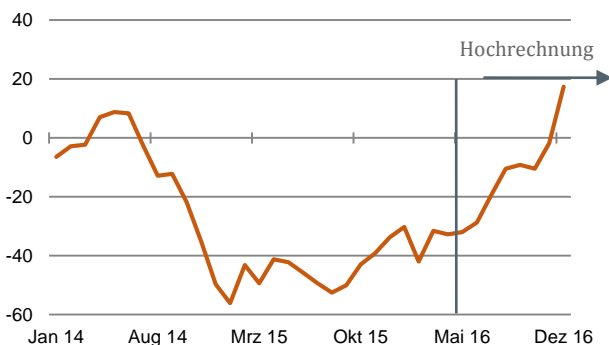


- › Die aktuellen Inflationszahlen sind durch Sonderfaktoren verzerrt. Es gibt keine Deflation.
- › Im weiteren Verlauf des Jahres wird die Preissteigerungsrate im Euroraum stärker anziehen als derzeit von den meisten erwartet.
- › Das wird sich auf die Zinsen auswirken. Sie werden sich am langen Ende des Marktes erhöhen.

Bei den letzten Inflationszahlen für den Euroraum stießen mir ein paar Ungereimtheiten auf. Jeder weiß, dass die Ölpreise seit Anfang des Jahres deutlich nach oben gegangen sind. Gleichzeitig steigen die Löhne nach zum Teil heftigen Arbeitskämpfen besonders in Deutschland. Wer in den Geschäften einkauft, hat nicht den Eindruck, es werde billiger. Und was tut die Inflationsrate? Sie ist im April gesunken und war mit -0,2 % sogar negativ. Da kann doch etwas nicht stimmen. Ich habe mir daher die Zahlen etwas genauer angeschaut – und stieß dabei auf noch mehr Überraschungen.

WAS WÄRE, WENN DER ÖLPREIS NICHT WEITER STIEGE ...

Zunahme des Ölpreises in % ggü. Vorjahr



Quelle: Fred

Zunächst zu den aktuellen Zahlen. Hier wird immer wieder gesagt, die Inflation wäre wegen der niedrigen Energiepreise zurückgegangen. Das ist falsch. Es liegt an etwas ganz Anderem. Es gibt da einen Sonderfaktor, der mich ärgert, seit ich mich mit diesen Statistiken befasse. Denn er wird immer wieder übersehen. Das sind die Pauschalreisen in Deutschland. Sie sind im März wegen des frühen Osterfestes um 10 % teurer geworden. Im April dürften sie dann wieder billiger gewesen sein. Das hat die Inflationsrate gedrückt. Pauschalreisen sind nämlich gar nicht so unbedeutend. Sie haben ein Gewicht von 2,6 % am Warenkorb. Ohne diesen Posten wäre die Inflationsrate im April nicht gefallen. Das gilt zwar in erster Linie für Deutschland, wirkt sich aber auch auf den Euroraum aus.

Man sollte also den Rückgang der Inflation im April nicht so ernst nehmen. Das ist keine Deflation. Es wird sich wieder normalisieren.

Wichtiger sind die weiteren Aussichten. Die meisten erwarten hier derzeit wenige Änderungen. Sie glauben (beein-

flusst auch durch das permanente Mantra der EZB), dass die Inflation noch auf längere Zeit niedrig bleiben wird. Ich möchte da einen Kontrapunkt setzen. Unter der Oberfläche vollziehen sich nämlich ein paar Veränderungen, die am Ende zu einer höheren Inflation führen werden:

Erstens werden die Ölpreise die Inflation in Zukunft nicht mehr so stark drücken wie bisher. Das liegt zum einen daran, dass sie vermutlich weiter nach oben gehen werden. Wenn das nicht der Fall sein sollte, dann wird zumindest der Vorjahresabstand immer kleiner. Am Jahresende lägen die Ölpreise um 17 % über Vorjahr, wenn der Weltmarktpreis von heute an unverändert bliebe (Grafik).

»Ich möchte da einen Kontrapunkt setzen. Unter der Oberfläche vollziehen sich nämlich ein paar Veränderungen, die am Ende zu einer höheren Inflation führen werden.«

Zweitens steigen die Löhne zumindest in Deutschland deutlich an. Sie lagen zuletzt um knapp 3 % über Vorjahr. Eine solche Zunahme hat es schon lange nicht mehr gegeben. Sie ist deutlich höher als die Zunahme der Produktivität (in diesem Jahr vermutlich 0,1 %).

Drittens zieht die gesamtwirtschaftliche Nachfrage an, angeheizt durch die wachsenden Einkommen. Im Sommer werden die Renten in Deutschland zudem um 5 % angehoben. Die Finanzpolitik ist nicht mehr so restriktiv, allein schon wegen der Flüchtlingsströme. Umgekehrt produziert die Wirtschaft in der Bundesrepublik nahe an der Kapazitätsgrenze. Wenn die Nachfragezuwächse zu groß werden, dann werden die Unternehmen die Preise erhöhen.

Darüber hinaus gibt es noch Anderes. Als Folge des Immobilienbooms gehen zum Beispiel die Baupreise nach oben. Sie lagen in Deutschland zuletzt 1,5 % über Vorjahr.

Nun soll man nicht übertreiben. Es gibt auch Gegenposten. Einer ist die Aufwertung des Euros. Sie verbilligt die Importe. Ein anderer ist die schwierige Lage in den Krisenländern, wo die Inflation nach wie vor negativ ist. Das setzt der Euroinflation Grenzen. Sie wird daher nicht dramatisch ansteigen. Ich rechne am Jahresende mit einer Rate von 1 % bis 1,5 %. Das sieht nach nicht viel aus. Aber: Es ist keine

Deflation mehr. Von minus 0,2 % bis plus 1,5 % ist ein ganz schöner Weg. Und – das ist für die Märkte wichtig – der Trend weist nach oben.

Was heißt das nun für die Zinsen? Im Augenblick rechnen viele für den weiteren Verlauf des Jahres noch mit einer weiteren Lockerung durch die EZB. Wenn die Inflation aber so verläuft, wie ich das hier skizziert habe, dann wird es dazu nicht kommen. Die Erwartungen werden sich drehen. Ich glaube zwar nicht, dass die EZB die Zinsen erhöht. Das wäre zu früh. Auf den Märkten wird aber zunehmend die Frage diskutiert werden, was denn nach Auslaufen des Wertpapierankaufprogrammes geschieht.

Das wirkt sich auf die Märkte bei kurzen Laufzeiten nicht aus, wohl aber bei längeren Laufzeiten. Es wäre verwunderlich, wenn die Sätze nicht nach oben gingen. Es kann dabei auch zeitweise hektischere Bewegungen geben. Im vorigen Jahr erhöhten sich die Zinsen für 10-jährige Bundesanleihen von Mitte April bis Mitte Juni um 90 Basispunkte. Die Rendite erreichte wieder fast ein Prozent. So etwas könnte ich mir im zweiten Halbjahr als Folge der höheren Inflationsraten auch wieder vorstellen. Allerdings sollte man auch hier

die Kirche im Dorf lassen. In den Vereinigten Staaten haben die Kapitalmärkte auf die höheren Preissteigerungen und auf die geldpolitische Normalisierung nur sehr maßvoll reagiert. Allerdings sind die Sätze dort auch schon erheblich höher (1,80 %).

Für den Anleger

gibt es keinen Grund zur Panik. Man muss sich nicht von allen Beständen an Festverzinslichen trennen. Man weiß ja nicht, wie dauerhaft das ist. Allerdings ist es sicher nicht falsch, ein paar Umschichtungen vorzunehmen. Zum einen sollte man sich inflationsgeschützte Anleihen anschauen. Damit kann man von zunehmenden Preissteigerungsraten profitieren. Zum anderen werden Anlagen, bei denen Zinsänderungsrisiken ausgeschaltet sind, interessanter. Die Aktienmärkte wären bei einer Änderung der Inflationserwartungen verunsichert.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.