

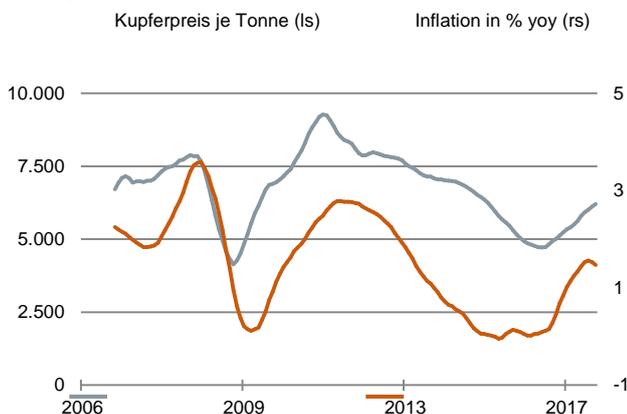
17. Januar 2018

- Die inflationären Gefahren sind derzeit größer als es die niedrigen Lohnsteigerungen vermuten lassen.
- Auf den Rohstoffmärkten ziehen die Notierungen drastisch an. Hier baut sich inflationäres Potenzial auf.
- Das wird sich früher oder später auch in der allgemeinen Geldentwertung zeigen. Schauen Sie nicht nur auf die Kerninflation.

Wer wissen will, wann und wie stark die Inflation steigt, schaut heute meist auf die Löhne. So lange sie sich so wenig erhöhen wie derzeit, wird auch die Geldentwertung nicht nach oben gehen. Das ist es, was man derzeit landauf landab nicht nur in Deutschland und Europa, sondern auch in den USA und in Japan zu hören bekommt. Es ist einer der Gründe, weshalb sich die Zentralbanken mit dem Abschied aus der ultralockeren Geldpolitik so viel Zeit lassen. Aber ist es auch richtig? Ich möchte hier ein paar Zweifel anmelden. Ich glaube nämlich, dass diese Betrachtungsweise der Vergangenheit angehört. Jedenfalls gilt sie heute nur noch eingeschränkt. Die Bedeutung der Löhne für die Preisentwicklung wird überschätzt. Stattdessen wird ein anderer Faktor – die Entwicklung an den Weltmärkten – unterschätzt.

ROHSTOFFPREISE UND INFLATION IN DER EUROZONE

Jeweils gleitende Durchschnitte



Quelle: Eurostat, IWF

Natürlich sind die Löhne immer noch der wichtigste Kostenfaktor in einer Volkswirtschaft. Je höher die Löhne, umso höher die Preise. Das ist unbestritten. Das Problem aber ist, dass die Löhne heute aus strukturellen Gründen nicht mehr so stark steigen wie früher. Vor allem haben sie sich von der zyklischen Entwicklung weitgehend abgekoppelt. Die berühmte "Phillips-Kurve", die den Zusammenhang zwischen Konjunktur, Löhnen und Inflation abbildet und die in den vergangenen Jahren eine der Grundlagen der modernen Inflationstheorie war, funktioniert nicht mehr so wie gewohnt. Trotz bester Konjunktur gehen die Löhne heute nur um 2 % bis 3 % nach oben. Die Knappheit an Facharbeitern, die ei-

gentlich die Löhne nach oben treiben müsste, ist in den Statistiken kaum zu merken. Damit kann man die Löhne auch nicht mehr als Indikator für inflationäres Potenzial heranziehen.

Offenbar haben die Arbeitnehmer heute Angst um ihre Jobs, wenn sie zu aggressiv höhere Löhne verlangen. Das ist sicher kein kurzfristiges Phänomen, sondern hängt mit der demografischen Alterung (auch der Gewerkschaftsmitglieder) zusammen.

Darüber hinaus hat sich der Zusammenhang zwischen Löhnen und Preisen gelockert. Unternehmen wie Airbnb, Uber oder Amazon erzwingen unabhängig von allen Gegebenheiten bei den Löhnen drastische Preissenkungen auf den Märkten. Die Konkurrenz der Billiglohnländer in Südostasien und Afrika ist noch härter geworden und hindert die Unternehmen, Kostensteigerungen auf die Abnehmer zu überwälzen.

»Die Bedeutung der Löhne für die Preisentwicklung wird überschätzt.«

All das ist gut für die Stabilität. Es wird auch in Zukunft keine so großen Preissteigerungen wie früher geben. Es sollte aber nicht glauben lassen, in der Volkswirtschaft sei alles in Ordnung und die Inflation sei tot. Es gibt nach wie vor zyklische Ungleichgewichte. Sie zeigen sich nur nicht mehr so sehr bei den Löhnen. Wohl aber zum Beispiel an den Rohstoffmärkten. Hier gibt es derzeit einen erheblichen Nachfrageüberhang mit entsprechenden Preissteigerungen.

Das ist besonders krass beim Ölpreis. Er hat sich in den letzten zwei Jahren verdoppelt. Er liegt jetzt wieder bei knapp USD 70 je Barrel und damit auf dem Niveau wie zuletzt 2014. Aber auch bei anderen Rohstoffen gibt es massive Verteuerungen. Der Preis für Kupfer ist in den letzten 24 Monaten um 60 % geradezu nach oben geschossen. Aluminium ist um 45 % teurer geworden. Der Rohstoffindex S&P GSCI, der eine Reihe wichtiger Rohstoffe enthält, ist um 50 % gestiegen. Das sind keine vorübergehenden Ausreißer aufgrund von politischen Faktoren (wie das zum Teil beim Öl der Fall ist). Es ist vielmehr ein klarer Trend. Dahinter steht die steigende Nachfrage auf-

grund der guten Weltkonjunktur. Das wird so weitergehen, solange der globale Aufschwung anhält.

Es ist nicht vorstellbar, dass das auf Dauer keinen Einfluss auf die Inflation haben sollte. Natürlich sind die Rohstoffpreise für die Volkswirtschaft nicht so wichtig wie die Löhne. In Deutschland machen die Rohstoffimporte nur etwas mehr als 2 % des Bruttoinlandsprodukts aus. Wenn man die indirekten Effekte (über die Verteuerung anderer Importgüter durch die höheren Rohstoffpreise) hinzurechnet, kommt man zwar auf höhere Werte, sie sind aber immer noch vergleichsweise gering. Was den Rohstoffen an quantitativer Bedeutung fehlt, machen sie allerdings durch die exorbitant hohen Preissteigerungen wett.

Die Grafik zeigt am Beispiel von Kupfer, wie die hohen Rohstoffpreise 2008 und dann wieder 2011 die generelle Inflationsrate nach oben gezogen haben. Auch die Zunahme der Geldentwertung in den letzten Monaten hat etwas mit den Rohstoffpreisen zu tun. Ich vermute, dass das im weiteren Verlauf des Jahres so weitergeht.

Wir werden spätestens ab Mitte des Jahres höhere Preissteigerungen bekommen als bisher vermutet. Die Inflationsrate im Euroraum wird dann voraussichtlich bei 2 % oder darüber liegen.

Manche wenden ein, das sei gar keine richtige Inflation. Sie ist nicht hausgemacht. Die "Kerninflation" (ohne Energie und Nahrungsmittel) steige nicht an. Das ist aber nicht überzeugend. Für die Kaufkraft der Verbraucher und für den Ertrag der Kapitalanleger ist es gleichgültig, woher die Preissteigerung kommt. Wichtig ist nur, dass die Preise steigen.

Für den Anleger

Gehen Sie davon aus, dass die Geldentwertung wegen der Rohstoffpreise auch bei anhaltend niedrigen Lohnsteigerungen zunehmen wird. Anleger können davon durch Anlagen in Rohstoffwerte profitieren. Höhere Unternehmensgewinne könnten den Aktien helfen. Auf Dauer werden die Zentralbanken aber darauf reagieren müssen. Es wird an den Märkten zu höheren Zinsen kommen. Die Nervosität, die derzeit bei Bondpreisen zu spüren ist, ist nicht ungerechtfertigt.

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. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. 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. Die vorstehenden Informationen richten sich 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, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. 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 US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments 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 der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche 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 Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.