

Konjunktur und Strategie

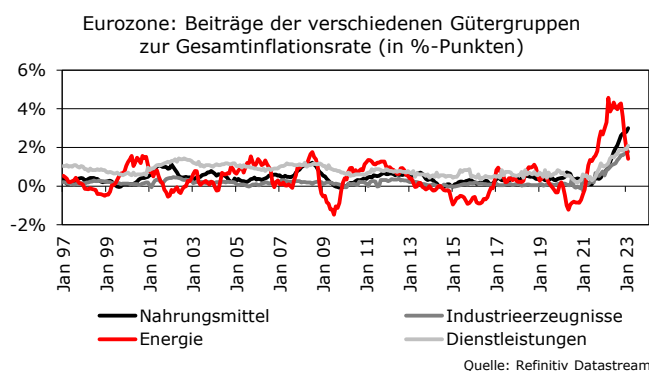
2. März 2023

Das Inflationsgespenst ist zurück

Es hätte so schön sein können. Im Herbst letzten Jahres erreichten die Inflationsraten in vielen Ländern ihren Höhepunkt, in der Eurozone lag die jährliche Preissteigerungsrate beispielsweise im Oktober 2022 bei 10,6 Prozent. In den Folgemonaten setzte ein Rückgang ein und eigentlich, so unsere Erwartung, sollte sich diese Entwicklung auch in mindestens demselben Tempo fortsetzen. Doch leider verläuft in der Wirtschaft nicht immer alles genau nach Plan. So auch hier, denn nach einem Rückgang bis auf 8,6 Prozent im Januar 2023, geriet der Inflationsrückgang nun ins Stocken. In der Eurozone ist die Inflationsrate im Februar nur ganz leicht auf 8,5 Prozent gesunken. Dabei ist die Spannbreite unter den einzelnen Ländern sehr groß: Sie reicht von einer Rate in der Spitze von 20,1 Prozent in Litauen bis zu einem Tief in Luxemburg von 4,8 Prozent. In einigen Ländern, wie in Deutschland, Frankreich, Spanien und den Niederlanden hat der Inflationsdruck sogar wieder etwas zugenommen. Ursache hierfür waren in erster Linie die sehr hohen Preissteigerungen für Nahrungsmittel und Energie. Doch auch in den beiden anderen Hauptkategorien des Warenkorb, Dienstleistungen und Industriegüter, waren anhaltend hohe Inflationsraten zu beobachten, sodass die Kerninflationsrate, auf die die Europäische Zentralbank ihr besonderes Augenmerk richtet, von 5,3 auf 5,6 Prozent angestiegen ist.

Trotz der derzeit ungünstigen Inflationsentwicklung gehen wir weiterhin davon aus, dass der Preisdruck in den kommenden Monaten nachlassen wird. So liegen die Energiepreise mittlerweile deutlich unter ihren Vorjahreswerten: Während der Ölpreis im März 2022 nach dem Beginn des Russland-Ukraine-Krieges im Durchschnitt bei 110 US-Dollar lag, ist er in diesem Jahr auf knapp 80

US-Dollar zurückgegangen, ein Minus von fast 30 Prozent. In Deutschland sind Benzin und Diesel auf dem derzeitigen Preisniveau gut 15 Prozent günstiger als vor einem Jahr. Noch deutlicher haben sich die Börsenpreise für Strom und Gas bei uns entspannt, die heute rund 50 bis 60 Prozent billiger sind als im März 2022. Nach unseren Berechnungen dürfte der Rückgang der Energiepreise dazu führen, dass die Inflationsrate in der Eurozone allein aufgrund dieses Effekts bis zum Sommer um rund drei Prozentpunkte sinken wird. Dies allerdings nur unter der Voraussetzung, dass die Energiepreise auf ihrem heutigen Niveau bleiben werden. Wir halten es zudem immer noch für möglich, dass die Inflationsrate im Herbst sogar auf etwas unter drei Prozent sinken wird. 2023 dürften sich die Konsumentenpreise somit um durchschnittlich 5,7 Prozent verteuern nach 8,0 Prozent im Vorjahr.



Höhere Preise aufgrund höherer Margen?

Dass die Inflationsrate zu Jahresbeginn hartnäckig auf einem hohen Niveau verharrt, ist etwas überraschend, da nicht nur die Preise für Energierohstoffe deutlich gesunken sind, sondern auch viele Agrarrohstoffe sowie Nahrungs- und Genussmittel auf den internationalen Rohstoffmärkten günstiger sind als vor einem Jahr. Dies gilt

beispielsweise für Mais, Weizen und Kaffee. Dennoch sind die Nahrungsmittelpreise in der Eurozone zuletzt immer schneller angestiegen, im Februar um 15 Prozent. Dies ist, wenn überhaupt, nur mit Nachholeffekten zu begründen. Dass sich Obst und Gemüse im Winter verteuern, ist zwar zu dieser Jahreszeit üblich, doch auch hier scheinen sich die Verkaufspreise von den zugrunde liegenden Produktionskosten entkoppelt zu haben.

Insofern spricht einiges dafür, dass die Unternehmen die hohe Zahlungsbereitschaft ihrer Kunden ausnutzen, um einerseits frühere Kostensteigerungen, die nicht vollumfänglich weitergegeben wurden, nun nachträglich wieder hereinzuholen oder um andererseits die Gunst der Stunde zu nutzen, um ihre Gewinnmargen zu erhöhen. Das zweite Argument wäre für den Aktienmarkt – zumindest temporär – positiv zu beurteilen, da hiervon die Unternehmensgewinne profitieren. Vor allem für Indizes, für die Unternehmensanalysten eher skeptisch hinsichtlich der Gewinnerwartungen sind, wie z.B. für den DAX (erwarteter Gewinnrückgang von fünf Prozent gegenüber 2022) oder den Euro Stoxx 50 (minus ein Prozent) würden sich die fundamentalen Rahmenbedingungen verbessern. Allerdings sollten es die Unternehmen mit ihren Preiserhöhungen auch nicht übertreiben, denn diese könnten wiederum zu deutlich höheren Lohnforderungen der Arbeitnehmer führen. Eine Lohn-Preis-Spirale muss aber auf jeden Fall vermieden werden, denn in diesem Fall gäbe es mittelfristig sowohl auf Seiten der Unternehmen als auch auf der der Privathaushalte nur Verlierer.

Geldpolitik wird restriktiver

Die derzeit hohen Inflationsraten werden von der EZB mit weiteren Zinserhöhungen gekontert werden. Vor allem der weitere Anstieg der Kerninflation wird mit Argusaugen beobachtet und die „Falken“ im EZB-Rat, die für stärkere Zinserhöhungen plädieren, auf den Plan rufen. Auf der nächsten EZB-Sitzung am 16. März werden die Leitzinsen somit um weitere 50 Basispunkte angehoben. Im Mai und Juni wird eine weitere Straffung der Geldpolitik folgen, wobei ein etwas moderateres Zinserhöhungstempo von dann jeweils 25 Basispunkten möglich ist, wenn die Inflationsrate wie von uns erwartet nachgibt. Der Einlagezins wird also im Sommer bei 3,5 und der Hauptrefinanzierungssatz bei 4,0 Prozent liegen. Sollte es hingegen bei der Kerninflation negative Überraschungen geben, könnten die Zinsen sogar noch stärker um bis zu weitere 50 Basispunkte angehoben werden.

Für den Anleihenmarkt sind dies keine guten Nachrichten. Ohne deutliche Signale, dass die Inflation schnell in

den Sinkflug übergeht oder die Konjunktur unter Druck gerät, dürften die Kurse zunächst unter Druck bleiben und die Renditen weiter ansteigen. Die Drei-Prozent-Marke für 10-jährige Bundesanleihen rückt somit näher. In der Vergangenheit war es sogar oftmals so, dass am Höhepunkt des Zinszyklus die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in der Nähe des Leitzinses lag. Dass die Rendite für eine 10-jährige Bundeleihe Richtung vier Prozent ansteigt, erwarten wir jedoch nicht. Hierzu ist einerseits das wirtschaftliche Umfeld nicht positiv genug, andererseits würde der von uns erwartete Inflationsrückgang bis Ende 2023, der sich auch 2024 fortsetzen sollte, dazu führen, dass der reale Leitzins so hoch werden würde, dass von ihm deutliche wirtschaftliche Bremsfekte ausgehen würden. Von daher dürften Zinssenkungen im nächsten Jahr durchaus auf die Agenda der EZB rücken, auch wenn dies im Moment undenkbar zu sein scheint.

Immobilienmarkt unter Druck

Die Zinswende des Jahres 2022 hat deutliche Bremsspuren am deutschen Immobilienmarkt hinterlassen. So ist der Zins für einen Hypothekenkredit über 10 Jahre von gut einem Prozent per Ende 2021 auf knapp vier Prozent angestiegen. Dies führt dazu, dass sich die Kreditaufnahme deutlich verteuert. Bei einem Kaufpreis von 800.000€, Nebenkosten von rund zehn Prozent, einem Eigenkapital von 250.000€ und einer geplanten Tilgung nach 30 Jahren kostet dieser Kredit bei einem Sollzins von 1,5 Prozent monatlich gut 2.200€. Erhöht sich der Zins auf vier Prozent, verteuert sich der Kredit auf monatlich gut 3.000€. Dies entspricht einer jährlichen Mehrbelastung von fast 9.600€, nach zehn Jahren ist das Darlehen 96.000€ teurer. Kein Wunder also, dass die Verkaufszahlen am Immobilienmarkt deutlich zurückgegangen sind. Noch sind die Verkäufer aber nicht zu größeren Preiszugeständnissen bereit, wie der starke Rückgang des Transaktionsvolumens zeigt. Laut Statistischem Bundesamt ist die Zahl der neu abgeschlossenen Hypothekerverträge Anfang 2023 um fast 50 Prozent gegenüber dem Vorjahr gesunken. Dabei ist die potenzielle Nachfrage sehr groß, weil sich viele Menschen zwar eine eigene Immobilie wünschen, man sich diese aber zum aktuellen Preis nicht mehr leisten kann. Insofern sind in den nächsten Monaten Preisrückgänge vorprogrammiert. Damit die monatliche Rate bei einem Zins von vier Prozent genauso hoch ist wie bei einem Zins von 1,5 Prozent, müsste der Darlehensbetrag um rund 20 Prozent sinken – und damit auch der Kaufpreis!

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	02.03.2023	23.02.2023	01.02.2023	01.12.2022	01.03.2022	30.12.2022
	16:52	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	32786	-1,1%	-3,8%	-4,7%	-1,5%	-1,1%
S&P 500	3945	-1,7%	-4,2%	-3,2%	-8,4%	2,7%
Nasdaq	11328	-2,3%	-4,1%	-1,3%	-16,3%	8,2%
Russell 2000	1888	-1,1%	-3,7%	0,3%	-6,0%	7,2%
DAX	15311	-1,1%	0,9%	5,7%	10,1%	10,0%
MDAX	28434	-0,9%	-1,4%	9,6%	-8,2%	13,2%
TecDAX	3194	-1,9%	0,0%	1,9%	0,2%	9,3%
EuroStoxx 50	4239	-0,5%	1,6%	6,4%	12,6%	11,7%
Stoxx 50	3897	-0,8%	1,6%	2,1%	9,2%	6,7%
SMI (Swiss Market Index)	11155	-0,8%	-0,4%	-0,7%	-6,0%	4,0%
FTSE 100	7942	0,4%	2,3%	5,1%	8,3%	6,6%
Nikkei 225	27499	1,5%	0,6%	-2,6%	2,4%	5,4%
Brasilien BOVESPA	104168	-3,2%	-7,1%	-6,1%	-7,9%	-5,1%
Russland RTS	943	1,4%	-6,0%	-16,1%	0,6%	-2,9%
Indien BSE 30	58909	-1,2%	-1,3%	-6,9%	4,7%	-3,2%
China CSI 300	4118	0,3%	-1,9%	5,7%	-10,9%	6,4%
MSCI Welt	2707	-1,1%	-3,7%	-1,3%	-7,6%	4,0%
MSCI Welt SRI	2610	-1,3%	-3,0%	-9,8%	-8,5%	5,6%
MSCI Emerging Markets	984	-0,4%	-5,6%	0,6%	-16,3%	2,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	132,00	-266	-475	-1043	-3830	-93
Bobl-Future	114,58	-150	-259	-629	-1879	-117
Schatz-Future	104,83	-50	-84	-218	-754	-59
3 Monats Euribor	2,78	38	88	138	332	89
3M Euribor Future, Dez 2023	3,99	30	53	115	361	38
3 Monats \$ Libor	4,98	2	18	22	447	21
Fed Funds Future, Dez 2023	5,40	18	92	93	360	75
10-jährige US Treasuries	4,07	17	67	54	236	24
10-jährige Bunds	2,75	32	49	93	286	19
10-jährige Staatsanl. Japan	0,50	0	2	25	32	9
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,53	13	27	48	143	-8
US Treas 10Y Performance	577,43	-1,0%	-4,6%	-2,5%	-15,7%	-0,4%
Bund 10Y Performance	522,14	-2,1%	-3,4%	-6,7%	-20,6%	-0,6%
REX Performance Index	425,15	-1,2%	-2,0%	-3,5%	-12,7%	-1,7%
IBOXX AA, €	3,86	27	49	90	299	26
IBOXX BBB, €	4,71	28	47	63	313	2
ML US High Yield	8,74	8	59	26	292	-24
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	-1,7%	-11,0%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	587,87	2,0%	-0,5%	-5,3%	-17,3%	-3,6%
MG Base Metal Index	425,04	-0,2%	-6,1%	3,7%	-16,1%	1,6%
Rohöl Brent	84,60	2,8%	2,0%	-2,6%	-19,5%	-0,4%
Gold	1836,59	0,9%	-4,8%	2,0%	-4,6%	1,2%
Silber	21,06	-1,3%	-10,5%	-6,9%	-16,2%	-11,3%
Aluminium	2385,02	1,4%	-8,2%	-2,9%	-31,9%	1,5%
Kupfer	9084,00	2,2%	0,3%	9,3%	-10,0%	8,6%
Eisenerz	126,80	0,7%	0,4%	23,0%	-11,6%	13,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	1099	34,7%	64,5%	-17,9%	-46,9%	-27,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0610	-0,1%	-2,6%	1,5%	-4,9%	-0,5%
EUR/ GBP	0,8874	0,7%	0,1%	3,8%	6,3%	0,0%
EUR/ JPY	144,99	1,2%	2,6%	1,8%	13,1%	3,1%
EUR/ CHF	0,9988	1,0%	0,1%	1,2%	-2,5%	1,4%
USD/ CNY	6,9122	0,1%	2,5%	-2,0%	9,5%	0,1%
USD/ JPY	136,19	1,1%	5,6%	0,7%	18,5%	3,9%
USD/ GBP	0,8367	0,6%	3,1%	2,6%	11,7%	0,6%

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 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. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.