



Konjunktur und Strategie

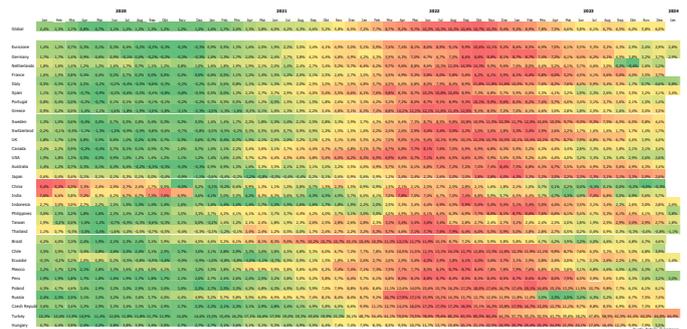
8. Februar 2024

Inflation: Das zähe Biest gezähmt?

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 waren die Preissteigerungsraten in vielen Ländern sehr niedrig, mit unter zwei Prozent aus Sicht vieler Zentralbanken sogar zu niedrig. Doch mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie wendete sich das Blatt: Lieferkettenprobleme führten zu einer angebotsseitigen Verknappung vieler Güter, gleichzeitig sorgten großzügige fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen für Unternehmen und private Haushalte für einen deutlichen Anstieg der Nachfrage. Die Preise reagierten darauf so, wie man es im ersten Semester des Volkswirtschaftsstudiums lernt: Sie stiegen, und zwar nicht nur ein wenig. Ende 2020 lag die Inflationsrate in den OECD-Ländern bei gut einem Prozent, ein Jahr später bereits bei sechs Prozent. Der russische Angriff auf die Ukraine im Februar 2022 ließ dann die Energie- und Nahrungsmittelpreise rasant steigen und löste eine zweite Inflationswelle aus. Dies führte dazu, dass die OECD-Inflationsrate im Herbst 2022 mit deutlich über zehn Prozent ihren Höhepunkt erreichte, woraufhin eine intensive Diskussion darüber einsetzte, ob die Inflation gekommen sei, um zu bleiben.

Seither hat der Inflationsdruck jedoch wieder deutlich nachgelassen. Erfreulicherweise ist diese Entwicklung nicht auf einige wenige Länder beschränkt, sondern ein globales Phänomen, das sowohl in den meisten Industrials als auch in fast allen Schwellenländern zu beobachten ist. Veranschaulicht wird diese Entwicklung durch die folgende Inflations-Heatmap, die die Inflationsentwicklung in 32 Ländern ab Januar 2020 zeigt. Grüne Felder stehen für vergleichsweise niedrige Inflationsraten, rote Felder für hohe Inflationsraten. Bis auf wenige Ausnahmen (China und Indien im Jahr 2020, Türkei im Jahr 2023) ist

der Inflations- und Farbverlauf sehr homogen. Dies bedeutet nichts anderes, als dass die Inflationsraten zwischen den verschiedenen Ländern und Regionen einen sehr hohen Gleichlauf aufweisen.



Inflationsrate im Euroraum sinkt auf zwei Prozent, erste Zinssenkung im Juni

Natürlich verfolgen wir die Inflationsentwicklung im Euroraum mit besonderer Aufmerksamkeit. Seit dem Höhepunkt der Preisentwicklung im Oktober 2022 ist die Inflationsrate von 10,6 auf 2,8 Prozent im Januar 2024 gesunken. Damit ist das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank („Preisniveaustabilität ist bei einer Inflationsrate von zwei Prozent auf mittlere Sicht gewährleistet“) noch nicht ganz erreicht. Immerhin weisen sechs der 20 Euro-Länder eine Inflationsrate auf Basis des harmonisierten Verbraucherpreisindex von 2,0 Prozent oder weniger auf. Größter Preistreiber im Euroraum sind derzeit noch die Nahrungsmittelpreise, die sich im Januar gegenüber dem Vorjahr um 5,7 Prozent verteuerten, gefolgt von den Preisen für Dienstleistungen, die um 4,0 Prozent über dem Vorjahresniveau lagen. Die Preise für Waren und Energie stiegen mit Veränderungsraten von 2,0 bzw. -6,3 Prozent deutlich weniger stark.

Da die Inflationsrate deutlich gesunken und das Inflationsziel der EZB nicht mehr weit entfernt ist, hat die Notenbank die Leitzinsen seit September 2023 nicht mehr erhöht. Der Einlagensatz liegt seitdem bei 4,0 Prozent und der Hauptrefinanzierungssatz bei 4,5 Prozent. Damit die EZB, wie von den Kapitalmarktteilnehmern mehrheitlich erwartet, spätestens im Juni die Zinsen senken kann, muss die Inflationsrate bis dahin weiter in Richtung zwei Prozent sinken. Wir sind optimistisch, dass dies gelingt. Bereits im Februar könnte die Inflationsrate einen deutlichen Schritt nach unten machen. Denn vor einem Jahr haben sich Nahrungsmittel und Dienstleistungen überproportional verteuert, in diesem Jahr rechnen wir mit einer moderateren Preisentwicklung, sodass die Gesamtinflationsrate im Februar auf 2,3 Prozent sinken könnte. Dies allein könnte für eine Zinssenkung der EZB im April sprechen. Da die Kerninflationsrate im Februar und im März aber noch eher bei drei als bei zwei Prozent liegen dürfte, werden die Notenbanker wohl nicht mutig genug sein, eine Zinssenkung zu beschließen.

Dynamik der Lohnerhöhungen schwächt sich ab

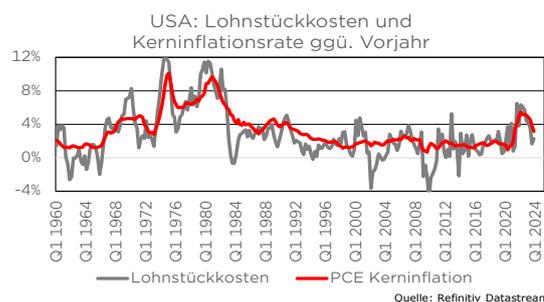
Im April und vor allem in den Sommermonaten ist ein stärkerer Rückgang der Kerninflationsrate möglich, sodass für uns der Juni als erster Zinssenkungsmonat am wahrscheinlichsten ist. Ab August könnte die Inflationsrate dann sogar zeitweise unter die Zwei-Prozent-Marke fallen, sodass wir bis zum Jahresende mit mindestens vier Zinssenkungen um insgesamt 100 Basispunkte rechnen. Die Wahrscheinlichkeit einer Lohn-Preis-Spirale, die vor allem bei Dienstleistungen zu einer dauerhaft höheren Inflationsrate führen könnte, halten wir für eher gering. Denn nach unseren Berechnungen hat die Dynamik der Lohnsteigerungen bereits im Sommer letzten Jahres ihren Höhepunkt überschritten, und wir gehen davon aus, dass sich der Trend zu etwas schwächeren Lohnsteigerungen 2024 fortsetzen wird. Dies dürfte sich tendenziell günstiger auf die allgemeine Preisentwicklung auswirken als von vielen Ökonomen erwartet. Für den Euroraum prognostizieren wir daher in diesem Jahr eine durchschnittliche Inflationsrate von 2,2 Prozent, für Deutschland dürfte sie aufgrund der etwas ungünstigeren Ausgangsbasis mit 2,4 Prozent etwas höher ausfallen. Aber auch in Deutschland sprechen die disinflationären Entwicklungen auf den Vorstufen der Verbraucherpreise (Erzeuger-, Großhandels- und Importpreise weisen derzeit allesamt eine negative Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahr auf) so-

wie die oben erwähnte enge Korrelation der internationalen Verbraucherpreise dafür, dass die Inflationsrate im Jahresverlauf die Zwei-Prozent-Marke erreichen dürfte.



USA: Robuster Arbeitsmarkt könnte zu länger anhaltendem Preisdruck führen, aber...

In den USA läuft der Arbeitsmarkt weiterhin rund: Die Arbeitslosenquote liegt mit 3,7 Prozent nahezu auf einem Rekordtief, und der Anstieg der Stundenlöhne hat sich zuletzt von 4,3 auf 4,5 Prozent wieder etwas beschleunigt, nachdem er sich von fast sechs Prozent im Frühjahr fast kontinuierlich verlangsamt hatte. Ähnlich wie in Deutschland halten wir aber auch in den USA das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale für gering. Zum einen dürfte sich der Lohnanstieg in den kommenden Monaten etwas abschwächen, zum anderen verzeichnete die US-Wirtschaft in den vergangenen drei Quartalen ein überraschend hohes Produktivitätswachstum. Die Kehrseite der Medaille sind moderat steigende Lohnstückkosten, die im zweiten Halbjahr 2023 nur noch um zwei Prozent über dem Vorjahresniveau lagen. Ob diese günstige Entwicklung bereits etwas mit dem zunehmenden Einsatz von KI zu tun hat, lässt sich derzeit nicht beantworten. Auffällig ist jedoch, dass viele Technologieunternehmen trotz boomender Geschäfte beschlossen haben, Arbeitsplätze abzubauen. Diese Tendenz dürfte im Laufe des Jahres auch in anderen Branchen zu beobachten sein, sodass sich der Arbeitsmarkt etwas abkühlen wird, jedoch ohne dass dies zu einer Rezession führen wird. Für die Kapitalmärkte sind dies günstige Voraussetzungen, dass die Aktien- und Anleihenkurse weiter steigen können.



Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	08.02.2024	01.02.2024	05.01.2024	07.11.2023	07.02.2023	29.12.2023
	1601	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	38691	0,4%	3,3%	13,3%	13,3%	2,7%
S&P 500	5011	2,1%	6,7%	14,4%	20,3%	5,1%
Nasdaq	15752	2,5%	8,5%	15,5%	30,0%	4,9%
Russell 2000	1950	-1,2%	-0,1%	12,5%	-1,2%	-3,8%
DAX	16999	0,8%	2,4%	12,2%	11,0%	1,5%
MDAX	25808	-0,4%	-1,0%	2,8%	-11,6%	-4,9%
TecDAX	3399	1,4%	5,4%	14,3%	3,0%	1,9%
EuroStoxx 50	4715	1,6%	5,6%	13,5%	12,0%	4,3%
Stoxx 50	4232	0,7%	3,3%	9,3%	9,1%	3,4%
SMI (Swiss Market Index)	11197	-0,1%	0,1%	5,9%	-0,3%	0,5%
FTSE 100	7622	0,0%	-0,9%	2,9%	-3,1%	-1,4%
Nikkei 225	36863	2,4%	10,4%	14,2%	33,2%	10,2%
Brasilien BOVESPA	128726	0,2%	-2,5%	7,9%	19,4%	-4,1%
Russland RTS	1124	-0,1%	3,4%	1,5%	11,9%	3,7%
Indien BSE 30	71428	-0,3%	-0,8%	10,0%	18,5%	-1,1%
China CSI 300	3365	4,6%	1,1%	-7,0%	-17,8%	-1,9%
MSCI Welt	3265	1,2%	4,6%	13,1%	15,8%	3,0%
MSCI Welt SRI	3169	0,5%	3,6%	1,3%	16,9%	1,8%
MSCI Emerging Markets	1003	2,1%	0,0%	4,4%	-1,3%	-2,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	134,30	-195	-173	397	-240	-292
Bobl-Future	117,26	-137	-128	67	-3	-202
Schatz-Future	105,68	-50	-53	52	-14	-87
3 Monats Euribor	3,90	-1	-1	-1	129	1
3M Euribor Future, Dez 2024	2,68	23	20	-38	-8	38
3 Monats \$ Labor	5,58	4	-1	-5	73	-2
Fed Funds Future, Dez 2024	4,26	30	21	-26	85	42
10-jährige US Treasuries	4,15	29	10	-42	47	28
10-jährige Bunds	2,34	24	20	-29	7	34
10-jährige Staatsanl. Japan	0,70	1	9	-18	21	8
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,94	14	11	-23	-42	24
US Treas 10Y Performance	591,77	-1,9%	-0,2%	4,7%	-0,1%	-1,5%
Bund 10Y Performance	555,34	-1,3%	-0,9%	3,7%	2,8%	-1,8%
REX Performance Index	442,84	-0,5%	-0,3%	1,6%	2,0%	-1,1%
IBOXX AA, €	3,32	17	6	-52	0	25
IBOXX BBB, €	3,94	16	-2	-71	-19	19
ML US High Yield	7,96	7	-18	-100	-19	17
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	547,75	0,0%	1,1%	-2,6%	-6,8%	2,3%
MG Base Metal Index	376,92	-1,7%	-0,8%	-0,3%	-12,0%	-3,6%
Roil Brent	80,65	-1,0%	2,1%	-1,3%	-3,8%	3,8%
Gold	2028,49	-1,5%	-1,3%	3,3%	8,2%	-1,8%
Silber	22,35	-3,4%	-3,9%	-0,9%	0,3%	-7,8%
Aluminium	2196,00	-0,5%	-1,4%	-2,3%	-11,7%	-6,4%
Kupfer	8198,74	-2,7%	-1,9%	1,2%	-7,8%	-3,1%
Eisenerz	127,03	-4,3%	-10,2%	0,9%	3,5%	-6,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1487	7,1%	-29,5%	-4,6%	147,4%	-29,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0763	-0,5%	-1,4%	0,7%	0,6%	-2,6%
EUR/ GBP	0,8536	0,0%	-0,9%	-1,7%	-4,1%	-1,5%
EUR/ JPY	160,66	1,1%	1,3%	-0,1%	13,7%	2,8%
EUR/ CHF	0,9415	0,8%	1,0%	-2,2%	-5,0%	1,7%
USD/ CNY	7,1965	0,2%	0,7%	-1,2%	5,9%	1,3%
USD/ JPY	148,19	1,2%	2,4%	-1,4%	13,1%	5,0%
USD/ GBP	0,7933	0,6%	1,2%	-2,4%	-4,7%	1,1%

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.