



# Keine Angst vor steigenden Inflationsraten

15. Januar 2021

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

**Inflations-, Tapering- und Zinssorgen: Vieles wird zu Jahresbeginn heiß gekocht. Wir erwarten eine baldige Abkühlung. Notenbanken dürften höhere Inflationsraten tolerieren und Staatsanleiherenditen nur temporär steigen.**

Zu Jahresbeginn haben Zinssorgen an den Finanzmärkten zugenommen. Im Wesentlichen betroffen ist die 10-jährige US-Treasury, deren Rendite in der Spitze um fast 25 Basispunkte gestiegen ist. Maßgeblich hierfür waren höhere langfristige Inflationserwartungen. Immerhin fürchten Anleger, der von Notenbanken initiierte Liquiditäts-Tsunami werde eher früher als später in merklich höhere Inflationsraten münden. Inflations Sorgen resultieren zudem aus möglichen neuen US-Fiskalmaßnahmen. Den Renditeanstieg unterstützten Aussagen von Fed-Vertretern bezüglich eines Taperings.

**Japan dürfte über Inflationsgefahr durch Geld drucken lächeln**

Neues Jahr, neues Szenario? Davon sind wir nicht überzeugt. Aus der Wissenschaft ist zwar bekannt, dass Geld drucken die Inflationsgefahr steigert. Den Übergang in einen klassischen Inflationstypus bedeutet dies aber nicht. Das Paradebeispiel hierfür ist Japan: Trotz jahrzehntelanger massiver Bilanzausweitung durch die Bank of Japan ist es dort nicht zu Inflation gekommen. Der Modern Monetary Theory zufolge ist dies kein Zufall: Sie erklärt, dass sich Staaten nach Belieben inflationsfrei verschulden können, solange gesamtwirtschaftliche Kapazitäten nicht überausgelastet werden.<sup>1</sup> Neue Denkmuster dürften Finanzmärkte aber nicht adaptiert haben. Dass sie preisdämpfende Effekte zudem offenbar wenig beachten, lässt sie überziehen. Das gilt auch für die zuletzt häufiger vorgetragene Sorge, die Demografie werde in einigen Jahren zum Inflationstreiber. Das Inflationsthema ist vielschichtiger als ein einzelner Faktor.

**Basis- und Sondereffekte steigern Inflationsraten, ein klassisches Inflationsumfeld besteht nicht**

## Aussicht auf höhere Inflationsraten nicht neu

Und nun? Die langfristigen Inflationserwartungen sind zwar spürbar gestiegen. Mit 1,70 % für die USA und 1,32 % für die EWU verblieben sie aber teilweise weit unter bestehenden Preiszielen. Für uns entspricht ihr Anstieg einer Normalisierung, nachdem sie zuvor recht tief gesunken waren. Dieser Trend wird sich vorerst kaum umkehren. Hierfür sprechen vergangene Erfahrungen, denen zufolge langfristige Inflationserwartungen von der aktuellen Inflationsentwicklung beeinflusst werden. Für Letztere zeigen unsere Prognosen bereits seit Längerem, dass die extreme Disinflationphase 2021 enden wird und Inflationsraten steigen werden. Wir führen dies auf die Energiepreise zurück, deren preisdämpfender Rückgang jetzt aus dem Vorjahresvergleich fällt. Hinzu kommen hier und da noch administrierte Preiserhöhungen<sup>2</sup> sowie temporäre angebots- und nachfragebedingte Preissteigerungen nach einem Lockdown-Ende. Gleichzeitig wirken Inflationsdämpfer fort. Dazu zählen die vorerst anhaltende gesamtwirtschaftliche Unterauslastung, niedrige Lohnsteigerungen und die Digitalisierung. Für den Euroraum bedeutet all dies, dass die Inflationsrate von aktuell -0,3 % im zweiten Halbjahr 2021 über 1,0 % liegen und am Jahresende etwa 1,8 % betragen wird. In den USA dürften 2,0 % temporär im Frühjahr und in Deutschland Ende 2021 überschritten werden. Echte Inflation findet im Warenkorb damit nicht statt.

**Preisdämpfende Faktoren nicht aus den Augen verlieren**

<sup>1</sup> Vgl. unser *Economic Research KOMPAKT* „Der MMT-Geist ist längst aus der Flasche“ vom 02.11.2020.

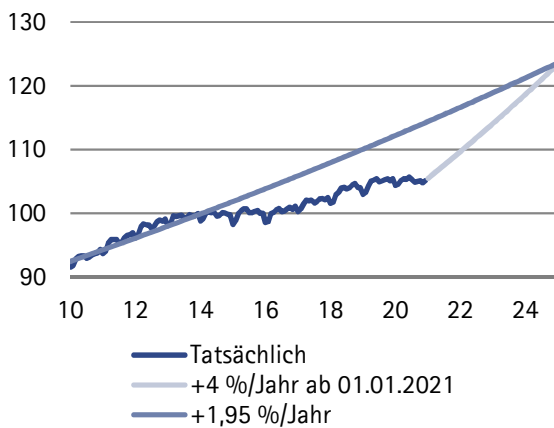
<sup>2</sup> Beispielsweise wurde in Deutschland die Mehrwertsteuer erhöht und eine CO<sub>2</sub>-Steuer eingeführt.

### Toleranz gegenüber höheren Inflationsraten wird auch bei der EZB einziehen

Für Notenbanken entsteht aus dieser voraussichtlichen Entwicklung kein Handlungsbedarf. Dieser dürfte auch dann nicht gesehen werden, wenn der Inflationsanstieg deutlicher ausfiele. Ähnlich wie die Fed wird sich nämlich wohl auch die EZB eine Strategie verordnen, die moderat über dem Preisziel liegende Inflationsraten eine Zeit lang toleriert. Nachvollziehbar wäre dies schon jetzt: Seit 2014 lagen die Teuerungsraten fast immer und häufig deutlich unter dem Fast-2-%-Ziel. Warum sollten sie nicht eine Zeit lang ebenso oft darüber liegen dürfen? Unsere Berechnungen für den Euroraum zeigen jedenfalls, dass der HVPI bei einem fortan beständigen Anstieg von jährlich 4,0 % Ende 2024 das Niveau erreichen würde, das auch bestünde, wenn sein Anstieg seither dem Preisziel entsprochen hätte. Das relativiert Inflationsängste.

### EWU: Der Inflationspuffer ist jetzt schon groß

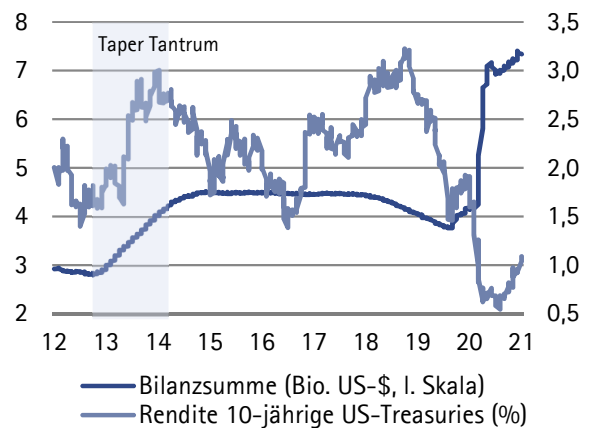
Verbraucherpreise (EWU, HVPI)



Quelle: Refinitiv Datastream. Jan 2021–2024: Simulation BHL

### USA: Tapering sorgt vor allem für Volatilität

Fed und US-Treasury



Quelle: Refinitiv Datastream

### Notenbanken werden sich freuen, wenn Inflationsraten moderat über Preiszielen liegen

### Toleranz nachhaltiger Renditeanstiege niedrig

Ohnehin leben wir nicht in einer Zeit, in der über dem Preisziel liegende Inflationsraten mit einer weniger ultra-expansiven Geldpolitik bekämpft werden. Seit Jahren stellen Notenbanken die hohe Bedeutung günstiger Finanzierungsbedingungen ins Schaulaufen, wohl wissend, dass diese für die Beherrschbarkeit der immensen Schuldenberge bei privaten Haushalten, Unternehmen und Staaten unerlässlich sind. Gerade hier ist ihnen von überraschend niedrigen Inflationsraten in den vergangenen Jahren viel Last aufgetragen worden. Inflationsraten von 2,0 bis 3,0 % sind für Notenbanken daher willkommen, sie nehmen ihnen Arbeit ab. Bei entsprechend steigenden Inflationsraten, etwa durch neue US-Fiskalmaßnahmen oder einem EWU-Lockdown-Ende, dürfte Panik daher nicht ausbrechen. Um den realzinsseitig höheren Grad an finanzieller Repression zu halten, werden Notenbanken ihren extremen Expansionskurs bei einer durch steigende Inflationserwartungen bewirkten nachhaltigen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen somit beibehalten oder verstärken. Dieses letztlich auf das „Whatever it takes“ hinauslaufende Verhalten wäre als klare Ansage an Investoren zu verstehen, nicht gegen die Notenbank zu wetten. Damit ist auch zum Tapering alles gesagt, das ungünstigeren Finanzierungsbedingungen und hohen Wertberichtigungen in (Bank-)Bilanzen Vorschub leistet. Der 2017–19 bei guten Bedingungen früh gescheiterte Liquiditäts-Einsammlungsversuch der Fed macht überdies keinen Appetit für eine Neuauflage. Wir erwarten daher, dass sich die Lage an der Inflationsfront bald wieder beruhigen und bei US-Treasuries nicht eskalieren wird.

### Ein US-Tapering ist längst noch nicht ausgemacht

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
BHL	Bankhaus Lampe	Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)
EWU	Europäische Währungsunion	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
EZB	Europäische Zentralbank	US-\$	US-Dollar als Volumenangabe

Begriff	Erklärung
Basiseffekt	Spielt bei Veränderungsraten eine Rolle, meist bezogen auf das Vorjahr. Die Höhe z. B. der Inflationsrate eines bestimmten Jahres hängt nicht nur von der aktuellen monatlichen Preisentwicklung ab, sondern auch von der Höhe der Ausgangsbasis der Vorperiode
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
Disinflation	Längere Phase mit abnehmendem/geringem Preisniveauanstieg
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Modern Monetary Theory	„Moderne Geldtheorie“; unkonventionelle Sichtweise zur Wirkung von Geldpolitik, die im Rahmen staatlicher Aktivitäten über das Instrument der Geldschöpfung gezielt zur Finanzierung staatlicher Ausgaben eingesetzt wird („monetäre Staatsfinanzierung“)
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen Unabhängigkeitsgraden gegenüber dem Staat zielt ihr Wirken zumeist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (Inflationsrate)
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Staatsanleihe/Staatsstiel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Tapering	Zeitlicher Rahmen, in dem eine Notenbank beabsichtigt, einen bestimmten Umfang an Wertpapierkäufen schrittweise zurückzuführen
Taper Tantrum	Bezeichnung für heftige Marktreaktionen ab Mai 2013, nachdem der damalige Chef der US-Notenbank eine schrittweise Reduzierung von Anleihekäufen in Aussicht stellte

Quelle: Bankhaus Lampe

# Wichtige Hinweise

## Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Bankhaus Lampe KG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Bankhaus Lampe KG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Bankhaus Lampe KG.

## ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

ICE Benchmark Administration Limited makes no warranty, express or implied, either as to results to be obtained from the use of ICE Libor and / or the figure at which ICE Libor stands at any particular time on any particular day or otherwise. ICE Benchmark Administration Limited makes no express or implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose in respect of any use of ICE Libor.

*Die folgende deutsche Fassung des ICE Benchmark Administration Limited Disclaimers dient nur der Information des Lesers. Im Falle von Abweichungen zwischen der englischen und der deutschen Fassung gilt daher nur die englische Fassung:*

*ICE Benchmark Administration Limited übernimmt weder ausdrücklich noch konkludent eine Garantie für die durch die Nutzung von ICE Libor erzielten Ergebnisse und/oder den Wert, den ICE Libor zu einem speziellen Zeitpunkt, einem speziellen Tag oder anderweitig aufweist. ICE Benchmark Administration Limited übernimmt hinsichtlich der Nutzung von ICE Libor weder ausdrücklich noch konkludent Garantien für die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem speziellen Zweck.*

Herausgeber dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Alter Markt 3, 33602 Bielefeld, HRA-Nr. 12924, Amtsgericht Bielefeld.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger  
Bankhaus Lampe Economic Research  
Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
alexander.krueger@bankhaus-lampe.de  
Telefon +49 211 4952-187  
Telefax +49 211 4952-494

# Standorte

## BANKHAUS LAMPE KG

---

### BERLIN

Carmarstraße 13  
10623 Berlin  
Telefon +49 30 319002-0  
Telefax +49 30 319002-324

### BIELEFELD

Alter Markt 3  
33602 Bielefeld  
Telefon +49 521 582-0  
Telefax +49 521 582-1195

### BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16  
53113 Bonn  
Telefon +49 228 850262-0  
Telefax +49 228 850262-99

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-0  
Telefax +49 211 4952-111

## LAMPE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT MBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-197  
Telefax +49 211 4952-188

### FRANKFURT/MAIN

Freiherr-vom-Stein-Straße 65  
60323 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 97119-0  
Telefax +49 69 97119-119

### HAMBURG

Ballindamm 11  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 302904-0  
Telefax +49 40 302904-18

### MÜNCHEN

Briener Straße 29  
80333 München  
Telefon +49 89 29035-600  
Telefax +49 89 29035-799

### MÜNSTER

Domplatz 41  
48143 Münster  
Telefon +49 251 41833-0  
Telefax +49 251 41833-50

## KAPITAL 1852 BERATUNGS GMBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-669

### OSNABRÜCK

Schloßstraße 28/30  
49074 Osnabrück  
Telefon +49 541 580537-0  
Telefax +49 541 580537-99

### STUTTGART

Büchsenstraße 28  
70174 Stuttgart  
Telefon +49 711 933008-0  
Telefax +49 711 933008-99

## LAMPE ASSET MANAGEMENT GMBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 95742-500  
Telefax +49 211 95742-570

### FRANKFURT/MAIN

Bockenheimer Anlage 44  
60322 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 2444878-0  
Telefax +49 69 2444878-99

## DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

---

### WIEN

Mariahilfer Straße 17/6  
1060 Wien  
Österreich  
Telefon +43 1 8903507-0  
Telefax +43 1 8903507-50