

INFLATION IST DIE DUNKLE SEITE DER PREISSETZUNGSMACHT

In Zeiten steigender Inflationsraten ist die Preissetzungsmacht von Unternehmen ein hohes Gut und wird an den Börsen teuer bezahlt. Tatsächlich ist diese Preissetzungsmacht aber auch eine der Ursachen des aktuellen Inflationsschubs. Besonders deutlich wird dies in den USA, wo die Marktkonzentration seit den 1980er Jahren stetig gestiegen ist. Dies ist nicht nur technologischen Erfordernissen und ausländischem Konkurrenzdruck geschuldet, sondern wurde gezielt politisch gefördert. Die Preissetzungsmacht der Unternehmen ist aus Anlegersicht zwar attraktiv, stellt aus geldpolitischer Sicht aber ein Problem dar.

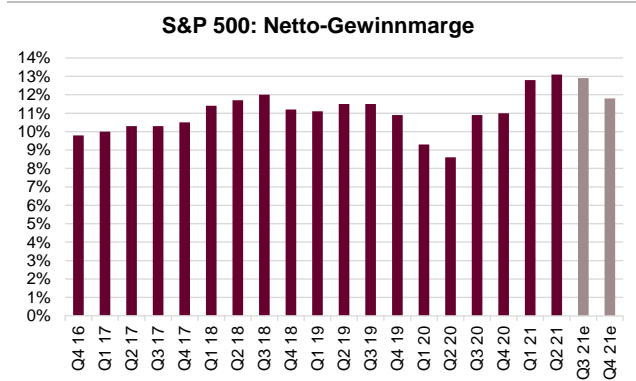
Der **US-Verbraucherpreisindex** ist im Oktober gegenüber dem Vorjahr um 6,2 Prozent gestiegen. Das ist die höchste jährliche Inflationsrate in den USA seit November 1990. Gleichzeitig neigt sich die **Berichtssaison der US-Unternehmen** für das dritte Quartal dem Ende zu. Mehr als 80 Prozent der im S&P 500 gelisteten Unternehmen konnten die Gewinnerwartungen in diesem Zeitraum übertreffen.

Beide Nachrichten scheinen nichts miteinander zu tun zu haben, doch der Schein trügt. Die aktuell hohe Inflation wird, nicht nur in den USA, von steigenden Löhnen, hohen Energiepreisen und knappheitsbedingt steigenden Inputpreisen ausgelöst. Ob all das aber auch tatsächlich zu einer Erhöhung der Verbraucherpreise führt, hängt von den Unternehmen ab, die Güter und Dienstleistungen produzieren. Nur wenn diese Unternehmen in der Lage sind, die gestiegenen Kosten auf die Verbraucher zu **überwälzen**, kommt es auch zu einer Inflation der Verbraucherpreise.

Das ist den meisten Unternehmen in der Tat gelungen. Messen lässt sich das an der **Nettogewinnmarge**, also dem Verhältnis der Nettogewinne zu den Umsätzen. Die Nettogewinnmarge für die Unternehmen des S&P 500 im dritten Quartal 2021 lag bei 12,9 Prozent und damit über dem Wert des Vorjahrs und über dem Fünfjahresdurchschnitt. Im Vorquartal wurde ein neuer Rekordwert von 13,1 Prozent erreicht. Die geschätzte Nettogewinnmarge im vierten Quartal liegt bei 11,8 Prozent und damit immer noch über dem Wert des Vorjahrs.

Für die Aktionäre sind hohe Gewinnmargen eine gute Nachricht. Die **Verbraucher** leiden allerdings, denn sie tragen die volle Last des Kostendrucks und verlieren dadurch Kaufkraft. Wenn ein Unternehmen seine Preise erhöht, werden die Konsumenten nach günstigeren Alternativen suchen. Auf einem Markt mit einer Vielzahl von Anbietern sollte das auch gelingen. Bei hoher

Konkurrenz ist es Unternehmen kaum möglich, gestiegene Kosten auf die Verbraucher zu überwälzen.



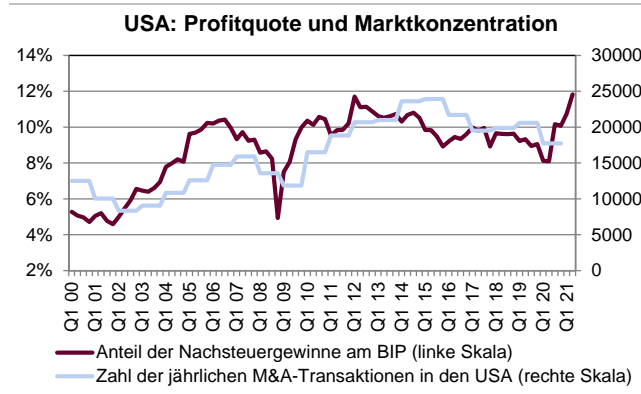
Was also ist der Grund, warum es den Unternehmen so leichtfällt, die Preise anzuheben? Tatsächlich haben viele Firmen in den USA (aber nicht nur dort) eine **marktdominierende Stellung**, die ihnen genug Macht verleiht, um die Preise zu diktieren. Monsanto bestimmt beispielsweise die Preise für den größten Teil des Saatguts in den USA. In Folge der Lehman-Krise kam es zu einer Konsolidierung des Finanzsektors, so dass es nun nur noch fünf sehr große Banken gibt, von denen JP Morgan die größte ist. Gab es 1980 noch zwölf Fluggesellschaften, ist diese Zahl auf vier zusammengeschmolzen, die 80 Prozent der inländischen Sitzplatzkapazität kontrollieren. Boeing und McDonnell Douglas haben 1997 fusioniert, so dass es in den USA nur noch einen großen Hersteller von Zivilflugzeugen gibt. Drei Kabelgesellschaften beherrschen den Breitbandmarkt (Comcast, AT&T und Verizon), während eine Handvoll Arzneimittelhersteller die Pharmaindustrie dominiert (Pfizer, Eli Lilly, Johnson & Johnson, Bristol-Myers Squibb und Merck). Bei Konsumgütern kontrollieren Nestlé, Procter & Gamble und Unilever weite Teile des Markts.

Die marktbeherrschende Stellung vieler Unternehmen macht aus dem Anstieg der Einkaufspreise ein allgemeines Inflationsproblem. Robert Reich, der

ehemalige US-Arbeitsminister, fasst dies in einem Artikel im Guardian folgendermaßen zusammen: “Das eigentliche Problem ist nicht die Inflation an sich. Es ist der **Mangel an Wettbewerb.**” Die Biden-Administration geht noch darüber hinaus und fordert die Untersuchung eines “möglicherweise illegalen Verhaltens” der Ölgiganten ExxonMobil und Chevron, das in den letzten Monaten zum starken Anstieg der Benzinpreise in den USA geführt hätte. Es ist jedoch falsch, den Unternehmen den schwarzen Peter beim Thema Inflation zuzuschreiben. Der Anstieg der Inflationsraten ist nicht das Ergebnis illegaler Preisabsprachen, sondern der Ausdruck von Preissetzungsmacht.

Für die zunehmende Marktkonzentration gibt es eine Reihe von Gründen. Im verarbeitenden Gewerbe spielt die **Konkurrenz aus China** eine Rolle, die schwächere einheimische Wettbewerber aus dem Markt drängt. In anderen Bereichen hat die **Digitalisierung** die Konzentration gefördert. In der digitalen Wirtschaft spielen Netzwerkeffekt und die Größe von Daten-Pools eine zentrale Rolle, was die Bildung von Monopolen begünstigt. Der in den USA lehrende französische Ökonom Thomas Philippon betont in seinem Buch “The Great Reversal” (“Die große Kehrtwende”) noch einen anderen Punkt. Aus seiner Sicht spielen nicht der ausländische Konkurrenzdruck und technologische Anforderungen die Hauptrollen, sondern die **Politik**. Der Rückgang des Wettbewerbs ist demnach auf zunehmende Marktzutrittsschranken und eine schwache Durchsetzung des Kartellrechts zurückzuführen, die durch massive Lobbyarbeit und Wahlkampfspenden unterstützt wird. Seit den 1980er Jahren, als die US-Regierung die Durchsetzung des Kartellrechts praktisch aufgegeben hat, haben sich

zwei Drittel aller amerikanischen Wirtschaftszweige weiter konzentriert. Unternehmensgiganten wie Facebook konnten nur deshalb entstehen, weil Konkurrenten wie Instagram und WhatsApp übernommen werden durften.



Philippon stellt in seinem Buch zudem fest, dass die USA inzwischen in vielen Bereichen eine höhere Marktkonzentration aufweisen als **Europa**. Für diese Beobachtung sprechen auch die Nettogewinnmargen, die in Europa niedriger als in den USA sind. Daraus ergeben sich zwei interessante Schlussfolgerungen. Aus Anlegersicht spricht gerade in einem inflationären Umfeld vieles für US-Aktien, weil die dort ansässigen Unternehmen den Kostendruck besser auf ihre Kunden überwälzen können. Aus geldpolitischer Sicht sind die Inflationsgefahren in den USA dagegen höher als in Europa. Das liegt nicht nur am höheren Lohndruck in den USA, sondern auch an der stärkeren Überwälzbarkeit auf die Verbraucherpreise. Da sich die Marktkonzentration auf kurze Sicht nicht ändern lässt, muss die Geldpolitik reagieren. Der Druck auf die Fed ist daher tatsächlich größer als der auf die Europäische Zentralbank.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@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 2021

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.