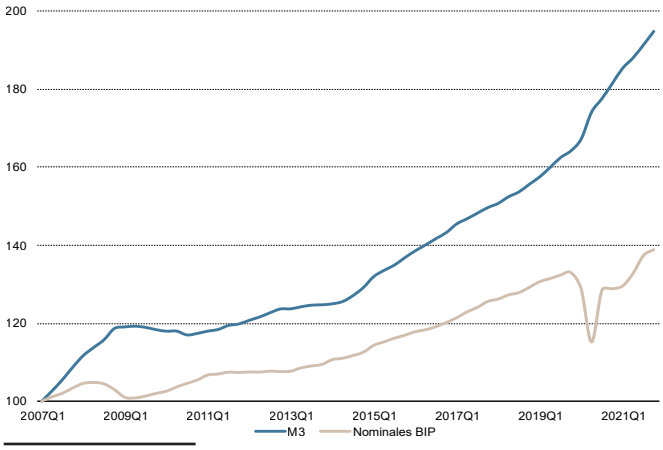
Wird diese überschüssige Kasse abgebaut, und das ist wahrscheinlich, kurbelt das die Nachfrage und die Preissteigerungstendenzen in der Volkswirtschaft an. Dass die Wirtschaftssubjekte nun dauerhaft mehr Kasse halten wollen und die Geldmengenausdehnung dadurch gewissermaßen neutralisiert wird, ist denkbar, aber nicht besonders plausibel. In der langfristigen Betrachtung der letzten 50 oder 100 Jahre jedenfalls, waren mit einer derart raschen Ausweitung des Geldumlaufs stets inflatorische Tendenzen verbunden (Abb. 8).

Die Zentralbanken achten verstärkt auf die Entwicklung der Immobilienpreise

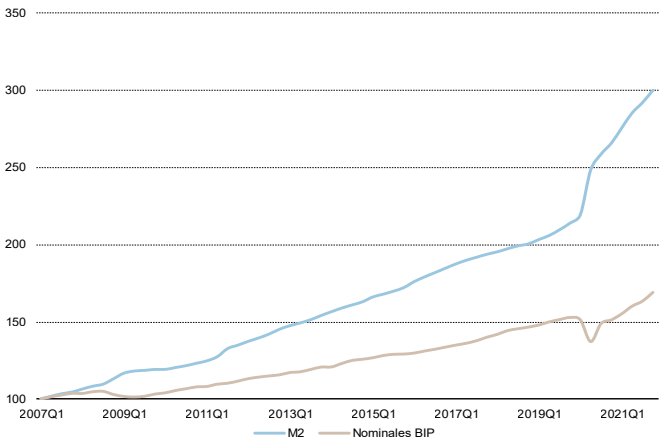
Allerdings kann der direkte Zusammenhang zwischen dem Geldumlauf und den Konsumentenpreisen dadurch gelockert oder verzögert werden, dass die Wirtschaftssubjekte überschüssige Liquidität in die Vermögensmärkte lenken und dort die Preise beziehungsweise die Bewertungen steigen. So haben in vergangenen Jahren praktisch alle Vermögensmärkte – Aktien, Anleihen und Immobilien – von der sehr lockeren Geldpolitik der Notenbanken profitiert und immer höhere Bewertungen erreicht. Solche Vermögenspreissteigerungen werden von den Notenbanken explizit als Transmissionskanal ihrer Politik angesehen. Steigende Vermögenswerte sollten die Haushalte zu höherer Nachfrage anregen und ihre Sparneigung tendenziell senken; so werden auch die Gütermarktpreise beeinflusst. Über die Stärke dieses Effekts kann diskutiert werden. Grundsätzlich ist es aber richtig, dass sich Änderungen der Finanzmarktpreise auf die Inflationsraten in einer Volkswirtschaft auswirken werden. Der Wirkungskanal geht in beide Richtungen. Steigende Bewertungen an den Finanzmärkten stärken die Nachfrage und einen Aufwärtstrend der Güterpreise, Abwärtstendenzen wirken in die andere

Abb. 7 | Geldmengenexpansion**

Eurozone



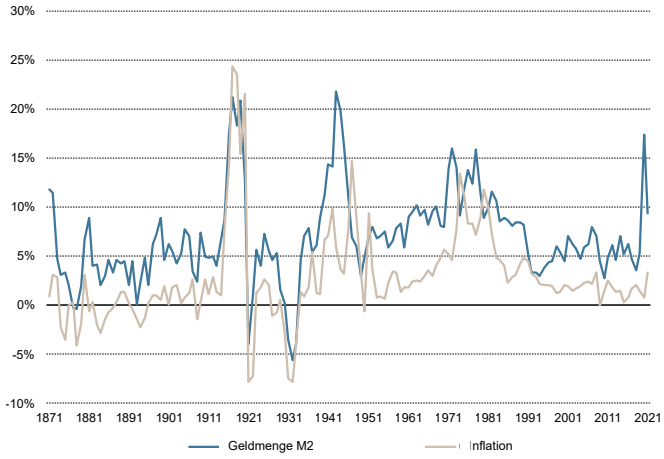
USA



** Hinweis: USA: Geldmengenaggregat M2 und nominales Bruttoinlandsprodukt, saisonbereinigt, 2007 Q1 = 100. | Euroraum: Geldmengenaggregat M3 und nominales Bruttoinlandsprodukt, saisonbereinigt, 2007 Q1 = 100. | Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED), EZB, Eurostat, eigene Berechnungen.

© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022

Abb. 8 | Globales jährliches Wachstum der Geldmenge lässt zunehmende Inflation erwarten*



*Quelle: Òscar Jordà, Moritz Schularick & Alan M. Taylor, 2017: "Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts" in NBER Macroeconomics Annual 2016, vol.31, Refinitiv, eigene Berechnungen. | Zeitraum: 1871 – 2021.

Richtung. In abgeschwächter Form können sich die Schwankungen an den Finanzmärkten also auch auf die Güterpreise übertragen. Aus geldpolitischer Sicht erscheint es sinnvoll, auch diesen Aspekt bei der Stabilisierungspolitik zu berücksichtigen.

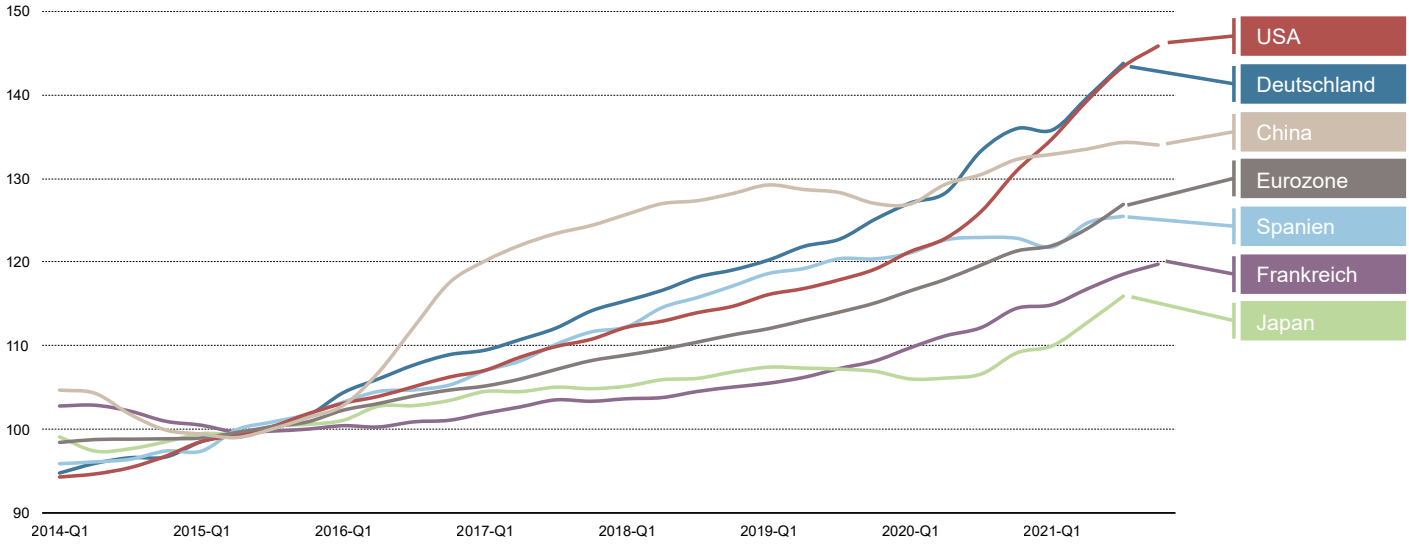
Besondere Aufmerksamkeit schenken die Zentralbanken derzeit den Immobilienpreisen und den Immobilienvermögen, die in sehr vielen Ländern einen bedeutenden Teil der Gesamtvermögen ausmachen. Insbesondere an den Wohnimmobilienmärkten sind die Preise in den vergangenen Jahren in einem Umfeld reichlicher Liquidität und sehr niedriger Zinsen rasant gestiegen (Abb. 9). Der Anstiegswinkel ist in den letzten zwölf Monaten nicht nur in den USA, sondern auch bei uns in Deutschland und in anderen europäischen Ländern noch mal steiler geworden. Auch nach Einschätzung der Zentralbanken bauen sich hier erhebliche Risiken auf, die Anlass zu Korrekturen der Geldpolitik geben könnten.

Die Finanzpolitik hat eine hohe Inflationstoleranz

Für die mittel- bis langfristige Geldwertstabilität spielt nicht zuletzt die Ausrichtung der staatlichen Finanzpolitik eine Rolle. Der Staat beeinflusst die Preise auf mehreren Wegen. Zum einen zielen viele Länder darauf ab, die Preise für energieintensive Produkte über höhere Steuern, wie die CO_2-Steuer, langfristig zu erhöhen. Eine Verteuerung von Energieträgern erhöht die Produktionskosten und die Absatzpreise und kann so für die Geldpolitik relevant werden. Zum anderen hat die staatliche Finanzpolitik einen erheblichen Einfluss auf die Entwicklung der Nachfrage und die Auslastung der Kapazitäten. In einer inflationären Situation sollte der Staat durch eine Rückführung der Finanzierungsdefizite oder durch Überschüsse zur Geldwertstabilisierung beitragen.

Nach der „Modern Monetary Theory" (MMT), die in den letzten Jahren intensiv diskutiert wurde, müssten im Falle einer Inflation, die auf überlastete Kapazitäten zurückgeht, direkte Steuern erhöht werden, um die Nachfrage zu dämpfen. Solche Reaktionen sind in der gegenwärtigen Lage wohl in praktisch keinem Land zu erwarten. Gerade in Zeiten rascher Geldentwertung sind Steuererhöhungen politisch völlig unattraktiv. Im Gegenteil, es werden Steuern und Abgaben auf die hohen Energiepreise gesenkt, was allenfalls kurzfristig zu einem schwächeren Preisauftrieb führen kann. Die Finanzpolitik ist

Abb. 9 | Reale Wohnimmobilienpreise, OECD, 2015 = 100*



*Quelle: OECD.

© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022

in den meisten Staaten eher expansiv ausgerichtet und wird weiterhin recht hohe Finanzierungsdefizite in Kauf nehmen.

Die sogenannte finanzielle Repression wird nicht bald vorüber sein

In Deutschland etwa werden ambitionierte Programme für den Klimaschutz, die Digitalisierung, die Infrastruktur und die Verteidigung finanziert werden müssen. Die deutschen Finanzierungsdefizite werden in den kommenden Jahren zwar etwas geringer ausfallen als in den fiskalischen Ausnahmejahren der Covid-Krise, aber es werden jetzt schon Wege gesucht, um die Schuldenbremse des Grundgesetzes trotz expansiver Politik nicht zu verletzt (Sondervermögen etc.).

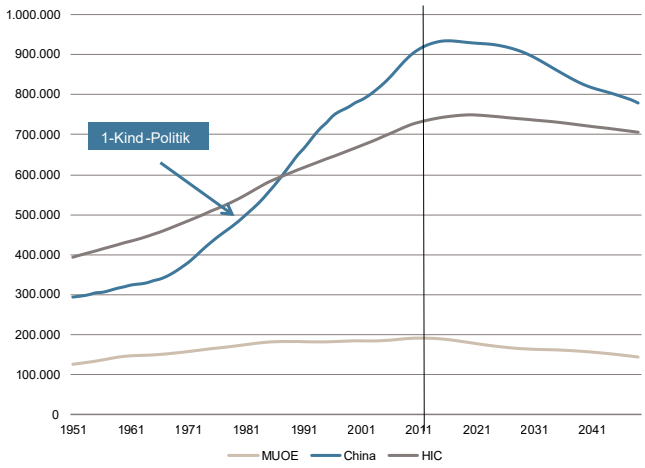
Von der Finanzpolitik werden die Notenbanken wohl kaum eine starke Unterstützung für mehr Preisstabilität erwarten können. Aus finanzpolitischer Sicht ist eine gewisse Inflation durchaus vorteilhaft und tolerierbar, denn sie hilft, die hohen Schuldenlasten, die über viele Jahre akkumuliert wurden, real zu entwerten und die Steuereinnahmen allein durch Inflation steigen zu lassen. Die Kombination aus niedrigen Zinsen und etwas Inflation ist ein viel bequemerer Weg zur 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.

Langfristig bringt die Trendumkehr der Demografie höhere Inflation

Die letzten vier Jahrzehnte haben weltweit beachtliche Erfolge bei der Bekämpfung der Inflation und der Rückkehr zur Preisniveaustabilität gebracht. Dafür waren neben der Stabilitätsorientierung der Geldpolitik auch einige globale Trends verantwortlich, die wettbewerbsintensivierend und preisdämpfend wirkten. Von besonderer Bedeutung war der beispiellose Anstieg der weltweiten Erwerbsbevölkerung, der mit der Öffnung Chinas sowie gut zehn Jahre später mit dem Fall des Eisernen Vorhangs und der weltwirtschaftlichen Integration osteuropäischer Länder verbunden war (Abb.10).

Die Integration vieler Millionen von Arbeitskräften in die internationale Arbeitsteilung löste einen Boom der Globalisierung aus und war mit intensivem Lohn- und Preiswettbewerb verbunden. Der demografische Trend, der hinter dieser Entwicklung stand ist jedoch vorüber. Die Zahl der Menschen im erwerbsfähigen Alter hat in den wichtigsten wirtschaftlichen Regionen ihren Höhepunkt überschritten und wird in den kommenden Jahren und Jahrzehnten deutlich zurückgehen, während die Anzahl an älteren Menschen deutlich zunehmen wird – das gilt für China, Japan, ganz Europa und für die USA.

Abb. 10 | Die Zahl der Menschen im erwerbsfähigen Alter (20 – 64) hat in den wichtigen Wirtschaftsregionen ihren Höhepunkt überschritten*



* Quelle: UN population division. | Hinweis: HIC = High Income Countries, MUOE = Mittel- und Osteuropa.

Der Rückgang des Arbeitskräfteangebots wird das Wachstumstempo vieler Volkswirtschaften drosseln und die Lohnkostenentwicklung beschleunigen. Zudem werden die Unternehmen auch die Abhängigkeit von den internationalen Lieferketten etwas reduzieren, nachdem die Entwicklungen der letzten Jahre, wie Handelskriege, die Covid-Pandemie und der Ukraine-Krieg, deren Anfälligkeit mehr als deutlich gezeigt haben. Auch das wird das Tempo der Globalisierung mindern und den Preiswettbewerb tendenziell schwächen.

Natürlich wird es auch Gegeneffekte geben

Es gibt Trends, die trotz rückläufiger Erwerbsbevölkerung und langsamer Globalisierung die Inflation langfristig eindämmen und niedrig halten werden. Das könnte die Digitalisierung sein. Wenn sie deutliche Produktivitätsfortschritte erzeugt, könnte das zu niedrigen Preisen führen. Die Digitalisierung hat auch das Potenzial, die sich abzeichnende Arbeitskräfteknappheit zu mindern. Ob sich eine solche Entwicklung ergibt, ist jedoch alles andere als klar. Denn auch in den vergangenen Jahrzehnten hat die Digitalisierung keine deutlichen Produktivitätssteigerungen hervorgerufen und den zunehmenden Mangel an Arbeitskräften nicht beseitigen können.

© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022

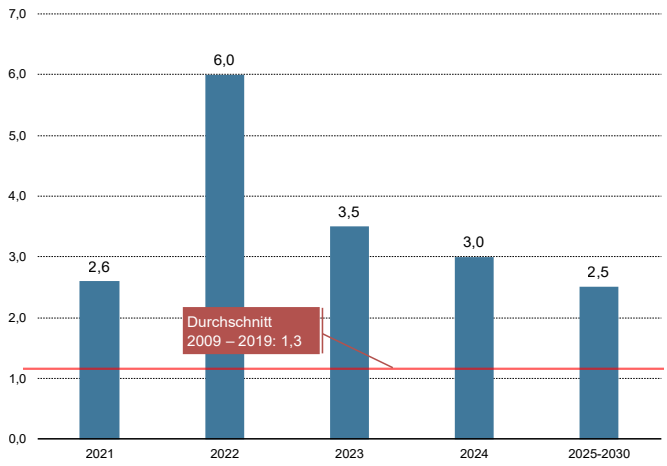
Ein weiterer Faktor, der die Inflation langfristig im Schach halten könnte, wäre eine stärkere weltwirtschaftliche Integration bevölkerungsreicher Länder in Asien oder Afrika. Würden etwa Indien und Indonesien mit ihrem gewaltigen Arbeitskräftereservoir eine ähnliche Entwicklung wie China erreichen, wären eine erneute Wettbewerbsintensivierung und ein starker weltweiter Preisdruck zu erwarten. Eine solche Entwicklung würde allerdings eine andere Politik in diesen Ländern voraussetzen, die derzeit nicht abzusehen 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 Rohstoffpreissteigerung zurückbilden und die durch die Covid-Krise ausgelösten Beschaffungs- und Lieferengpässe überwunden werden. Mittelfristig wird die Inflation jedoch deutlich höher bleiben, als des in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten beobachtbar war (Abb. 11). Höhere Lohnabschlüsse und eine überaus dynamische Geldmengenentwicklung werden Preisniveausteigerungen nach sich ziehen (Abb. 12).

Von der staatlichen Finanzpolitik sind keine deutlichen Gegenmaßnahmen zu erwarten, eher wird eine höhere Inflation toleriert, um die Schuldenlast real etwas abzusenken. Verstärkt wird die Inflationstendenz langfristig dadurch, dass sich wichtige Trends der Vergangenheit inzwischen umgekehrt haben. Die Geldpolitik wird eine Art galoppierende Inflation zu verhindern wissen, aber die Straffung der Politik wird die konjunkturelle Entwicklung zeitweise abbremsen und auch an den Finanzmärkten zu erhöhter Unsicherheit und Volatilität

Abb. 11 | Inflationsszenario EWU (HVPI)*



* Quelle: HQ Trust.

führen. Trotz der derzeitigen wirtschaftlichen Risiken sollte mit dem Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik nicht gezögert werden. Denn Preisniveaustabilität ist nicht nur eine Voraussetzung für langfristig stabiles Wachstum, sondern trägt auch zu einer ausgewogeneren Einkommens- und Vermögensverteilung bei.

Was bedeutet das für die Geldanlage?

Aussagen zur zukünftigen Entwicklung der Kapitalmärkte und daraus abgeleitete Anlagestrategien für die nächsten Monate sind derzeit mit einer extrem großen Unsicherheit behaftet. Die weiteren Wendungen im Ukraine-Krieg und die politischen und militärischen Reaktionen darauf sind kaum vorhersehbar.

Aufgrund dieser Unsicherheiten ist es sinnvoll, bei der Kapitalanlage in Szenarien zu denken. Ein sehr positives Szenario bestünde derzeit darin, dass die Kriegshandlungen in den

Abb. 12 | Zusammenfassung: mittel- und längerfristige Inflationsszenarien – einiges spricht für höhere Inflation

Mittelfristig (2-3 Jahre)

- \+ Zweitrundeneffekte über Lohnsteigerungen
- \+ Hohes Geldmengenwachstum seit 2020
- \+ Anhaltend hohe Staatsdefizite
- \+ Gestiegene langfristige Inflationserwartungen
- \+ Verteuerung klimaschädlicher Inputs
- \- Rezession durch Energiepreisschock und Abwärtskorrektur an den Finanzmärkten

Langfristig (mehr als 3 Jahre)

- \+ Trendumkehr der Demografie
- \+ Nachlassende Globalisierung
- \+ Inflation zur staatlichen Entschuldung
- \- Digitalisierung
- \- Aufstieg neuer Wettbewerber in Asien und Afrika

Fazit:
Die Unabhängigkeit der Notenbanken und die Konsequenz ihrer Politik werden entscheidend sein!

© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022

nächsten Wochen beendet werden und Verhandlungen über den zukünftigen Status der Ukraine zu einem Ergebnis kommen. In diesem Fall würde eine rasche Normalisierung der Preise für Öl, Gas und viele andere Rohstoffe wie Industriemetalle oder Agrarrohstoffe zu erwarten sein. Der Inflationsdruck in den größten Volkswirtschaften würde etwas zurückgehen und die Konjunktur würde wieder Fahrt aufnehmen können. Es wäre eine Erleichterungsrally an den Aktienmärkten zu erwarten.

Auf der anderen Seite der Möglichkeiten steht ein negatives Szenario, das für einige Monate mit anhaltenden Kämpfen und weiteren Verwerfungen an den Energie- und Rohstoffmärkten verbunden wäre. In diesem Fall würde der Inflationsdruck zunächst weiter steigen und die Zentralbanken würden daher Gegenmaßnahmen ergreifen. Durch die Kaufkraftverluste und die höheren Zinsen würde eine Rezession ausgelöst, die Verluste an den Aktienmärkte nach sich ziehen würde. Sichere Staatsanleihen und Gold würden profitieren. Über einige Quartale gesehen würde der Inflationsdruck aufgrund der rezessiven Entwicklung nachlassen, sodass sich Konjunktur und Aktienmärkte wieder fangen würden.

In dem positiven Szenario wird sich eine hohe Gewichtung von Aktien in der Vermögensanlage eindeutig als positiv erweisen. Im negativen Szenario dürften zunächst deutliche Rückschläge bei Aktienbewertungen eintreten, bevor die Kurse mittelfristig wieder steigen. Für einen längeren Zeitraum von zwei oder drei Jahren dürften aber auch in diesem Szenario Aktien und Beteiligungen relativ zu festverzinslichen Anlagen positiv abschneiden. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die relativ hohe Inflation, die realwertgesicherte Anlageformen begünstigt.

Staatsanleihen werden zwar aufgrund des Renditeanstiegs wieder etwas attraktiver werden, aber ihre reale Verzinsung wird angesichts der hohen Inflation vorerst negativ bleiben. Der Aufwärtstrend bei Aktien dürfte allerdings sehr volatil bleiben, denn in Zeiten einer geldpolitischen Wende werden die Zentralbanken nicht imstande sein, die Finanzmärkte von exogenen Schocks oder konjunkturellen Rückschlägen weitgehend abzuschirmen. Aufgrund der Unsicherheiten der Prognose und der zu erwartenden Volatilität werden sich diversifizierte Anlagestrategien als vorteilhaft erweisen.

Zum Autor

Dr. Michael Heise ist Chefökonom von HQ Trust. Er zählt zu den bekanntesten Volkswirten des deutschsprachigen Raumes.

Dr. Michael Heise,

Chefökonom HQ Trust

Vor seinem Start bei HQ Trust war er Leiter des Group Centers Economic Research der Allianz SE sowie Generalsekretär des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Dr. Michael Heise lehrt als Honorarprofessor an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main insbesondere zur Geld- und Währungspolitik. Er ist Mitglied in diversen hochrangigen Ausschüssen sowie Gremien und des Planungsstabes des House of Finance.

© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022

Disclaimer

Dieser Bericht dient nur zur Information des Empfängers. Ohne Zustimmung der HQ Trust GmbH dürfen diese Informationen nicht vervielfältigt und/oder Dritten zugänglich gemacht werden. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung oder eine Finanzanalyse noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder eine sonstige Empfehlung im Sinne des WpHG dar. Der Zweck dieses Berichts ist die Unterstützung der Diskussion mit HQ Trust über die Anlagemöglichkeiten, die unseren Kunden zur Verfügung stehen. HQ Trust gibt keine ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistung, Garantie oder Zusicherung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Qualität der Informationsquellen für den Text. Der Text stellt weder eine allgemeine Anleitung für Investitionen noch eine Grundlage für spezifische Investmententscheidungen dar. Des Weiteren gibt er keine impliziten oder expliziten Empfehlungen in Bezug auf die Art und Weise, in der Kundenvermögen investiert werden sollte bzw. werden wird.

Soweit in diesem Dokument Indizes dargestellt sind oder auf diese Bezug genommen wird, ist zu berücksichtigen, dass die benutzten Indizes keine Management- oder Transaktionskosten beinhalten. Investoren können nicht direkt in Indizes investieren. Verweise auf Marktindizes oder zusammengesetzte Indizes, Benchmarks oder andere Maße der relativen Marktperformance über eine spezifizierte Zeitperiode (die Benchmark) werden nur zur Information zur Verfügung gestellt. Bezugnahmen auf diese Benchmark implizieren nicht, dass das Portfolio Rendite, Volatilität oder andere Ergebnisse ähnlich wie die Benchmark erzielt. Die Zusammensetzung der Benchmark reflektiert unter Umständen nicht die Art und Weise, in der das Portfolio in Bezug auf erwartete und tatsächliche Rendite, Portfoliorichtlinien, Restriktionen, Sektoren, Korrelationen, Konzentration, Volatilität oder Tracking-Error-Ziele, die alle über die Zeit variieren können, konstruiert ist. HQ Trust gibt keine Haftungserklärung oder Verpflichtung ab, dass die Performance des Kundenvermögens der Benchmark entspricht, sie übertrifft oder ihr folgt. Frühere Wertentwicklungen eines Index, einer Benchmark oder anderer Maße sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Der Bericht stellt kein Angebot oder keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf an Personen mit Sitz in Ländern, in deren Gerichtsbarkeit ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung zum Kauf nicht autorisiert ist, oder an Personen, bei denen es ungesetzlich wäre, ein solches Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf abzugeben, dar. Es liegt in der Verantwortung jeder Person oder jedes Personenkreises, die oder der dieses Material im Besitz hat, sich selbst zu informieren und alle anwendbaren Gesetze und Regularien jeder relevanten Gerichtsbarkeit zu beachten.

Die dargestellten Meinungen entsprechen ausschließlich unseren aktuellen Ansichten zum Zeitpunkt der Übergabe des Berichts und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Bestimmte Transaktionen, insbesondere solche, die Futures, Optionen und hochverzinsliche Anleihen, sowie Investments in Emerging Markets umfassen, haben unter Umständen den Effekt, dass sie das Risiko substanziell erhöhen und somit nicht für alle Investoren geeignet sind. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen einem Währungsrisiko und können infolge von Kursschwankungen einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder das mit diesen Investments erzielte Einkommen haben. Solche Investments sind ebenfalls betroffen, wenn Devisenbeschränkungen eingeführt werden sollten oder andere Gesetze und Restriktionen bei diesen Investments Anwendung finden. Investments, die in diesem Text erwähnt werden, sind nicht notwendigerweise in allen Ländern erhältlich, eventuell illiquide oder nicht für alle Investoren geeignet. Investoren sollten sorgfältig prüfen, ob ein Investment für ihre spezifische Situation geeignet ist, und sich hierbei von HQ Trust beraten lassen. Der Preis und der Wert von Investments, auf die sich dieser Bericht bezieht, können steigen oder fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Investoren nicht das ursprünglich eingesetzte Kapital zurückerhalten. Die historische Performance ist kein Richtwert für die zukünftige Performance. Zukünftige Erträge sind nicht garantiert und ein Verlust des eingesetzten Kapitals kann auftreten.

Die zuständige Aufsichtsbehörde für HQ Trust ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

HQ Trust GmbH
Harald Quandt Haus
Am Pilgerrain 17
61352 Bad Homburg v. d. Höhe
Deutschland
T +49 6172 402 850
F +49 6172 402 859
www.hqtrust.de

HQ Trust

© 2022 HQ Trust GmbH. All Rights reserved. | 05.04.2022