



**PE**ak News@BDO

21.12.2021

## **Inflation: Risiko für Private Equity?**

### **1. Gezeitenwende bei der Inflation?**

Stefan Schilbe, HSBC

### **2. Preisschub bei Unternehmenswerten?**

Thomas Kühl, BDO

# 1. Gezeitenwende bei der Inflation?



**Gastautor:**  
Stefan Schilbe  
Chief Economist Germany  
HSBC Düsseldorf

Kaum eine Diskussion wird auf den Kapitalmärkten derzeit so kontrovers geführt wie die über die künftige Inflationsentwicklung. Während die Zentralbanken überwiegend auf den vorübergehenden Charakter der Preissteigerungen verweisen und ihren bisherigen geldpolitischen Kurs weitgehend beibehalten, spekulieren immer mehr Marktteilnehmer auf einen länger anhaltenden Teuerungsschub, der die Notenbanken unweigerlich zum Handeln zwingen wird. Umso wichtiger ist es, angesichts von Multi-Jahreshochs bei der Inflationsrate – in Deutschland stiegen die Konsumentenpreise im November 2021 mit einer Jahresrate von 5,2 Prozent und damit so stark wie zuletzt im September 1992 – auf Ursachenforschung zu gehen. Mehrere Faktoren stechen dabei ins Auge.

## Vier Ursachen für die Inflation



### Erstens:

Massiv steigende Energiepreise. So hat sich der Preis für ein Fass der Sorte Brent Öl in Euro per November zum Vorjahr fast verdoppelt und liegt nur leicht unterhalb seines Drei-Jahres-Hochs. An der spanischen Terminbörse haben sich die Preise für Gas zum Vorjahr sogar versechsfacht.



### Zweitens:

Selten zuvor wurden Unternehmen rund um den Globus gleichermaßen mit ernsthaften Engpässen bei Vorleistungsgütern wie Speicherchips, Halbleitern, aber auch anderen wichtigen Rohstoffen für die Produktion konfrontiert. Ursächlich sind massive logistische Probleme durch die COVID-19-Pandemie, ausgelöst durch Krankheit der Mitarbeiter und die Lockdown-Maßnahmen. In den größten Häfen in den USA und China stockt die Abfertigung – teilweise liegen mehrere Dutzend Containerschiffe vor Anker. Zudem wurden in vielen Teilen der Wirtschaft notwendige Investitionen in Kapazitätserweiterungen in Zuge der gestiegenen Unsicherheit ausgesetzt.

Die mit der knappen Verfügbarkeit einhergehende Verteuerung zeigt sich eindrucksvoll in den Inputpreisen bei den Einkaufsmanagerindizes (PMI), die im Oktober 2021 auf einen neuen Rekordstand in der Eurozone und Deutschland gestiegen sind. In Deutschland waren die Produzentenpreise im November auch energiepreisgetrieben um 19,2 Prozent zum Vorjahr angezogen und damit so kräftig wie zuletzt 1951. Zumindest ein Teil der Verteuerung dürfte von den Unternehmen an die Verbraucher weitergereicht werden, wie der Anstieg der Markt PMI-Outputpreis-Komponente signalisiert. Gleiches droht den Haushalten bei den Versorgungsunternehmen, die die Gas- und Strompreise für die Endverbraucher spätestens zu Jahresbeginn 2022 anheben dürften.



### **Drittens:**

Nach der Lockerung der Lockdown-Maßnahmen traf im Dienstleistungssektor eine aufgestaute Nachfrage auf ein begrenztes Angebot. Nach monatelangen Restriktionen durften die Menschen endlich wieder reisen, ins Restaurant und Theater oder anderen Freizeitaktivitäten nachgehen. Für Unternehmen bot sich hier nach einer langen Durststrecke eine Gelegenheit, die auch durch zusätzlich notwendige Hygienemaßnahmen gestiegenen Kosten über höhere Preise an die Kunden weiterzureichen - eine Gelegenheit, die sich in dieser Form wohl nicht wieder bieten wird.



### **Viertens:**

2021 wurde die Inflationsrate in Deutschland (und damit auch in der Eurozone) auch durch die Wiederanhebung der Mehrwertsteuer zum Anfang des Jahres nach oben gezogen. Der statistische Effekt dürfte sich auf einen vollen Prozentpunkt bei der deutschen Inflation belaufen, wird aber im Januar 2022 basisbedingt aus der Betrachtung herausfallen und für eine niedrigere Inflationsrate 2022 sorgen.



### **Aufwärtstrends- aber auch Abwärtsrisiken**

Summa summarum spricht aus unserer Sicht einiges dafür, dass der Aufwärtstrend bei der Inflationsrate mittelfristig etwas abnehmen wird. Die Energiepreise dürften ausgehend vom aktuellen Niveau eher sinken und der Logistikstau sich perspektivisch auflösen. Berücksichtigt man dann noch den Basiseffekt aus der Mehrwertsteuer, könnte die Inflationsrate in der Eurozone 2022 im Jahresdurchschnitt bei 2,5 Prozent liegen. Das wäre zwar so hoch wie in diesem Jahr, aber deutlich unterhalb des aktuellen Wertes (November) von 4,9 Prozent. Für 2023 sehen wir dann einen Rückfall unter die Zwei-Prozentmarke. Allerdings hat der Teuerungsschub auch bei den langfristigen Inflationserwartungen in der Eurozone Spuren hinterlassen. Aus Finanzmarktpreisen (5Y5Y-Inflationsswaps) abgeleitete Erwartungen für die Teuerung in fünf für die dann folgenden fünf Jahre, also für die Zeit von 2027 bis 2032, haben kürzlich erstmals seit 2014 wieder die Marke von zwei Prozent angekratzt. Die Korrelation zu den Energiepreisen ist hier aber extrem hoch – in dem Maße, in dem sich der Ölpreisanstieg relativiert oder sogar korrigiert, dürften auch die Inflationserwartungen etwas nachlassen.

Liegt die Europäische Zentralbank also damit richtig, die Geldpolitik nur behutsam über eine Reduzierung der Kaufprogramme anzupassen? Prinzipiell ja. Gegen massiv steigende Energiepreise oder einen angebotsgetriebenen Schock bei den Vorleistungsgütern kann die EZB geldpolitisch nur wenig ausrichten. Die Gefahr lauert allerdings in potentiellen Zweitrundeneffekten durch höhere Tarifabschlüsse. Das Risiko ist vor allen Dingen in Deutschland nicht zu unterschätzen. Mittlerweile hat sich die Lage am Arbeitsmarkt hierzulande spürbar verbessert. Die Arbeitslosenquote hat einen Großteil des pandemiebedingten Anstiegs von 5,0 auf 6,4 Prozent bereits korrigiert und dürfte sich in den nächsten zwei Jahren den Tiefstständen aus dem Jahr 2019 nähern. Die Anzahl der Kurzarbeiter hat sich von sechs Millionen in der Spitze zuletzt bereits gezehntelt, während sich die Zahl der offenen Stellen mit großen Schritten den alten Rekordwerten nähert. Mittlerweile, so belegen Umfragen des ifo-Instituts, stellt Personalmangel für Unternehmen bereits ein zentrales Problem dar. Mehr als ein Drittel der Firmen aus dem Verarbeitenden Gewerbes klagten zuletzt über mangelnde Verfügbarkeit von Arbeitskräften.

### **Auf die Lohnentwicklung kommt es an**

Das knappe Angebot in vielen Bereichen der deutschen Wirtschaft verbessert die Verhandlungsgrundlage der Gewerkschaften und dürfte in tendenziell höheren Lohnabschlüssen münden. Allerdings wird in einer Vielzahl von Branchen, so beispielsweise in der wichtigen Metall- und Elektroindustrie, der chemischen Industrie oder auch im öffentlichen Sektor (Bund und Kommunen) erst spät im Jahr 2022 oder sogar erst 2023 neu verhandelt, so dass substanzielle Zweitrundeneffekte mit einer erheblichen Verzögerung auftreten würden. Hinzu kommt aus Sicht der EZB, dass bei weitem nicht in allen Ländern die Arbeitsmarkterholung schon so weit fortgeschritten ist.

Folglich ist zu erwarten, dass die EZB behutsam auf einen Restriktionskurs geht. Auf der Sitzung am 16. Dezember 2021 hat die Notenbank erklärt, das „Pandemic Emergency Purchase Programme“ Ende März 2022 auslaufen zu lassen. Damit es an den Kapitalmärkten nicht zu Verwerfungen kommt, wird das klassische „Asset Purchasing Programme“, über das gegenwärtig Nettoanleihenkäufe im Umfang von EUR 20 Mrd. pro Monat durchgeführt werden, im 2. Quartal 2022 temporär auf EUR 40 Mrd. verdoppelt. Im dritten Quartal will die EZB netto EUR 30 Mrd., im vierten Quartal netto EUR 20 Mrd. pro Monat aufkaufen. Die derzeit bereits in den Finanzmärkten schon für Ende 2022 eingepreisten Leitzinserhöhungen dürften länger auf sich warten lassen. Erst in der zweiten Jahreshälfte 2023 ist daher mit einer kleinen Anhebung des Einlagensatzes um zehn Basispunkte auf -0,40 Prozent zu rechnen.



## 2. Preisschub bei Unternehmenswerten?



**Autor:**

Thomas Kühl  
Partner, Corporate Finance  
BDO Frankfurt am Main

Die täglichen Meldungen über die gestiegene Inflation legen die Frage nahe, ob der Preisschub ursächlich für die aktuell zu beobachtenden erhöhten Unternehmenswerte ist.

Die Inflation wird anhand der Veränderung des Verbraucherpreisindex gemessen. Die Preisentwicklung beruht damit auf einem Warenkorb von rund 650 Güterarten, der sämtliche von privaten Haushalten in Deutschland gekauften Waren und Dienstleistungen repräsentiert.

### **Besteht ein Zusammenhang zwischen der Preisentwicklung dieses Warenkorbs und der Unternehmensentwicklung?**

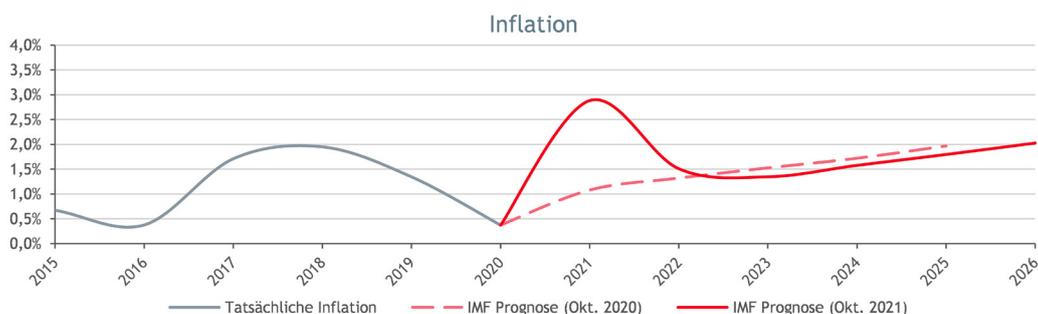
Nein, zumindest kein unmittelbarer Zusammenhang.

Zum einen ist die Entwicklung von Teilen des Warenkorbs für manche Branchen und Unternehmen – zumindest unmittelbar - gänzlich ohne Bedeutung. Zum anderen können Unternehmen auf Preissteigerungen reagieren und gestiegene Beschaffungspreise an ihre Kunden überwälzen. Die Relevanz der Preisentwicklung dieses Warenkorbs auf die Unternehmensentwicklung ist damit zu einem hohen Grad branchen- und insbesondere auch unternehmensspezifisch.

### **Welchen Einfluss hat die heutige bzw. kurzfristige Inflation auf Unternehmenswerte?**

These: Keinen. Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts. Entscheidend sind künftige Entwicklungen und damit die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen.

Die langfristigen Inflationserwartungen sind aktuell jedoch nahezu unverändert – wie nachstehender Vergleich der Prognosen des International Monetary Fund („IMF“) von Oktober 2020 und Oktober 2021 zeigt:



Mittelfristig werden sogar leicht niedrigere Inflationsraten erwartet als noch vor 12 Monaten prognostiziert.

Die langfristigen Prognosen stehen im Einklang mit dem nahezu unveränderten Preisstabilitätsziel der EZB von nun 2% statt bisher „unter, aber nahe 2%“.

### **Welchen Einfluss hat die Inflation auf wesentliche Parameter der Unternehmensbewertung?**

Unternehmenswerte werden regelmäßig anhand von unternehmensspezifischen Gewinnaussichten sowie den Kapitalkosten bestimmt.

Einfluss der Inflation auf die Gewinnaussichten

Bei der Beurteilung von Gewinnaussichten ist die gestiegene Inflation zu berücksichtigen. Entscheidend ist hierbei, welchen Einfluss die wesentlichen Inflationstreiber auf die Inflationserwartung im Allgemeinen und die spezifische Geschäftsentwicklung im Besonderen haben. Aktuell wird die Inflation insbesondere getrieben durch:

- 1 Massiv steigende Energiepreise
- 2 Ernsthafte Engpässe bei Vorleistungsgütern, wie Speicherchips, Halbleitern, sowie wichtigen Rohstoffen für die Produktion
- 3 Gestiegene Dienstleistungspreise in Folge der Lockerung der Lockdown-Maßnahmen
- 4 Wiederanhebung der Mehrwertsteuer
- 5 Künftige Lohnentwicklung

Die Auswirkungen auf die Inflationserwartungen werden im Beitrag „Gezeitenwende bei der Inflation?“ von Stefan Schilbe, Chief Economist Germany der HSBC Deutschland in diesem PE Newsletter diskutiert.

Die Möglichkeiten eines Unternehmens, Preissteigerungen an Kunden zu überwälzen, hängen von branchen- und unternehmensspezifischen Faktoren ab, wie z.B. den Substitutionsmöglichkeiten der Kunden, deren Markentreue und der Konkurrenzsituation auf den Absatzmärkten.

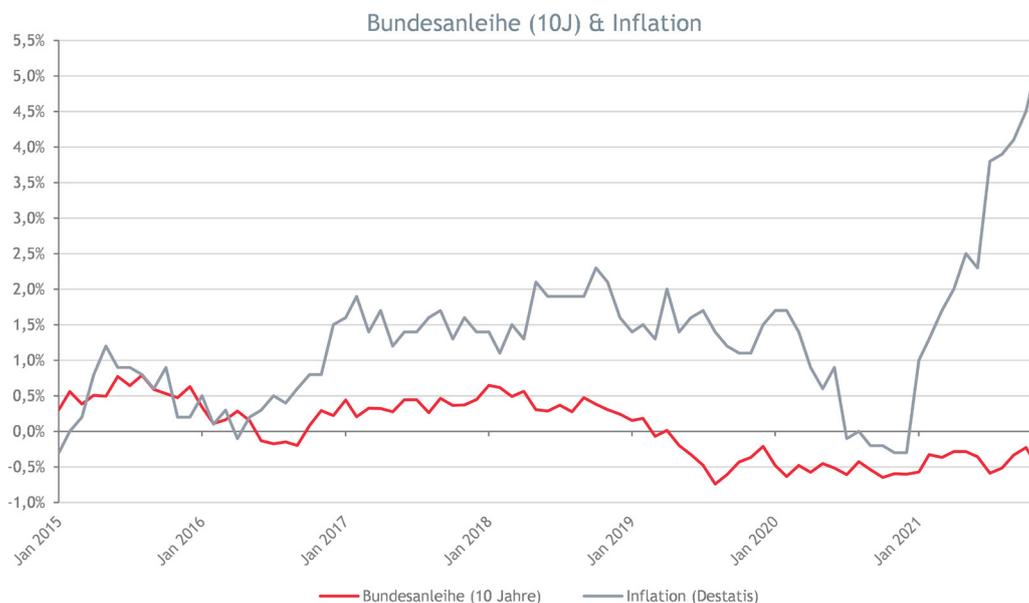
So können insbesondere markenstarke Konsumgüterunternehmen, die den täglichen Bedarf der privaten Haushalte decken, Preissteigerung häufig eher überwälzen als Industrieunternehmen, die aktuell von gestiegenen Energiekosten besonders stark betroffen sind. Die Portfolio-Unternehmen von Private Equity-Investoren verfügen allerdings häufig über gute Marktpositionen und damit verbundene Preissetzungsstärke.

Der Spielraum wiederum, auf gestiegene Energie- bzw. Produktionskosten zu reagieren, ist von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedlich groß. So kann die verwendete Produktionstechnologie maßgeblich dafür sein, ob zu teuer gewordene Produktionsfaktoren durch alternative Faktoren substituiert werden können.

Ob und wie stark Gewinnaussichten von der Inflation beeinflusst werden, ist abhängig von der Branche und insbesondere auch vom Unternehmen selbst. Im Ergebnis ist die unternehmensspezifische Inflationserwartung entscheidend, die die Preisentwicklung der Produktions- bzw. Beschaffungsseite sowie die Fähigkeit des Unternehmens, Preissteigerungen an die eigenen Kunden zu überwälzen, abbildet. Für Private Equity-Investoren ist damit eine genaue Kenntnis über die Entwicklungen in der Branche besonders wichtig.

### **Einfluss der Inflation auf die Kapitalkosten**

Eine hohe Inflation kann insbesondere zu einem Anstieg des Zinsniveaus führen. Ob dies der Fall ist, lässt sich anhand der Entwicklung der Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe als Stellvertreter für den für Bewertungszwecke relevanten risikofreien Zinssatz im Vergleich zur Inflation beobachten:



Aktuell scheint sich die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe von der Inflation entkoppelt zu haben. Dies ist wohl insbesondere darauf zurückzuführen, dass die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen bisher nahezu unverändert sind.

### **Fazit**

Rein bewertungstechnisch ist kein Preisschub der Unternehmenswerte zu erwarten. Der tatsächlich in Teilen zu beobachtende Anstieg der Transaktionspreise ist die Folge von Angebot und Nachfrage, die insbesondere durch die günstigen Finanzierungsmöglichkeiten sowie die im Markt vorhandene Liquidität stimuliert werden. Allerdings sind die Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne je nach Branche unterschiedlich. Zu erwarten ist, dass die Konzentration der Private Equity-Investoren auf weniger zyklische Branchen und „Asset Light“-Geschäftsmodelle weiter zunehmen wird. Vor dem Einstieg werden sie auch genauer hinsehen müssen. Die Due Diligence wird einen entsprechenden Fokus auf drohende Kostensteigerungen und deren Überwälzungsmöglichkeiten setzen müssen.



**BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Fuhlentwiete 12  
20355 Hamburg  
www.bdo.de

**Private Equity Team:**

**Dr. Michael Brauer**

Tel.: +49 211 1371-186  
michael.brauer@bdo.de

**Dietmar Flügel**

Tel.: +49 211 1371-162  
dietmar.fluegel@bdo.de

**Thorsten Schumacher**

BDO Legal  
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH  
Tel.: +49 211 1371-323  
thorsten.schumacher@bdolegal.de

**Dr. Jan Faßhauer**

Tel.: +49 69 95941463  
jan.fasshauer@bdo.de

**Michael Maxeiner**

Tel.: +49 211 1371-185  
michael.maxeiner@bdo.de