

GIER UND INFLATION

Sind die Unternehmen schuld an der Inflation, weil sie sinkende Kosten nicht an die Verbraucher weitergeben? Viele stimmen dieser These zu und begründen sie mit der gestiegenen Marktmacht der Großkonzerne, die für übermäßige Preiserhöhungen missbraucht wird. Falsche Vorstellungen über die Struktur der Inputkosten von Unternehmen sind einer der Gründe, warum solche pauschalen Aussagen nicht zutreffen. Auch die Kausalität zwischen Inflation und Preissetzungsverhalten der Unternehmen ist umstritten. Schließlich werden Profitquoten häufig mit Profitmargen verwechselt. Der aktuelle Anstieg der Profitquoten ist – was viele überraschen mag – eher eine Folge steigender Preise für Zwischenprodukte als steigender Margen.

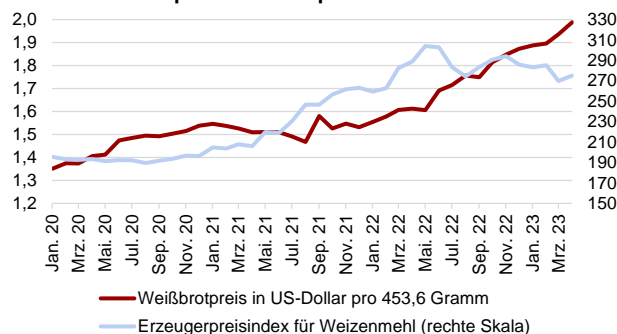
Die gängige Erklärung des aktuellen Inflationsproblems geht ungefähr so: Infolge der Corona-Pandemie brachen die globalen Lieferketten zusammen, während gleichzeitig die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch massive Fiskalprogramme gestützt wurde. Die Nachfrage traf also auf ein starres Angebot, was die Preise in die Höhe trieb. Verschärft wurde die Inflation im vergangenen Jahr durch den russischen Überfall auf die Ukraine, in dessen Folge viele Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise explodierten.

Die Corona-Einschränkungen sind inzwischen überall aufgehoben, die Lieferketten repariert und die Rohstoffpreise sind von ihren Höchstständen im letzten Sommer deutlich gefallen. Doch die Inflation ist immer noch zu hoch. Insbesondere die teilweise **Entkopplung der Verbraucherpreise von den Erzeugerpreisen** macht stutzig. In den US etwa sind die Großhandelspreise für Weizenmehl seit Mai letzten Jahres um zehn Prozent gefallen, während der Brotpreis im gleichen Zeitraum um 24 Prozent gestiegen ist.

Der Verdacht liegt also nahe, dass die Unternehmen die wieder gesunkenen Kosten für Vorleistungen nicht an die Verbraucher weitergeben, sondern sich stattdessen an **höheren Gewinnspannen** erfreuen. Paul Donovan, Chef-Ökonom von UBS Global Wealth Management, fasste dies vor einem halben Jahr in einem Kommentar in der Financial Times folgendermaßen zusammen: “Das ist die aktuelle Inflationsgeschichte. Die Unternehmen haben die höheren Kosten an die Kunden weitergegeben. Aber sie haben auch die Umstände ausgenutzt, um ihre Gewinnspannen zu vergrößern.”

Ob diese These stimmt, müsste sich durch eine gründliche Analyse der Daten feststellen lassen. **Es geht aber um weit mehr als nur eine empirische Frage.** Die Wortwahl von Paul Donovan macht deutlich, wen er für die aktuelle Inflation verantwortlich macht. Es sind die Unternehmen, die “die Umstände ausgenutzt” haben.

Weizenpreis und Brotpreis in den USA



Etwas weniger subtil wird diese These mit dem Begriff der **“Gierflation”** (“greedflation”) zusammengefasst. Die Unternehmen haben demnach aus reiner Gier ihre Absatzpreise stärker angehoben, als es die gestiegenen Inputkosten erfordert hätten. Dass sie damit durchkommen, hat zwei Gründe: Die Nachfrage ist stabil, weil die Verbraucher noch von den Zwangsparsparnissen zehren, die sie wegen der eingeschränkten Konsummöglichkeiten während der Corona-Pandemie aufgebaut haben. Zum anderen hat die Wettbewerbsintensität auf vielen Märkten in den letzten Jahren abgenommen, so dass die gestiegene Marktmacht höhere Preise und somit Monopolgewinne ermöglicht.

Eine der bekanntesten Verfechterinnen dieser These ist die deutsche Ökonomin **Isabella M. Weber**. Das Nachrichtenmagazin Der Spiegel veröffentlichte kürzlich ein langes Interview mit ihr und versah es mit der Überschrift “Bei welchen Produkten zocken uns die Unternehmen ab, Frau Weber?”. In der Online-Version des Artikels können die Leserinnen und Leser die Frage “Haben Sie das Gefühl, Unternehmen nutzen die Inflation aus?” beantworten. 93 Prozent Zustimmung findet die Antwort: “Ja, da ist Abzocke im Spiel”.

**Bei so viel Einigkeit lohnt sich ein genauerer Blick.** Die Tatsache, dass einige Inputpreise gesunken sind, bedeutet noch lange nicht, dass auch die

Produktionskosten der Unternehmen insgesamt gesunken sind. Der Weizenpreis hat – was manchen überraschen mag – nur einen sehr geringen Einfluss auf den Brotpreis. Der wichtigste Kostenfaktor sind mit Abstand die Löhne, die im Durchschnitt einen Anteil von 70 Prozent an den Produktionskosten haben. Der Preis eines Brots im Einzelhandel wird zudem stark von den Mieten beeinflusst, die ein Bäckereigeschäft zahlen muss. Die Mieten sind deutlich gestiegen, so dass einige Bäcker aktuell niedrigere Gewinnmargen als vor der Inflationskrise haben dürfte.

Rückenwind für die Gierflations-These kommt dennoch von vielen Seiten. Josh Bivens vom Economic Policy Institute hat eine einfache Berechnung für den Anteil durchgeführt, der bei Preiserhöhungen auf Arbeitskosten, andere Inputs und Gewinne zurückzuführen ist. Er kommt zu dem Ergebnis, dass der Beitrag der Gewinne seit Anfang 2020 im Vergleich zu den vier Jahrzehnten davor deutlich gestiegen ist. **Das ist interessant, aber kein Beweis dafür, dass tatsächlich die Gewinne die Inflation antreiben.** Es ist durchaus möglich, dass die Kausalität in die andere Richtung geht. Demnach würde die Inflation zu höheren nominalen Gewinnen führen, da Unternehmen Preiserhöhungen in einem inflationären Umfeld leichter durchsetzen können. Ob ihre Gewinne real (also preisbereinigt) überhaupt gestiegen sind, steht auf einem ganz anderen Blatt.

Auch die zunehmende Marktkonzentration muss nicht zwangsläufig zu Inflation führen. Die meisten Untersuchungen zeigen, **dass Unternehmen in wettbewerbsintensiven Branchen unter Kostendruck**

**die Preise stärker anheben als solche, die von nur wenigen Unternehmen dominiert werden.** Der Grund dafür ist, dass Unternehmen, die unter hohem Konkurrenzdruck stehen, nur geringe Gewinnspannen haben und Geld verlieren würden, wenn sie die Preise nicht anheben würden. Umgekehrt gilt für Oligopolisten, dass ihre Preissetzungsmacht sie in die Lage versetzt, auf Gewinne zu verzichten.

Anhänger der Gierflations-These halten dies für eine rein theoretische Überlegung und verweisen auf die **steigenden Gewinne der Unternehmen.** Die Tatsache, dass der Anteil der Gewinne an der Wertschöpfung (die so genannte Profitquote) derzeit steigt, bedeutet jedoch nicht, dass höhere Gewinnmargen der Grund dafür sind. Die Profitquote wird nicht relativ zum Umsatz berechnet, sondern relativ zur Wertschöpfung, die den Wert der Vorleistungen nicht berücksichtigt. Steigt also, wie es derzeit der Fall ist, der relative Preis der Vorprodukte, sinkt die Wertschöpfung. Dies führt – selbst bei konstanten oder sogar rückläufigen Gewinnmargen – zu einer höheren Profitquote. (Die theoretische Begründung dieses Zusammenhangs findet sich [hier](#) oder [hier](#).)

Einigen Branchen wie etwa der Ölindustrie haben in der Krise von höheren Gewinnspannen profitiert. Im Allgemeinen lassen sich der Anstieg der Gewinne und der Profitquote aber auch ohne das Narrativ der gierigen Unternehmer erklären. Die Gründe für den Inflationsschub und die Hartnäckigkeit der Inflation in den letzten Jahren sind komplex. **Einfache Erklärungsmuster, die auch noch gängige Ressentiments bedienen, greifen zu kurz.**

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbusmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de)

#### Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

#### © Copyright 2023

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

#### Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.