



Konjunktur und Strategie

20. Juni 2024

Inflationsziel zwei Prozent: Vermutlich Wunschdenken!

Seit dem Höhepunkt der Inflationsrate im Herbst 2022 hat sich die Preissteigerungsrate deutlich zurückgebildet. Inzwischen liegen die Inflationsraten in den meisten Ländern wieder zwischen zwei und drei Prozent und damit in einem einigermaßen tolerierbaren Bereich. Die immer noch restriktive Geldpolitik wird – in Verbindung mit einer nach wie vor nicht überschäumenden Konjunktur – zudem ihren Beitrag dazu leisten, dass die Inflationsraten in den kommenden Monaten im Trend weiter fallen werden. Vordergründig ließe sich also sagen, dass damit das Gespenst der Inflation gebändigt wurde. So leicht kann man es sich jedoch nicht machen.

Zum einen ändern niedrige Inflationsraten nichts an der Tatsache, dass sich Preise nun auf einem dauerhaft höheren Niveau befinden. Dies birgt eine gewisse politische Brisanz. Selbst bei einer hypothetischen Inflationsrate von null Prozent im Jahr 2025 werden viele Bestandteile des Warenkorbtes 20% oder 30% teurer als vor einigen Jahren sein – das geht nicht spurlos an Menschen vorbei, die sich zuvor an fast konstante Preise über längere Zeiträume gewöhnt hatten. Zum anderen muss davor gewarnt werden, dass das Erreichen der Zielmarke von zwei Prozent Inflation (und dies wird in den nächsten Quartalen der Fall sein) bedeutet, dass danach das Inflationsproblem grundsätzlich gelöst ist. Es gibt vielmehr viele Gründe zur Annahme, dass in den kommenden Jahren mit einer strukturell leicht erhöhten Inflationsrate zu rechnen ist.

Wenn man über Inflationsraten redet, ist es zudem wichtig zu verstehen, dass die Berechnung der Inflationsrate immer mit gewissen Unsicherheiten verbunden ist. Die

eine „wahre“ Inflationsrate gibt es gar nicht. Die Höhe der Inflationsrate ist abhängig von der Zusammensetzung des Warenkorbtes sowie der Berechnungsmethode. Das gilt vor allem für Zeiträume, in denen die Preisentwicklung der Bestandteile des Warenkorbtes sehr heterogen ist. Das war zuletzt der Fall; aber auch über die letzten 20 Jahre hat sich eine gewaltige Differenz in der Preisentwicklung zwischen verschiedenen Gütergruppen und Dienstleistungen in Europa entwickelt, wie die folgenden Tabellen verdeutlichen.

Güter und Dienstleistungen mit einem starken Anstieg der Preise seit 2004 (in Prozent)

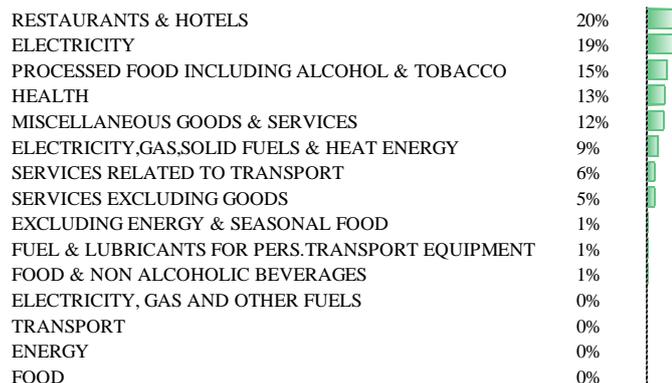
ELECTRICITY, GAS AND OTHER FUELS	150%
LIQUID FUELS	147%
GAS	145%
ELECTRICITY	142%
HEAT ENERGY	140%
JEWELLERY, CLOCKS AND WATCHES	131%
TOBACCO	128%
SOLID FUELS	120%
OILS AND FATS	106%
PASSENGER TRANSPORT BY AIR	92%
NEWSPAPERS AND PERIODICALS NADJ	92%
ALCOHOLIC BEVERAGES, TOBACCO & NARCOTICS	91%
PASSENGER TRANSPORT BY SEA AND INLAND WATERWAY	84%
FUEL & LUBRICANTS FOR PERSONAL TRANSPORT EQUIPMEN	83%
MAINTENANCE & REPAIR OF PERSONAL & TRANSPORT EQUI	79%

Güter und Dienstleistungen mit einem Rückgang oder leichten Anstieg der Preise seit 2004 (in Prozent)

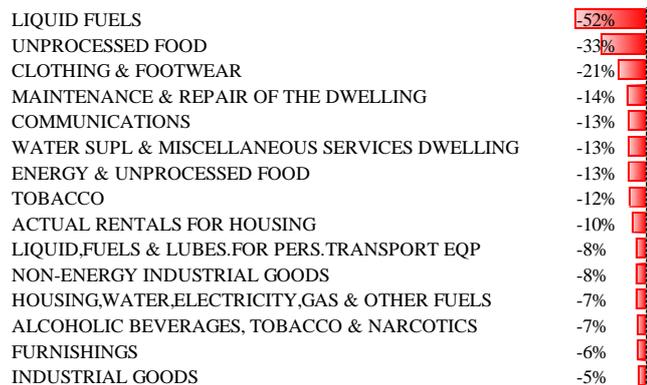
TELEPHONE & TELEFAX EQUIPMENT	-84%
EQUIP. FOR RECEPTION, RECORDING OF SOUND, PICTURES	-73%
INFORMATION PROCESSING EQUIPMENT	-71%
PHOTOGRAPHIC & CINEMATOGRAPHIC EQUIP.& OPTC. INSTF	-63%
AUDIO VISUAL,PHOTOGRAPHIC & INFO. PROCESSING EQUIP	-61%
RECORDING MEDIA	-29%
COMMUNICATIONS	-27%
TELEPHONE & TELEFAX SERVICES	-19%
GAMES, TOYS & HOBBIES	-6%
HOUSEHOLD APPLIANCES INC. ELECTRICAL	-5%
HOUSEHOLD APPLIANCES	-1%
EQUIPMENT FOR SPORT, CAMPING & OPEN AIR RECREATION	5%
GARMENTS	14%
E CLOTHING	15%
CLOTHING & FOOTWEAR	16%

Nun ließe sich vermuten, dass Gütergruppen, die einen besonders starken Anstieg in den Preisen verzeichnen, langfristig auch einen Anstieg der Gewichtung im Warenkorb erleben. Denn durch den Anstieg der Preise wird ein immer größerer Teil des Konsums von diesen Gütergruppen absorbiert. Die folgenden zwei Tabellen zeigen jedoch, dass diese Annahme nicht zwingend zutrifft.

Güter und Dienstleistungen mit einem starken Anstieg der Gewichtung im Warenkorb in Prozent seit 2004



Güter und Dienstleistungen mit einem starken Rückgang der Gewichtung im Warenkorb in Prozent seit 2004



So hat sich beispielsweise der Anteil von „Liquid Fuels“ am Warenkorb halbiert, obwohl die Preise um etwa 150% gestiegen sind. Diese Entwicklung erscheint auf den ersten Blick wenig plausibel und wird von Verschwörungstheoretikern als Hinweis auf Manipulationen in der Statistik gedeutet. Der Grund für diese Entwicklung ist jedoch ganz profan. So sind solche relativen Veränderungen einfach der Ausdruck von Substitutionseffekten. Bei steigenden Preisen werden teure Güter gemieden und durch andere ersetzt. Zudem gibt es technischen Fortschritt und strukturellen Wandel. Bei flüssigen Brennstoffen ist das ganz offensichtlich. Es wird heute dramatisch weniger mit Öl geheizt als vor 20 Jahren, und auch bei Autos lassen sich hier erste Effekte der Elektromobilität beobachten. Etwas kritischer ist allerdings der Umgang mit Qualitätssteigerungen in der Statistik. So fällt auf, dass es gerade bei vielen technologieelastigen

Gütern in den letzten 20 Jahren teils deutliche Preisrückgänge gegeben haben soll. Das mag verwundern, denn aus eigener Erinnerung würde man zunächst vermuten, dass Kameras, Mobiltelefone, Computer und Spielekonsolen definitiv nicht günstiger geworden sind. In den Preisstatistiken findet hier jedoch auch die Qualitätsentwicklung Einzug. So wird behauptet, dass pro Qualitätseinheit der Preis gesunken sei, was auch stimmt, wenn man z.B. den Computerpreis in Relation zur Prozessorgeschwindigkeit setzt. Das Problem hierbei ist, dass je nach verwendeter Methode bei technologieintensiven Gütern so ziemlich jede Preissteigerung abgeleitet werden kann. Das dürfte auch einer der Gründe sein, warum die „gefühlte“ Inflation immer ein wenig höher ausfällt als in der offiziellen Statistik.

Langfristig leicht erhöhter Inflationsdruck

Sorgen bereitet uns aber eher die langfristige Perspektive. Geht man davon aus, dass die Welt Schritt für Schritt in zwei wirtschaftliche Sphären zerfällt (westliche Welt vs. autokratische Staaten), könnte dies bei dann steigenden Zöllen im Handel zwischen diesen beiden Blöcken zu inflationären Effekten führen. Der massive Anstieg des Preisniveaus könnte zudem auch in den kommenden Jahren zu überdurchschnittlich hohen Lohnforderungen führen, selbst wenn die Inflationsraten wieder vergleichsweise moderat ausfallen. Dieser „Nachhall“ der massiven Inflation aus den Jahren 2021-2023 kann somit auch mittelfristig Spuren hinterlassen und eine Lohn-Preis-Spirale befördern. Diese wird sicher deutlich moderater ausfallen als in den 70er Jahren – messbar dürfte sie trotzdem sein. Zudem bereitet uns die gewaltige und weiter steigende Staatsverschuldung in vielen Ländern Sorgen. Gerade erst wurden gegen sieben EU-Länder von der EU-Kommission ein Defizitverfahren eingeleitet, aber auch in den USA und in Großbritannien wächst die staatliche Verschuldung in erstaunlichem Ausmaß. Die beunruhigende Entwicklung besteht darin, dass in vielen Ländern populistische Parteien und Politiker erfolgreich sind, die diesen Trend eher verstärken als abschwächen werden. In Folge dieser Entwicklung könnten die Renditen eher ansteigen, was Notenbanken mittelfristig wiederum veranlassen könnte, mit einer expansiven Geldpolitik gegenzusteuern. Auch das hätte mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung wiederum inflationäre Effekte. All diese Gründe lassen vermuten, dass eine langfristig durchschnittliche Inflationsrate von zwei Prozent ein (zu?) optimistisches Szenario ist. Wir würden vermuten, dass ein Wert von etwa 2,5% ein realistischeres Szenario darstellt.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	20.06.2024 18:19	Retrieving... -1 Woche	Retrieving... -1 Monat	Retrieving... -3 Monate	13.06.2023 -12 Monate	Retrieving... YTD
Dow Jones	38960	0,4%	-1,2%	-0,2%	13,9%	3,4%
S&P 500	5558	4,0%	6,5%	7,6%	27,2%	16,5%
Nasdaq	17848	4,2%	8,9%	10,3%	31,5%	18,9%
Russell 2000	2024	-0,1%	-1,9%	-2,3%	6,7%	-0,2%
DAX	18254	-1,6%	-2,6%	1,6%	12,5%	9,0%
MDAX	25716	-4,3%	-4,1%	-2,4%	-6,4%	-5,2%
TecDAX	3311	-4,1%	-2,5%	-3,7%	1,9%	-0,8%
EuroStoxx 50	4948	-2,1%	-2,6%	-1,1%	13,8%	9,4%
Stoxx 50	4545	-0,6%	0,3%	3,3%	13,8%	11,0%
Nikkei 225	38633	-0,1%	1,2%	-0,2%	17,0%	15,4%
MSCI Welt	3524	1,3%	3,0%	3,8%	20,3%	11,2%
MSCI Welt SRI	3326	1,2%	3,0%	-7,1%	15,0%	6,9%
MSCI Emerging Markets	1095	2,1%	1,5%	4,7%	8,1%	7,0%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	132,55	233	165	-18	-110	-467
Bobl-Future	116,64	124	-20	-130	30	-264
Schatz-Future	105,73	52	49	4	41	-82
3 Monats Eumbor	3,71	-20	-20	-20	19	-17
3M Eumbor Future, Dez 2024	3,31	-10	5	30	22	101
3 Monats \$ Labor	5,61	1	2	2	6	2
Fed Funds Future, Dez 2024	4,97	-8	-2	35	113	114
10-jährige US Treasuries	4,27	-17	-23	7	44	40
10-jährige Bunds	2,43	-17	-6	9	0	43
10-jährige Staatsanl. Japan	0,97	0	3	21	54	34
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,66	-21	-10	-6	-30	-4
IBOXX AA, €	3,46	-8	4	15	-19	40
IBOXX BBB, €	4,01	-8	2	11	-53	26
ML US High Yield	7,98	-12	-13	14	-61	19
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	85,36	7,1%	2,6%	2,1%	14,9%	9,9%
Gold	2356,20	1,8%	0,8%	8,5%	20,8%	14,1%
Silber	28,76	-1,8%	2,0%	15,7%	21,0%	18,6%
Kupfer	9663,72	0,3%	-4,2%	9,4%	14,4%	14,2%
Eisenerz	107,11	-1,3%	-8,7%	-4,2%	-4,7%	-21,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1943	3,3%	-6,0%	-18,0%	80,9%	-7,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0707	-1,8%	-0,8%	-2,1%	-0,8%	-3,1%
EUR/ GBP	0,8453	-0,5%	-1,7%	-1,1%	-1,4%	-2,5%
EUR/ JPY	170,00	0,3%	1,0%	5,0%	12,9%	8,7%
EUR/ CHF	0,9537	-1,6%	-2,5%	-0,6%	-2,5%	3,0%

Quelle: Refinitiv Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@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 hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Annullierung 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. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.