

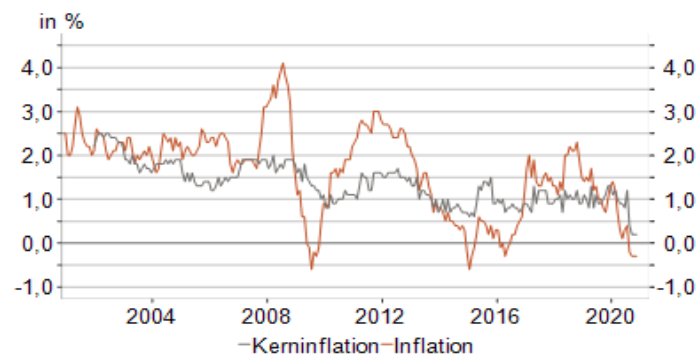


RÜCKKEHR DER INFLATION?

Dr. Jörn Quitzau, André Broders

Der mit der Corona-Pandemie einhergehende Wirtschaftseinbruch hat die Inflationsrate in den negativen Bereich gedrückt. Im November 2020 lagen die Verbraucherpreise in der Eurozone 0,3 % unter dem Niveau des Novembers 2019. Nun ist die Aussagekraft der Inflationsraten in Zeiten wirtschaftlicher Lockdowns nur eingeschränkt aussagekräftig, u.a. weil Teile des Warenkorb, der für die Inflationsberechnung herangezogen wird, während eines Lockdowns nur eingeschränkt oder gar nicht gekauft werden können.¹ So lassen sich aktuelle Preise etwa für Konzerte oder personennahe Dienstleistungen kaum ermitteln. Insgesamt dürfte derzeit etwa ein Sechstel des Warenkorbs davon betroffen sein. Dennoch: Die Inflation ist nicht erst seit Ausbruch der Pandemie zu gering. Seit dem Jahr 2013 hat die Inflationsrate in der Eurozone – abgesehen von wenigen kurzen Ausnahmen – deutlich unter dem Zielwert der Europäische Zentralbank von „unter, aber nahe 2 %“ gelegen (Abb. 1).

Abb. 1: Inflation Eurozone

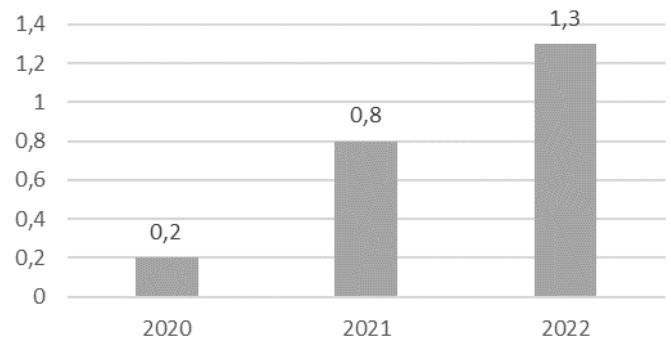


Quelle: Macrobond

Doch ausgerechnet jetzt, da der Preisauftrieb besonders schwach bzw. negativ ist, mehren sich die Stimmen von Analysten, die eine Rückkehr der Inflation erwarten. Auch wir sehen in den nächsten beiden Jahren zunächst einen moderaten Anstieg der Inflationsraten (Abb. 2). Wir erwarten zudem, dass die Phase der strukturell niedrigen Inflation zu Ende geht und halten es für möglich, dass die Preise wieder

stärker steigen, als es die EZB anstrebt, nachdem der Corona-Produktionseinbruch aufgeholt ist. Für höhere Inflationsraten gibt es – neben den Notenbankprogrammen, die latent für Inflationsfurcht sorgen – verschiedene Gründe.

Abb. 2: Inflation Eurozone



In %. Quelle: Berenberg-Prognose

Basiseffekt und Rebound

2021 dürfte der sogenannte Basiseffekt zu höheren Preissteigerungsraten führen. Nachdem die Energiepreise im Jahr 2020 zu den schwachen Inflationsraten beigetragen haben, dürften sie mit dem Wiederaufschwung ab dem zweiten Quartal wieder positive Beiträge liefern. Selbst wenn sich die Energiepreise lediglich auf aktuellem Niveau stabilisieren, würde die Gesamtinflation ansteigen. Denn im Vergleich zu 2020 würden die Energiepreise über den Preisen des Vorjahres liegen.

Der wirtschaftliche Wiederaufschwung, den wir für die Länder der Nordhalbkugel ab dem Frühjahr erwarten, würde das Szenario steigender Energiepreise stützen. Wie schnell und wie stark sich die entwickelten Volkswirtschaften erholen können, wenn die Restriktionen sukzessive gelockert werden, ließ sich im Sommer 2020 eindrücklich beobachten. Ähnlich dürfte das Konjunkturbild in diesem Jahr aussehen. Wir erwarten für die Eurozone einen schwachen Start in das Jahr 2021 mit einem Rückgang des BIP von 0,5 % im ersten

¹ Vgl. Quitzau, Jörn (2020), [Wegen Coronakrise: Vorerst geringere Aussagekraft der Inflationsraten, Berenberg Makro vom 30. März 2020](#).

Quartal. Im zweiten Quartal dürfte eine starke Erholung einsetzen und das BIP dürfte um 4,2 % zulegen. Für das Gesamtjahr 2021 erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 4,7 %.

Darüber hinaus werden insbesondere in Deutschland die Energiepreise durch den zum Jahreswechsel gestarteten Emissionshandel zulegen. Anfänglich ist ein Preis von 25 Euro je Tonne CO₂ vorgesehen. Laut Angaben des Instituts für Weltwirtschaft kann das Klimapaket die deutsche Inflationsrate um 0,4 % erhöhen. Auch die Rückkehr zu den regulären Mehrwertsteuersätzen wird in diesem Jahr in Deutschland für Preisauftrieb sorgen. Zunächst wird der preissenkende Effekt der für den Zeitraum vom 1. Juli bis 31. Dezember 2020 reduzierten Mehrwertsteuersätze verschwinden, weil wir von Januar bis Juni nun wieder Monate mit regulären Mehrwertsteuersätzen vergleichen. Von Juli bis Dezember wird das Mehrwertsteuer-Intermezzo sogar preissteigernd wirken, weil dann wieder Monate mit regulärer Mehrwertsteuer verglichen werden mit den Vorjahresmonaten, in denen die reduzierten Sätze galten.

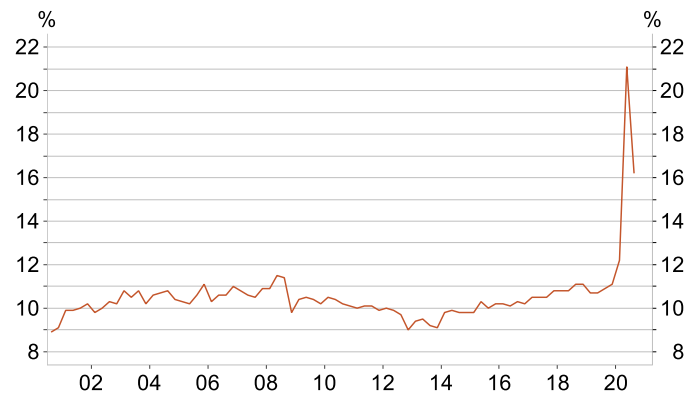
Sparquote und zurückgestauter Konsum

Die Sparquoten sind in den USA und in vielen europäischen Ländern nach Beginn der Krise in die Höhe geschossen. In Deutschland schwankt die Sparquote, also der Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen, normalerweise um die 10 % (Abb. 3). Während der Pandemie schoss die deutsche Sparquote im zweiten Quartal 2020 auf über 20 % und blieb auch im dritten Quartal mit gut 16 % auf deutlich erhöhtem Niveau. In den USA hat sich die Sparquote zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem zweiten Quartal 2020 von 10,6 % auf 28,4 % fast verdreifacht. Für den Anstieg der Sparquoten sind insbesondere die aufgrund der Lockdowns eingeschränkten Möglichkeiten zum Geldausgeben und das Bedürfnis zum Halten einer Art Vorsichtskasse verantwortlich. In den USA kommen die erheblichen Hilfszahlungen des Staates hinzu.

Sobald jedoch die Restriktionen gelockert werden und die krisenbedingte Unsicherheit als Sparmotiv wegfällt, dürften nennenswerte Teile der zusätzlich angehäuften Ersparnisse wieder aufgelöst werden. Wenn sich diese zurückgestaute Kaufkraft entlädt, könnte es vor allem in den dann wieder zugänglichen Bereichen Tourismus, Kultur, Sport und Gastronomie zu temporär spürbaren Preisanstiegen führen. Neben dem Einmaleffekt der aufgelösten Überersparnis dürfte mit Abklingen der Krise auch die Sparquote wieder zu ihrem

langjährigen Durchschnitt zurückfinden. Dadurch würde wiederum der laufende Konsum zusätzlich gestützt.

Abb. 3: Sparquote Deutschland



Quelle: Macrobond

Der Sparüberhang und die aufgestaute Konsumlust werden bei den Verbrauchern wohl auch zu einer höheren Zahlungsbereitschaft führen. Das wird es den Unternehmen erleichtern, höhere Kosten – etwa für Hygienekonzepte im Eventbereich – an die Kunden weiterzugeben.

Höhere Zahlungsbereitschaften können auch in der Tourismusbranche zu steigenden Preisen führen, wenn wegen der Pandemie für einzelne Länder weiter Reisewarnungen gelten. Die davon betroffenen Länder und Orte würden zunächst wahrscheinlich von den meisten Touristen gemieden, sodass die Touristenströme in die Urlaubsländer ohne Reisewarnungen umgelenkt werden. Die Gesamtnachfrage würde sich dann auf deutlich weniger Urlaubsdestinationen als in normalen Zeiten konzentrieren und dort zu temporären Preissprüngen führen. Vor wenigen Jahren gab es eine ähnliche Situation, als wegen der angespannten Sicherheitslage in Teilen Nordafrikas und in der Türkei die betroffenen Länder von den meisten Urlaubern gemieden wurden. Die Urlauber buchten verstärkt in Mittelmeerländern wie Spanien und Italien, was dort zu spürbar höheren Preisen führte.

Kürzere Lieferketten

Mit der Pandemie rückte die potenzielle Fragilität der global vernetzten Wirtschaft in den Fokus. Um in Notlagen weniger abhängig von ausländischen Lieferanten und Produktionsketten zu sein, dürften Teile besonders kritischer Versorgungsgüter wieder stärker vor Ort produziert werden – auch wenn damit Effizienzvorteile der internationalen Arbeitsteilung nicht voll ausgeschöpft werden. Was dabei in den Bereich strategisch wichtiger bzw. kritischer Güter fällt, ist Ermessenssache der jeweiligen Staaten – der Gesamteffekt daher nur schwer abzuschätzen. Auch private Unternehmen dürften von allzu komplexen Produktions- und Lieferketten

abrücken, um die Kontrolle über die eigene Produktion zu stärken. Unter dem Strich werden diese strategischen Aspekte die schon bestehenden Ansätze der De-Globalisierung verstärken. Dadurch verliert der preissenkende Effekt der Globalisierung an Kraft.²

Insolvenzen und knapperes Angebot

Kurzfristig könnten steigende Unternehmensinsolvenzen zu einem knapperen Angebot führen. Je länger die Lockdowns andauern, umso mehr Unternehmen werden Schwierigkeiten bekommen, die Zeit des heruntergefahrenen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens zu überbrücken. Einige von ihnen werden auf der Strecke bleiben.³ Die verbliebenen Marktakteure haben dadurch weniger Konkurrenz und eine größere Preissetzungsmacht. Ob die Unternehmen diese Spielräume auch nutzen und die Preise erhöhen würden, bleibt abzuwarten. Denkbar ist, dass Unternehmen auf höhere Preise verzichten, um ihre Kunden nicht zu verprellen. Selbst wenn Unternehmen solche Preissetzungsspielräume nutzen, wäre der damit verbundene Anstieg der Preise wohl nur ein kurzfristiges Phänomen, weil die Märkte wohl schnell von neuen Anbietern entdeckt und der Preiswettbewerb somit zügig wiederbelebt würde.

Demographie

Aktuell spielt die demographische Situation in Deutschland und in anderen Ländern noch keine nennenswerte Rolle für die Inflationsraten. In einigen Jahren, wenn immer mehr Baby-Boomer im Ruhestand sind und dem Arbeitsmarkt nicht mehr zur Verfügung stehen, kann sich aber Inflationsoptional aufbauen. Zumal nicht nur in Deutschland, sondern auch in vielen anderen Industrienationen (in Europa, Japan oder den USA) die geburtenstarken Jahrgänge auf den Ruhestand zugehen. Die Zuwachsraten des Waren- und Dienstleistungsangebots dürften sinken und in manchen Branchen kann die Arbeitskräfteknappheit zu höheren Lohnkosten und damit zu höheren Preisen führen. Auch wenn dieser Effekt durch Zuwanderung und durch technischen Fortschritt beziehungsweise Digitalisierung abgeschwächt wird, bleibt ein gewisses Aufwärtspotential für die Preise.

Zudem werden die geburtenstarken Jahrgänge im Ruhestand einen Teil ihrer Ersparnisse auflösen und für den Konsum einsetzen. Mit ihrem Vorsorgesparen für den Ruhestand haben sie in den letzten Jahrzehnten zu sinkenden Zinsen und

niedrigen Inflationsraten beigetragen. Dieser Trend dürfte sich in den nächsten Jahren drehen. Die demographische Situation belastet also tendenziell die Angebotsseite, stimuliert die Nachfrageseite und wirkt damit preissteigernd.

Ausblick

Mehrere Faktoren sprechen für höhere Inflationsraten – einige wirken bereits, andere sind absehbar. 2021 und 2022 dürfte der Preisanstieg noch so moderat ausfallen, dass die Notenbanken nicht von ihrem expansiven Kurs abrücken müssen. Ab 2023 könnte sich der Preisauftrieb beschleunigen – mit einem gewissen Risiko, dass dies bereits früher geschieht. Wenn die Preise und damit die Lebenshaltungskosten tatsächlich stärker steigen, könnten auch die Gewerkschaften wieder aggressiver auftreten und höhere Löhne fordern. Sollten sie ihre Forderungen dann auch durchsetzen können, würde dies den Preisauftrieb verstärken.

Über den weiteren Verlauf der Pandemie gibt es noch zahlreiche Ungewissheiten, sodass auch Unsicherheiten über den zeitlichen Verlauf der Konjunkturerholung bestehen. Daraus ergeben sich wiederum Ungewissheiten für den Inflationsoptional. Erschwert wird die Inflationsprognose durch die eingangs erwähnten Probleme, die Preisentwicklung in Zeiten der Pandemie mit dem gängigen Warenkorb angemessen zu erfassen.

Und schließlich bleibt die Frage, inwiefern Unternehmen sich nach der Krise trauen, den Preismechanismus bei auftretenden Angebotsengpässen zu nutzen, um die Märkte wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Die vergangenen Jahre haben gezeigt, dass ein Nachfrageüberhang im Konjunkturboom eher nicht zu entsprechend höheren Preisen geführt hat – wie es theoretisch zu erwarten gewesen wäre –, sondern dass Unternehmen auf die überschüssige Nachfrage oft durch das Bilden von Warteschlangen oder durch längere Wartezeiten bei der Auftragsannahme (z.B. bei handwerklichen Dienstleistungen) reagiert haben.⁴ Ob das auch nach der Krise der Fall sein wird, wenn viele Unternehmen unter deutlich höherem finanziellen Druck stehen als in den vergangenen Jahren, ist schwer abzuschätzen. Erste Erfahrungen aus dem vergangenen Sommer, als viele vom ersten Lockdown betroffene Branchen wieder öffnen konnten, sprechen dafür, dass die Unternehmen nur moderat an der Preisschraube drehen werden.

² Vgl. Schmieding, Holger und Kallum Pickering (2020), [Inflation: Lower for longer is not forever](#), Economic Trends of the Decade (3) – Inflation:

³ Die Bank für Internationalen Zahlungsgleich (BIZ) hat im Oktober 2020 prognostiziert, dass die Zahl der Insolvenzfälle in den entwickelten Volkswirtschaften 2021 durchschnittlich um 20 %

zulegen dürfte. Vgl. BIS (2020), The outlook for business bankruptcies, BIS Bulletin No. 30, <https://www.bis.org/publ/bisbull30.pdf>

⁴ Vgl. Quitzau, Jörn und Niklas Tontara (2018), [Konjunkturboom: Warteschlangen – Vorboten der Inflation?](#), Berenberg Makro vom 16. Februar 2018.



IMPRESSUM

Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Hamburg

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

London

Dr. Florian Hense
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

New York

Dr. Mickey Levy
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

Geld & Währung

Konjunktur

► Trends

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 14.01.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de