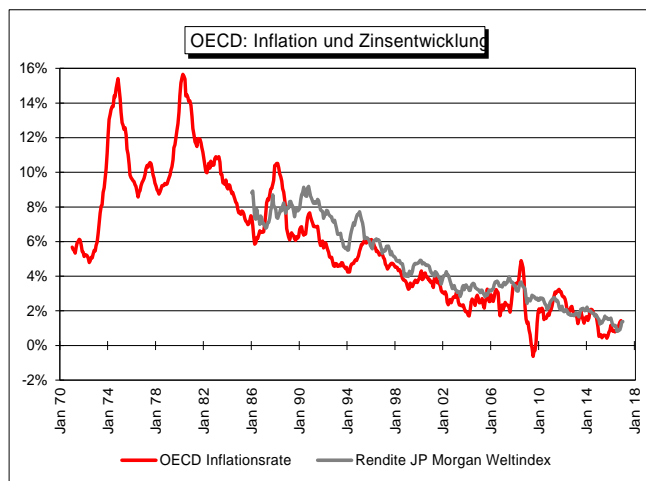


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

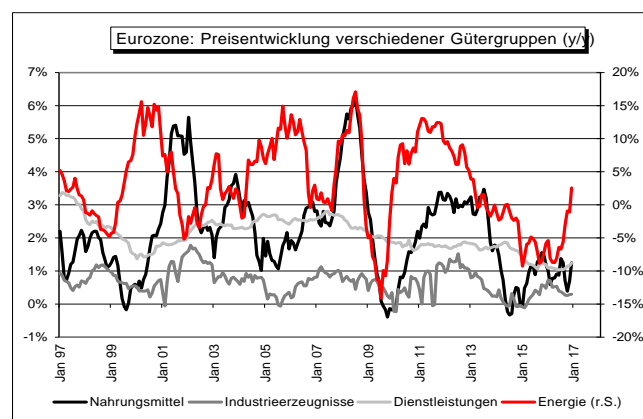
Das Comeback der Inflation: Kommt nun die Zinswende?

Von Herbst 2011 bis Ende vergangenen Jahres kannte die Inflationsrate fast nur eine Richtung: die nach unten. In der Eurozone lag die Inflationsrate im Jahr 2011 in der Spitze bei drei, in den USA bei dreieinhalb und in Großbritannien bei fünf Prozent. In den USA und Großbritannien wurde der Tiefpunkt der Preisentwicklung dann im Laufe des Jahres 2015 erreicht, in der Eurozone dagegen erst im Frühjahr 2016. Deflation war in den vergangenen Jahren die große Sorge der meisten Notenbanken und führte zu einer in dieser Art und Weise noch nie dagewesenen Form einer expansiven Geldpolitik. Insbesondere in den Industrieländern erwiesen sich die Zentralbanken als kreativ und experimentierfreudig. Niedrigzinsen, Mikrozinsen, Nullzinsen, Negativzinsen und die quantitative Lockerung der Geldpolitik mittels des Aufkaufs von Vermögenswerten rückten in den Mittelpunkt des geldpolitischen Geschehens und Vokabulars. Für Anleger, die ihr Geld vor allem auf Girokonten, Sparsbüchern oder in Zinspapieren anlegen, brachen harte Zeiten an, da die Rendite dieser Anlageformen wie Butter in der Sonne zerrann. Im Sommer letzten Jahres war dann der bisherige Tiefpunkt der globalen Zinsentwicklung zu verzeichnen: Die Rendite vieler Staatsanleihen fiel unter die Nulllinie. So wiesen deutsche Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit bis zu 15 Jahren eine negative Rendite auf!



Doch seit einiger Zeit feiert die Inflation ein Comeback. Volkswirte haben auf diese vorhersehbare Entwicklung zwar schon sehr frühzeitig hingewiesen, für die Öffentlichkeit – insbesondere in Deutschland – kommt diese Entwicklung aber dennoch überraschend und sorgt dementsprechend für eine noch größeren Skepsis und auch Kritik hinsichtlich der Angemessenheit der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. Schließlich ist die harmonisierte deutsche Inflationsrate im Dezember 2016 auf 1,6 Prozent angestiegen, womit sie das höchste Niveau seit November 2013 erreichte. Zudem ist absehbar, dass die Preise in der nächsten Zeit weiter steigen werden und die „magische Inflationsgrenze“ von zwei Prozent, die die EZB für ihre geldpolitischen Handlungen in den Mittelpunkt stellt, in Deutschland überschritten werden wird.

Dennoch sollte niemand erwarten, dass dies die EZB unter Zugzwang bringt, an ihrer Geldpolitik schnell etwas zu ändern. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass die Preise in der Eurozone im Dezember 2016 nur um 1,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr angestiegen sind – also deutlich weniger als es in Deutschland der Fall ist. Zum anderen ist der Inflationsanstieg zumindest bislang in erster Linie auf einen sogenannten Basiseffekt zurückzuführen. Da die Inflationsrate die Veränderung der Preise eines bestimmten Warenkorbs gegenüber dem Vorjahresniveau misst, muss man nach den Gütergruppen Ausschau halten, deren Preise sich in den vergangenen zwölf Monaten stark verändert haben. Dies sind bislang fast nur die Energiepreise.



Während ein Fass der Sorte Brent-Öl vor einem Jahr 33 Euro kostete, ist der Preis auf zuletzt 52 Euro angestiegen, ein Plus von fast 60 Prozent. Dies hat dazu geführt, dass sich die Energiepreise in der Eurozone, deren Anteil am gesamten Warenkorb sich auf gut 10 Prozent beläuft, deutlich verteuert haben. Im Dezember 2016 lagen die Energiepreise um 2,6 Prozent über ihrem Vorjahresniveau, sodass sie die Gesamtinflationsrate um rund 0,3 Prozentpunkte in die Höhe getrieben haben. Im Januar hat sich diese Tendenz verstärkt. Vermutlich weisen die Energiepreise dann einen Anstieg von etwa 8 Prozent gegenüber dem Vorjahr auf, mithin wird auf die Energiepreise ein Anteil von 0,8 Prozentpunkten an der gesamten Inflation entfallen. Bleiben die Steigerungsraten der übrigen Komponenten im Warenkorb (Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse und Dienstleistungen) unverändert, wird die Gesamtinflationsrate um 0,5 Prozentpunkte höher ausfallen als im Dezember.

Die Veränderungen der Inflationsrate in der Eurozone sind in den vergangenen Jahren fast ausschließlich auf die Schwankungen der Energiepreise zurückzuführen gewesen. Die Preisentwicklung des restlichen und größten Teils des Warenkorbs (rund 90 Prozent) war hingegen vergleichsweise unauffällig und stabil. Die meisten Notenbanken – auch die Europäische Zentralbank – machen ihre geldpolitischen Entscheidungen in erster Linie von der Entwicklung der sogenannten Kerninflation abhängig und blenden damit die Veränderungen bei Energie- und Nahrungsmittelpreisen (weitgehend) aus. Die Logik hinter dieser Vorgehensweise ist darin zu sehen, dass beide Preiskomponenten kaum von der Geldpolitik beeinflusst werden können. Für die Ener-

giepreise spielt vor allem das Angebot der OPEC-Staaten eine entscheidende Rolle, während sich Nahrungsmittelpreise meistens dann deutlich verändern, wenn es wetterbedingt zu besonders guten oder schlechten Ernten kommt.

Im Dezember 2016 betrug die Kerninflationsrate in der Eurozone 0,9 Prozent, der Abstand zur Zwei-Prozent-Marke ist also immer noch sehr groß. Zudem ist bislang nicht zu erkennen, dass die Kerninflationsrate in der nächsten Zeit deutlicher ansteigt. Solange dies so ist, wird auch die Gesamtinflationsrate kaum die Zielmarke der Notenbank von zwei Prozent erreichen, zumal der Basiseffekt bei den Energiepreisen im Februar und März seinen Höhepunkt erreicht. Nur wenn sich der Ölpreis in den nächsten Monaten Richtung 75 oder 80 Euro bewegen würde (wovon wir nicht ausgehen), würden die Energiepreise dauerhaft einen höheren Beitrag zur Inflationsrate liefern. Von daher halten wir es für wahrscheinlich, dass die Preissteigerung in der Eurozone in diesem Frühjahr mit knapp zwei Prozent ihren Höhepunkt erreicht, dann für einige Zeit auf diesem Niveau verharrt und sich zum Jahresende wieder etwas verringert.

Die Angst vor einer zu hohen Inflation ist unseres Erachtens nach unbegründet. Im Gegenteil, etwas höhere Inflationsraten haben zum Teil sogar positive Nebenwirkungen. Dies gilt beispielsweise für die Staatsverschuldung. Da es für die Beurteilung der Solvenz eines Landes nicht auf die absolute Höhe der Verschuldung ankommt, sondern auf deren Relation zur gesamtwirtschaftlichen Leistungsfähigkeit, verschafft eine höhere Inflationsrate gerade den hoch verschuldeten Ländern etwas mehr finanzpolitischen Spielraum. So führt ein höheres nominales Wirtschaftswachstum, das sich aus dem realen Wachstum zuzüglich der Inflationsrate ergibt, unter sonst gleichen Voraussetzungen zu einer geringeren Schuldenquote. Dies gilt zumindest dann, wenn der Staat nicht im selben Ausmaß seine Verschuldung erhöht. Hierzu ein Beispiel: Ein Staat mit einer nominalen Wirtschaftsleistung von 1000 Milliarden Euro hat Staatsschulden von 600 Milliarden Euro; die Schuldenquote beträgt 60 Prozent. Steigen die Schulden um fünf Prozent auf 630 Milliarden Euro und nimmt die Wirtschaftsleistung ebenfalls um fünf Prozent auf 1050 Milliarden zu (aufgrund eines realen Wachstums von drei Prozent und einer Inflation von zwei Prozent), bleibt die Schuldenquote unverändert bei 60 Prozent. Steigt die Inflationsrate dagegen von zwei auf fünf Prozent, erhöht sich das nominale Wachstum in diesem Beispiel auf acht Prozent, sodass die Wirtschaftsleistung von 1000 auf 1080 Milliarden ansteigt. Als Folge sinkt die Schuldenquote von 60 auf 58,3 Prozent.

Allerdings funktioniert diese Art der Entschuldung in unserem Beispiel nur unter der Voraussetzung, dass die Schulden nicht stärker ansteigen, wenn die Wachstums- bzw. die Inflationsrate höher ausfallen. Neben den diskretionären Ausgaben, die der Staat für Soziales, für die Verteidigung, den Straßenbau oder die Bildung aufzuwenden hat, spielen die Zinsausgaben eine entscheidende Rolle. Denn wenn die Zinsen im selben Ausmaß anstiegen wie die Inflation, wäre aus Verschuldungssicht nichts gewonnen. Als Faustregel gilt, dass die Schuldenquote dann sinkt, wenn der Zinssatz geringer ist als die nominale Wachstumsrate – und der Staat gleichzeitig einen ausgeglichenen Primärhaushalt hat. Dies

bedeutet, dass die (diskretionären) Staatsausgaben ohne die Zinszahlungen nicht höher sind als die Staatseinnahmen.

Diese Überlegungen dürften für die Geldpolitik der EZB eine noch höhere Priorität haben als die Frage, ob das Inflationsziel erreicht oder überschritten wird. Denn das Anleiheaufkaufprogramm „garantiert“ gewissermaßen, dass die Zinsen, zu dem sich die Staaten refinanzieren müssen, sehr niedrig bleiben – selbst wenn die Inflationsrate ansteigt. Von daher halten wir die Wahrscheinlichkeit für eine Zinswende, die diese Bezeichnung auch verdient, für unwahrscheinlich. Da die EZB mit ihrer Geldpolitik das kurze Ende der Zinsstrukturkurve kontrolliert und für anhaltend niedrige (bzw. sogar negative) Renditen sorgt, dürfte es auch am „langen Ende“, also bei den längeren Restlaufzeiten, nur zu geringen Effekten kommen. Allerdings hängt das „lange Ende“ stärker von der Entwicklung am Kapitalmarkt und weniger von der Geldpolitik ab.

Die Kapitalmarktrenditen in der Eurozone werden dabei zu einem nicht unerheblichen Maß von der US-amerikanischen Zinsentwicklung beeinflusst. Seit Ende September ist die Rendite für 10-jährige US-Treasuries um rund 100 Basispunkte angestiegen, wobei der größte Teil des Anstiegs nach der Wahl Donald Trumps zu verzeichnen war. Dies ist darauf zurückzuführen, dass eine Umsetzung seiner Wahlversprechen zu mehr Wirtschaftswachstum und zu mehr Inflation führen könnte. Auch die US-Notenbank hat auf die Trump-Wahl reagiert und für dieses Jahr drei statt wie vor der Wahl nur zwei Zinserhöhungen in Aussicht gestellt, doch die Kapitalmarktteilnehmer gehen bislang mehrheitlich nur von zwei Zinsschritten aus. Da aber die Wachstums- und Inflationsprognosen der Federal Reserve für dieses Jahr sehr moderat ausfallen, könnten diese das erste Mal seit vielen Jahren übertroffen werden. Von daher sind drei Zinserhöhungen plausibel. Da ein solches Szenario noch nicht in den Kursen enthalten ist, halten wir einen weiteren, wenn auch nur moderaten Renditeanstieg in den USA für wahrscheinlich.

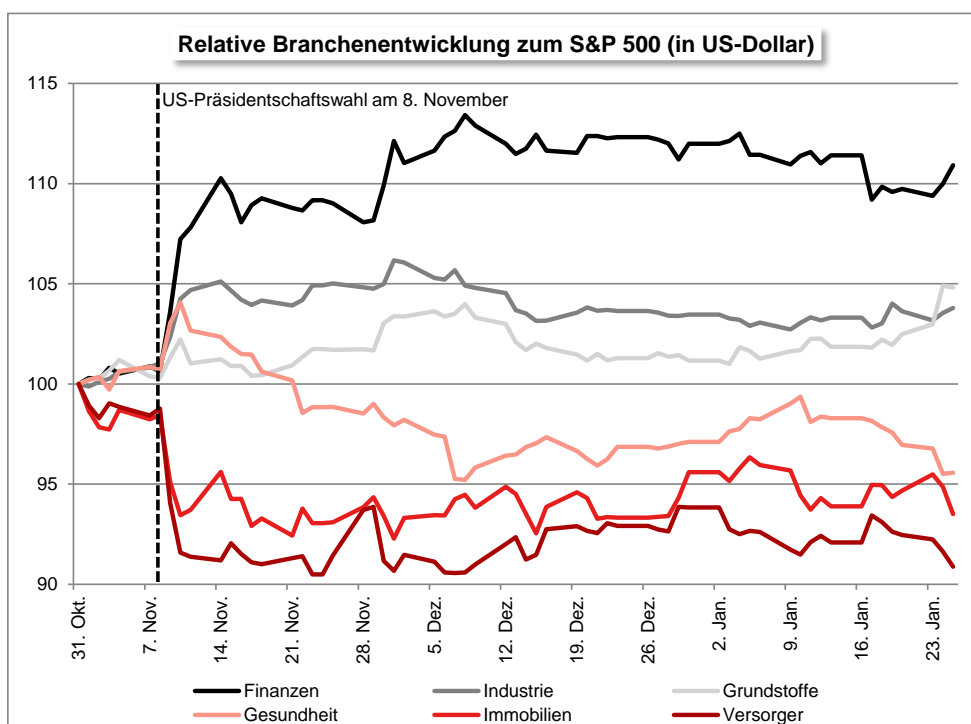
Auch wenn die Geldpolitik der EZB derzeit noch einen ganz anderen Weg verfolgt als dies in den USA der Fall ist, dürften höhere US-Renditen nicht ohne Auswirkung auf den europäischen Rentenmarkt bleiben. Allerdings bleibt die Europäische Zentralbank als großer Marktteilnehmer, der auch weiterhin Staatsanleihen kauft, zunächst im Spiel. Dies spricht von der Tendenz her für eine Seitwärtsbewegung bei den Renditen. Spannend wird es jedoch in der zweiten Jahreshälfte werden. Denn wohl spätestens Ende des dritten oder Anfang des vierten Quartals wird die EZB sich zur Geldpolitik im Jahr 2018 äußern. Die etwas höhere Inflationsrate und ein sich abzeichnendes stabiles Wirtschaftswachstum sprechen dafür, dass die Notenbank nicht länger „hinter der Kurve“ bleiben und ein Tapering, also eine Reduzierung der Anleihenkäufe, beschließen wird. Voraussetzung hierfür ist aber auch, dass sich die vielfältigen politischen Risiken in diesem Jahr nicht materialisieren. Für diesen Fall könnten die Renditen in der Eurozone zum Jahresende hin wieder stärker ansteigen. Dennoch bedeutet dies noch lange nicht, dass wieder rosige Zeiten für Zinsanleger anbrechen, denn im historischen Vergleich werden die Zinsen und Renditen wohl niedrig bleiben.

Wochenausblick für die Zeit vom 30. Januar bis 3. Februar 2017

	Aug	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,0%	0,1%	0,2%	0,1%	0,7%	-0,5%	30. Januar
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,4%	0,7%	0,8%	0,8%	1,7%	2,1%	30. Januar
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-8	-1	-14	-6	-17	-4	31. Januar
D: Arbeitslosenquote	6,1	6,1	6,0	6,0	6,0	6,0	31. Januar
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,0	-1,4	2,7	-1,7	1,1		31. Januar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	53,6	54,3	55,0	54,3	55,6	56,5	1. Februar
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	51,7	50,9	54,2	55,1	54,3	53,2	3. Februar
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	0,2%	0,4%	0,5%	0,6%	1,1%	1,6%	31. Januar
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	10,0	9,9	9,8	9,8	9,8	9,8	31. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	51,7	52,6	53,5	53,7	54,9	55,1	1. Februar
E-19: Produzentenpreise m/m	-0,2%	0,1%	0,8%	0,3%	0,4%		2. Februar
E-19: Produzentenpreise y/y	-1,9%	-1,5%	-0,4%	0,1%	1,3%		2. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	52,8	52,2	52,8	53,8	53,7	53,6	3. Februar
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	-0,1%	-0,3%	1,4%	-0,4%	0,4%		3. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Der Trump-Effekt hält an



Der US-Leitindex Dow Jones Industrials hat gestern zum ersten Mal in seiner Geschichte die Marke von 20.000 Punkten überschritten. Damit setzte sich die nach dem Wahlsieg des neuen US-Präsidenten Donald Trump eingesezte Rallye an den Aktienmärkten eindrucksvoll fort. Seit Bekanntwerden der Wahlergebnisse ist der breite S&P 500 um knapp acht Prozent gestiegen, allerdings begleitet durch eine ausgeprägte Branchendiffusion. Betrachtet man die 11 GICS-Sektoren, so besteht zwischen dem besten (Finanzen) und dem schlechtesten Sektor (Versorger) eine absolute Performance-Differenz von knapp 20 Prozentpunkten. Aufgrund der durch Trump in Aussicht gestellten expansiven Fiskalpolitik haben die Inflationserwartungen deutlich angezogen. Dies hat dazu geführt,

dass aufgrund der Angst vor schneller als erwartet steigenden Zinsen die zinsensensitiven Sektoren Versorger und Immobilien im relativen Vergleich mit dem S&P 500 am schlechtesten aussehen. Die großen Gewinner sind Aktien aus den Sektoren Finanzen, Industrie und Grundstoffe. Einzig der Sektor Gesundheit konnte nicht wie erwartet profitieren. Der Sektor hatte schon in den Monaten vor der Wahl relativ zum breiten Markt verloren, da Trumps Opponentin Clinton bereits im Wahlkampf der Preispolitik der Pharmaunternehmen den Kampf angesagt hatte. Demensprechend reagierten die Kurse auch positiv auf den Wahlausgang. Inzwischen gehört der Sektor allerdings wieder zu den Verlierern, da Trump mittlerweile ähnliche Töne wie Clinton anschlägt.

	Stand 26.01.2017 17:17	Veränderung zum			
		19.01.2017 -1 Woche	23.12.2016 -1 Monat	25.10.2016 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20107	1,9%	0,9%	10,7%	1,7%
S&P 500	2298	1,5%	1,5%	7,2%	2,6%
Nasdaq	5656	2,1%	3,5%	7,1%	5,1%
DAX	11833	2,0%	3,3%	10,0%	3,1%
MDAX	22870	1,0%	3,5%	7,5%	3,1%
TecDAX	1858	1,2%	3,9%	5,7%	2,6%
EuroStoxx 50	3313	0,7%	1,2%	7,3%	0,7%
Stoxx 50	3041	0,9%	1,4%	6,4%	1,0%
SMI (Swiss Market Index)	8415	1,7%	2,2%	6,1%	2,4%
FTSE 100	7154	-0,8%	1,2%	1,9%	0,2%
Nikkei 225	19058	-0,1%	-1,9%	9,7%	-0,3%
Brasilien BOVESPA	66438	3,9%	14,7%	4,0%	10,3%
Russland RTS	1164	2,4%	4,1%	16,1%	1,0%
Indien BSE 30	27708	1,5%	6,4%	-1,4%	4,1%
China Shanghai Composite	3159	1,9%	1,6%	0,9%	1,8%
MSCI Welt (in €)	1806	1,7%	0,6%	8,3%	2,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	912	2,0%	6,2%	1,3%	4,6%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	161,42	-161	-224	-260	-273
Bobl-Future	132,70	-59	-75	109	-93
Schatz-Future	112,13	-9	-17	7	-16
3 Monats Euribor	-0,33	0	-1	-2	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	-4	-7	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,04	0	4	15	4
Fed Funds Future, Dez 2017	1,13	-1	-3	36	0
10-jährige US Treasuries	2,55	9	1	79	10
10-jährige Bunds	0,49	11	35	54	38
10-jährige Staatsanl. Japan	0,09	2	3	16	4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,05	11	11	45	16
US Treas 10Y Performance	565,55	-0,5%	0,2%	-5,6%	-0,7%
Bund 10Y Performance	601,49	-0,9%	-1,6%	-3,2%	-1,9%
REX Performance Index	481,21	-0,5%	-0,5%	-1,4%	-0,8%
IBOXX AA, €	0,83	7	12	36	16
IBOXX BBB, €	1,62	5	8	33	12
ML US High Yield	6,25	-4	-25	-10	-21
JPM EMBI+, Index	782	0,1%	1,7%	-3,5%	1,2%
Wandelanleihen Exane 25	6952	0,0%	0,9%	2,6%	0,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	431,75	0,6%	4,1%	2,3%	2,6%
MG Base Metal Index	300,32	1,4%	6,3%	16,3%	7,3%
Rohöl Brent	56,37	3,8%	3,0%	10,8%	-0,6%
Gold	1186,50	-1,3%	4,7%	-6,8%	2,5%
Silber	16,99	0,7%	7,7%	-4,3%	5,9%
Aluminium	1836,75	0,1%	6,0%	10,6%	7,8%
Kupfer	5922,25	3,7%	8,6%	25,4%	7,2%
Eisenerz	83,50	2,5%	9,2%	38,0%	4,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	862	-8,5%	-10,3%	6,0%	-10,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0661	-0,1%	2,1%	-1,9%	1,1%
EUR/ GBP	0,8481	-1,7%	-0,6%	-5,3%	-0,6%
EUR/ JPY	122,35	0,1%	-0,2%	7,7%	-0,9%
EUR/ CHF	1,0682	-0,4%	-0,3%	-1,5%	-0,5%
USD/ CNY	6,8768	0,1%	-1,1%	1,4%	-1,1%
USD/ JPY	113,29	-1,4%	-3,5%	8,7%	-3,1%
USD/ GBP	0,7958	-2,1%	-2,5%	-3,5%	-1,7%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die herein zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.