

# Konjunktur und Strategie

22. August 2024

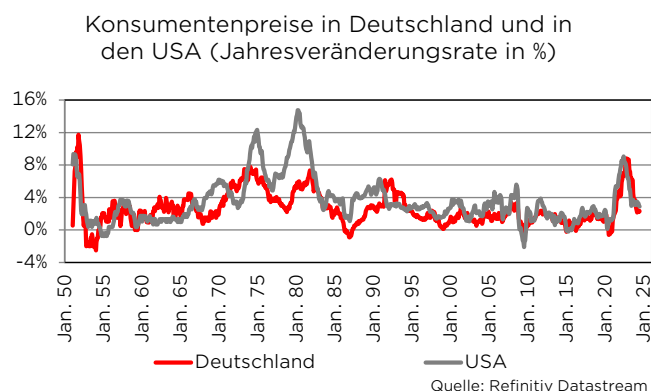
## Die Inflation geht, der Preisschock bleibt

Selten haben Ökonomen und Bürgerinnen und Bürger die Preisentwicklung so unterschiedlich beurteilt wie derzeit. Während die einen den Rückgang der Preissteigerungsraten und die Annäherung der Inflationsrate an die Zwei-Prozent-Marke als Rückkehr zur Preisstabilität feiern, beklagen die anderen die in den vergangenen Jahren stark gestiegenen und auf hohem Niveau verharrenden Preise. Doch welche Sichtweise ist die „richtige“?

### Die gute Nachricht: Inflation sinkt deutlich

Preisstabilität ist der Grundpfeiler der Geldpolitik der Zentralbanken. Stabile Preise sind ein Garant für eine stabile Kaufkraft und damit eine wichtige Voraussetzung für wirtschaftliches Wachstum. Die meisten Zentralbanken in den Industrieländern definieren Preisstabilität mit einer Inflationsrate von etwa zwei Prozent und nicht von null Prozent Inflation. Den Charme der Zwei-Prozent-Marke sehen die Zentralbanken in ihrer Wirkung auf das Wirtschaftswachstum. Eine moderate Inflation, so die Annahme, führt dazu, dass Haushalte und Unternehmen einen Anreiz haben, ihr Geld auszugeben, um den erwarteten Kaufkraftverlust zu vermeiden. Insofern führt eine Inflationsrate von zwei Prozent theoretisch zu einem höheren Wirtschaftswachstum als eine Inflationsrate von null Prozent. Zudem würde eine Inflationsrate von null Prozent die reale Preisentwicklung sehr rigide werden lassen (Stichwort Sperrklinkeneffekt), während mit einer hohen Inflationsrate auch eine hohe Volatilität der Inflationsrate einhergeht, was die optimale Amortisationsdauer von Investitionen verkürzen würde – ebenfalls mit negativen Folgen für das Wachstum.

Nachdem die Inflationsraten in vielen Ländern lange Zeit sehr niedrig waren – nach dem Geschmack mancher Zentralbanken sogar zu niedrig – haben die Corona-Pandemie mit ihren Lieferkettenproblemen und den daraus resultierenden Auswirkungen auf das Güterangebot sowie die darauf folgenden geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen mit ihren Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage seit Mitte 2021 zu einem abrupten und starken Anstieg der Inflation geführt. Zunächst wurde davon ausgegangen, dass es sich dabei nur um einen vorübergehenden („transitorischen“) Effekt handeln würde und sich die Preissteigerungsraten schnell wieder normalisieren würden. Der Russland-Ukraine-Krieg mit seinen Auswirkungen auf die Preise für Energie und andere Rohstoffe sorgte jedoch dafür, dass die Inflation erst Ende 2022 ihren Höhepunkt erreichte und sich danach zunächst nur zögerlich abschwächte. In vielen Ländern waren Ende 2022 jährliche Preissteigerungsraten von zehn Prozent und mehr zu beobachten. In den USA und in Deutschland gab es in der jüngeren Geschichte nur dreimal eine derart hohe Inflation: In der Nachkriegszeit nach dem Zweiten Weltkrieg und dem Ausbruch des Koreakrieges 1951 sowie während der ersten und zweiten Ölkrise 1974 und 1980/81.



# Konjunktur und Strategie

Die gute Nachricht ist, dass die Inflationsraten weltweit wieder deutlich gesunken sind. Zwar ist das Zwei-Prozent-Ziel in vielen Ländern noch nicht ganz erreicht, aber oft fehlen nur noch wenige Zehntelprozentpunkte. Einige Ökonomen befürchten, dass eine Lohn-Preis-Spirale zu einer Zielverfehlung und dauerhaft höheren Inflationsraten führen könnte. Wir halten dies jedoch für unwahrscheinlich. In vielen Ländern hat sich der Arbeitsmarkt abgekühlt und die Löhne steigen deshalb langsamer. In den USA sind die durchschnittlichen Stundenlöhne noch um 3,6 Prozent höher als im Vorjahr, im Frühjahr 2022 lag der Zuwachs bei knapp sechs Prozent. Auch in Deutschland hat sich der Anstieg der Nominallöhne zuletzt deutlich abgeschwächt. Für Vollzeitbeschäftigte lag das Plus im Juni bei 2,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr, Teilzeitbeschäftigte verdienen 1,9 Prozent mehr und geringfügig Beschäftigte verzeichneten keine Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Allerdings warten die Notenbanken mit Zinssenkungen in der Regel nicht so lange, bis ihre Zielwerte exakt erreicht sind. Angesichts der deutlichen Fortschritte beim Preisrückgang sind die realen Leitzinsen inzwischen vielfach so hoch, dass eine weitere Lockerung der Geldpolitik dennoch angebracht ist. In den Schwellenländern haben bereits sehr viele Zentralbanken ihre zum Teil zweistelligen Leitzinsen wieder gesenkt, und auch in den Industrieländern gibt es immer mehr Notenbanken, die ihre Geldpolitik wieder lockern. Im September wird schließlich auch die US-Notenbank die Zinsen senken, ob um 25 oder 50 Basispunkte ist aus heutiger Sicht offen.

## Private Haushalte haben einen anderen Maßstab bei der Inflationsmessung

Im Gegensatz zur positiven Einschätzung von Ökonomen und Zentralbanken beurteilen viele Menschen die Inflationsentwicklung aus einer anderen Perspektive. Per Definition ist Inflation die jährliche Veränderungsrate eines (fiktiven) Warenkorb, hier spielt also die Preisentwicklung der letzten 12 Monate eine Rolle. Die privaten Haushalte beurteilen die Inflationsentwicklung dagegen eher anhand des absoluten Preisniveaus und setzen einen anderen „Bezugspunkt“ als die Ökonomen mit ihren 12 Monaten. Meist wird ein längerer Zeitraum als Referenz herangezogen, für den man die Preise vermeintlich sicher im Gedächtnis hat. Dies war beispielsweise nach der Einführung des Euro zu beobachten. Nach unseren Beobachtungen vergleichen viele Menschen die heutigen Preise eher mit den Preisen vor dem Beginn der Pandemie. Statt

einer 12-Monats-Veränderungsrate spielt hier also vielleicht eine 48-Monats-Veränderungsrate eine größere Rolle. Und diese Betrachtungsweise zeigt, dass der Preisschock der Jahre 2021 und 2022 immer noch nachwirkt.

Um beurteilen zu können, wie stark sich die Preise für verschiedene Güter und Dienstleistungen in den letzten 48 Monaten verändert haben, haben wir fast 400 verschiedene Preisstatistiken untersucht, die das Statistische Bundesamt monatlich veröffentlicht. Daraus ergeben sich einige interessante Aspekte, die zeigen, wo die Preise besonders stark gestiegen sind und warum sich viele Menschen dort „abgezockt“ fühlen.

Vergleicht man den deutschen Verbraucherpreisindex vom Juli 2024 mit dem Indexwert vom Juli 2020, so ergibt sich für diesen Zeitraum eine Preissteigerung von etwas mehr als 20 Prozent. Einen ähnlich starken Preisanstieg in so kurzer Zeit gab es zuletzt 1994 nach der deutschen Wiedervereinigung und davor 1982/83 bzw. zwischen 1973 und 1976. Welche Waren und Dienstleistungen haben sich besonders stark verteuert?

## Hätten Sie es gewusst? Welche Güter sind seit Juli 2020 um wie viel teurer geworden?

Unsere Übersicht über gut 100 ausgewählte verschiedene Preise (ohne Gewähr auf Vollständigkeit):

Preisentwicklung ausgewählter Güter und Dienstleistungen zwischen Juli 2020 und Juli 2024  
Quelle: Statistisches Bundesamt, Refinitiv Datastream

Olivenöl	115,4%	Eier	42,1%	Schweinefleisch	29,6%
Kohle	102,0%	Geflügel	41,7%	Fleisch	29,4%
Gas	88,5%	Benzin	41,5%	Restaurants, Cafes, Bars	28,8%
Erdgas	87,9%	Schokolade	40,4%	Strom	28,2%
Zucker	83,7%	Pizza	39,4%	Inlandsflüge	27,5%
Fernwärme	83,6%	Butter	38,9%	Schmuck, Juwelen, Uhren	27,3%
Garagemiete	75,1%	Reis	38,8%	Blumen, Pflanzen	27,2%
Sonnenlumenöl, Raps	62,9%	Brot	37,1%	Pauschalreisen Inland	26,7%
Kondensmilch	61,3%	Mineralwas, Limo, Saft	37,0%	Reifen	26,2%
Öle und Fette	59,1%	Gemüse	36,5%	Reinigung v. Bekleid	26,0%
Margarine	58,2%	Gebrauchtwagen	36,5%	Bier	25,4%
Mehl, Getreide	53,4%	Joghurt	34,7%	Neuwagen	25,2%
Nudeln	52,4%	Internationale Flüge	34,6%	Zeitungen	24,8%
Diesel	52,3%	Flüge	34,1%	Personenbef. Straßenv	24,4%
Klempner	51,9%	Malerearbeiten	33,9%	Fahrzeuge	24,1%
Kartoffeln	50,0%	Soft Drinks	33,7%	Herrenfriseur	23,9%
Fruchtsäfte	48,7%	Marmelade, Honig	32,2%	Übernachtungen	23,8%
Chips	48,5%	Mineralwasser	32,0%	Haustiere	23,7%
Autoversicherungen	46,0%	Eis	31,7%	Kameras	23,5%
Käse und Quark	46,0%	Fisch	29,8%	Kantinen, Mensen	23,4%

Preisentwicklung ausgewählter Güter und Dienstleistungen zwischen Juli 2020 und Juli 2024  
Quelle: Statistisches Bundesamt, Refinitiv Datastream

Kaffee	23,4%	Musikinstrumente	17,0%	Spielsachen	10,1%
Körperpflege	23,1%	Motorräder	16,9%	Pauschalreisen	9,6%
Reinigung	22,6%	Schmuck und Uhren	16,8%	Pauschalreisen Ausland	8,6%
Hotels, Motels	22,6%	Schnaps, Likör	16,7%	Gesundheit	7,9%
Versicherungen	22,4%	Museen, Zoos	16,5%	Nettokalmmiete	7,7%
Damenfriseur	22,2%	Reiseversicherungen	16,1%	Mieten	7,4%
Neuwagen	21,8%	Fahrräder	16,0%	Briefe und Pakete	6,7%
Zigarren	21,3%	Bücher	15,7%	Bahnfahrten	6,0%
Tabakwaren	21,2%	Schuhe	14,1%	Bahntickets	6,0%
Wein	20,4%	Kindergarten	13,6%	Zahnarzt	2,2%
Zigaretten	20,0%	Krankenhäuser	13,5%	Post und Telekom	0,3%
Salz und Gewürze	19,8%	Bekleidung	13,3%	Internet	-0,2%
Zeitungen, Bücher	19,6%	Bank, Post	13,1%	Telefon	-0,3%
Möbel	19,5%	Software	13,1%	PCs	-4,6%
Motoröl	19,4%	Haushaltsgeräte	12,6%	Mobiltelefone	-8,2%
Beerdigungen	19,1%	Uhren	12,5%	Fernseher	-9,2%
Juweliere	19,0%	Versicherungen gesunde	12,4%		
Obst	17,8%	Bildung	12,3%		
Fisch	17,4%	Kino, Theater	12,2%		
Tea	17,3%	Kochgeräte	12,1%		

Die erste Tabelle zeigt die Bestandteile des Warenkorb zur Berechnung des Verbraucherpreisindex, deren Preise besonders stark gestiegen sind. Dies sind vor allem Güter aus den Bereichen Energie und Nahrungsmittel. Diese haben für die meisten Verbraucher den Nachteil, dass sie nur sehr schwer substituierbar sind, also durch andere Güter ersetzt werden können, deren Preise weniger stark gestiegen sind. Wem Olivenöl angesichts der drastischen Verteuerung um 115 Prozent seit Juli 2020 zu teuer geworden ist, der kauft vielleicht Sonnenblumenöl, das im gleichen Zeitraum um 63 Prozent teurer geworden ist. Wem Butter zu teuer geworden ist (+39 Prozent) und deshalb auf günstigere Margarine ausweichen muss, stellt fest, dass diese noch stärker im Preis gestiegen ist (+58 Prozent). Ähnlich verhält es sich bei Limonaden, die um 34 Prozent teurer geworden sind. Der Umstieg auf preiswerteres Mineralwasser oder Säfte schont die Haushaltskasse zwar aufgrund der niedrigeren absoluten Preise etwas, aber auch hier sind die Preise stark gestiegen (+37 Prozent). Auch für die Fahrt mit dem Auto zur Arbeit oder zum Einkaufen muss deutlich mehr bezahlt werden als noch vor vier Jahren. Diesel ist um 52 Prozent teurer geworden. Der Umstieg auf einen Benziner bringt nur wenig, denn auch Superbenzin ist deutlich teurer geworden (+42 Prozent). Hinzu kommt, dass ein neues Auto viel Geld kostet, egal ob neu (+25 Prozent) oder gebraucht (+36 Prozent). Doch damit nicht genug: Auch die Kfz-Versicherung schlägt mit einer durchschnittlichen Prämienerrhöhung von rund 46 Prozent kräftig zu Buche.

Die massiven Preissteigerungen der letzten vier Jahre belasten besonders diejenigen in der Gesellschaft, die zu den Gering- und Niedrigverdienern gehören. Denn sie müssen einen immer größeren Teil ihres Einkommens für Lebensmittel und Energie ausgeben. Für andere Dinge des Lebens, wie Urlaubsreisen oder Freizeitaktivitäten, bleibt immer weniger Geld übrig. Dass sich Pauschalreisen im Vierjahresvergleich übrigens „nur“ um knapp neun Prozent verteuert haben, liegt an einem günstigen Basiseffekt; noch vor wenigen Monaten lag der Preisanstieg bei rund 40 Prozent. Kein Wunder also, dass die Unzufriedenheit in weiten Teilen der deutschen Gesellschaft so groß ist. Das gleiche Phänomen ist auch in den USA zu beobachten. Obwohl die Wirtschaft dort stark gewachsen und die Inflation deutlich gesunken ist, sind viele Amerikanerinnen und Amerikaner mit der wirtschaftlichen Entwicklung unzufrieden. Vor allem für die Anhänger der Republikaner ist die Inflation das wichtigste Wirtschaftsthema.

Doch warum sind gerade die Preise für Lebensmittel in den letzten Jahren so stark gestiegen? Werden die Verbraucher hier „abgezockt“, weil die Unternehmen ihre Gewinnmargen gesteigert haben? Aus ökonomischer Sicht ist es kaum möglich, Preiswucher zu erkennen und Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Da ein Zeitraum von vier Jahren willkürlich gewählt sein mag, um die langfristige Preisentwicklung beurteilen zu können, haben wir noch einen Blick auf die Veränderungen über einen Zeitraum von zehn Jahren geworfen.

Um die Zahlen besser einordnen zu können, haben wir für die einzelnen Bestandteile des Warenkorb annualisierte Zehnjahres-Inflationsraten berechnet. Das bedeutet, dass der Anstieg der Verbraucherpreise um 27 Prozent zwischen Juli 2014 und Juli 2024 einer jährlichen Inflationsrate von 2,4 Prozent in diesem Zeitraum entspricht. Auch hier zeigt sich, dass Energie und bestimmte Lebensmittel am stärksten gestiegen sind. Öle und Fette wie Oliven- und Sonnenblumenöl um 6,2 Prozent pro Jahr, Gas um 6,0 Prozent, aber auch Zeitungen um 5,1 Prozent, Pauschalreisen um 4,6 Prozent, Gemüse um 4,6 Prozent, Brot und Getreide um 4,1 Prozent und auch Milch, Käse und Eier um 4,1 Prozent. Für diese starken Preissteigerungen mag es im Einzelfall gute und nachvollziehbare Gründe geben, auf den ersten Blick sind sie jedoch nicht immer verständlich. So könnte es sein, dass einige Unternehmen die Preise zu Gunsten ihrer Gewinnmargen überdurchschnittlich stark angehoben haben. Wenn dies so wäre (und es ist nicht ausgeschlossen), dann würden allerdings diese „Überrenditen“ zusätzliche Wettbewerber anlocken, und die Marge würde sich schnell wieder normalisieren. Aus dieser Perspektive sind funktionierende Märkte langfristig der beste Schutz vor einer solchen Entwicklung.

Zudem entstehen hier keine negativen volkswirtschaftlichen Effekte, so wie sie bei staatlichen Eingriffen wie Preisobergrenzen zu beobachten sind. Diese mögen bei manchen Politikern und Verbrauchern beliebt sein, die wirtschaftlichen Auswirkungen sind jedoch fast immer negativ. Bestes Beispiel ist die Mietpreisbremse in Deutschland, die dazu beiträgt, dass zu wenig neue Wohnungen gebaut werden. Gesetzliche Preisobergrenzen sind eigentlich nur dort sinnvoll, wo es Märkte mit monopolistischen Strukturen gibt – das ist bei Lebensmitteln aber nicht der Fall.

Carsten Klude

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	22.08.2024	15.08.2024	19.07.2024	21.05.2024	21.08.2023	29.12.2023
Aktienmärkte	15:03	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	40890	0,8%	1,5%	2,6%	18,6%	8,5%
S&P 500	5653	2,0%	2,7%	6,2%	28,5%	18,5%
Nasdaq	17919	1,8%	1,1%	6,5%	32,8%	19,4%
Russell 2000	2171	1,6%	-0,6%	3,4%	16,9%	7,1%
DAX	18501	1,7%	1,8%	-1,2%	18,6%	10,4%
MDAX	25071	1,1%	-1,1%	-7,7%	-7,2%	-7,6%
TecDAX	3353	0,4%	2,1%	-2,3%	9,8%	0,5%
EuroStoxx 50	4895	1,8%	1,4%	-3,0%	15,9%	8,3%
Stoxx 50	4485	0,9%	1,6%	-1,0%	15,2%	9,6%
Nikkei 225	38211	4,0%	-4,6%	-1,9%	21,1%	14,2%
MSCI Welt	3631	1,8%	2,2%	4,3%	24,7%	14,6%
MSCI Welt SRI	3466	2,4%	3,3%	-4,5%	22,5%	11,4%
MSCI Emerging Markets	1101	2,3%	1,0%	0,7%	14,7%	7,5%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	134,79	66	269	395	427	-243
Bobl-Future	117,90	21	127	118	291	-138
Schatz-Future	106,26	9	51	109	138	-28
3 Monats Euribor	3,54	-12	-12	-37	-26	-34
3M Euribor Future, Dez 2024	2,97	-5	-28	-32	-40	67
3 Monats \$ Libor	5,36	0	-18	-23	-28	-23
Fed Funds Future, Dez 2024	4,52	-6	-31	-47	11	69
10-jährige US Treasuries	3,83	-9	-41	-59	-52	-4
10-jährige Bunds	2,22	2	-19	-27	-46	22
10-jährige Staatsanl. Japan	0,88	4	-13	-9	24	26
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,42	-4	-17	-35	-65	-28
IBOXX A.A., €	3,13	-7	-21	-30	-73	6
IBOXX BBB, €	3,64	-8	-22	-35	-104	-11
ML US High Yield	7,56	-12	-26	-43	-121	-24
<b>Rohstoffmärkte</b>						
Rohöl Brent	76,49	-6,1%	-9,0%	-7,9%	-9,5%	-1,5%
Gold	2499,59	1,7%	3,8%	2,8%	32,4%	21,0%
Silber	29,54	3,7%	1,0%	-7,0%	27,5%	21,8%
Kupfer	9136,11	0,9%	-0,5%	-14,9%	10,9%	7,9%
Eisenerz	98,38	-0,2%	-9,3%	-16,3%	-7,6%	-27,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	1759	4,0%	-7,5%	-3,8%	43,8%	-16,0%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1136	1,1%	2,3%	2,5%	2,1%	0,8%
EUR/ GBP	0,8488	-0,7%	0,7%	-0,6%	-0,8%	-2,0%
EUR/ JPY	162,52	0,2%	-5,3%	-4,3%	2,1%	4,0%
EUR/ CHF	0,9473	-0,7%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	2,3%

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.