

Mai 2015

➤ **EWU-Inflation wird im kommenden Winter sprunghaft steigen**

Energiepreise haben wieder nach oben gedreht

Kerninflation am Tiefpunkt – moderate aber kontinuierliche Steigerung zu erwarten

Nachhaltiger Anstieg der Inflationsrate erst im Verlauf von 2016

EZB wird sich von Inflationsschwankungen nicht irritieren lassen

Team Investmentstrategie

Dr. Marco Bargel

Chefinvestmentstrategie
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Thilo Heidrich

thilo.heidrich@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de

Redaktionsschluss: 23.04.2015

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228)920-0

Disclaimer:

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Investmentstrategie garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

EWU-Inflation wird im kommenden Winter sprunghaft steigen

Der Abwärtsdruck auf die Verbraucherpreise in der Eurozone hat sich zuletzt abgeschwächt. Nachdem die Inflationsrate im Januar bis auf -0,6% gefallen war, kletterte sie über -0,3% im Februar auf -0,1% März. Verantwortlich für diese Entwicklung waren fast ausschließlich die Energiepreise. Nach ihrem vorherigen Verfall stiegen diese im Februar und im März im Vormonatsvergleich jeweils an. Dadurch reduzierte sich ihr negativer Einfluss auf die Inflationsrate, obschon er immer noch sehr kräftig blieb. Wenig Bewegung war dagegen bei den Kernverbraucherpreisen zu erkennen, die ohne die Komponenten Energie, Nahrungsmittel, Tabak und Alkoholika berechnet werden. Deren Teuerungsrate lag im März bei niedrigen 0,6%, womit sich diese Rate nunmehr seit gut einem Jahr in einem sehr engen Korridor von 0,6% bis 0,8% bewegt, wenn man von einem kalenderbedingten Ausreißer im April des vergangenen Jahres absieht.

Energiepreise haben wieder nach oben gedreht

Über viele Jahre hinweg erwies sich die Energiekomponente als Preistreiber Nr. 1. Dabei reagierten die Energiepreise in der EWU vor allem auf den trendmäßig steigenden Ölpreis. Eine erhebliche Rolle spielten aber auch deutliche Anhebungen bzw. auch Neueinführungen spezieller Steuern auf den Energieverbrauch. 2013 ging die jüngste Phase deutlich steigender Energiepreise zu Ende. Weitgehend stagnierende Ölnotierungen (in Dollar) sorgten im Zusammenspiel mit einer moderaten Aufwertung des Euro dafür, dass vom Ölpreis, in Euro gemessen, ein leicht dämpfender Effekt ausging, der aber von hausgemachten Faktoren ausgeglichen wurde. Ab Oktober 2014 kam es dann sogar zu einem regelrechten Verfall der Energiepreise. Verursacht wurde dieser durch den Absturz der Ölnotierungen, der so stark war, dass auch die parallel verlaufende Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar den Effekt nur mildern, aber bei Weitem nicht

Energiepreisinflation wird ab dem kommenden Winter deutlich positiv



ausgleichen konnte. So fiel der Preis für ein Fass der Nordsee-Sorte Brent von Oktober 2014 bis Januar 2015 von rund 75 € auf etwa 40 €, also um gut 45%. In der Folge fiel die Veränderungsrate der Energiepreise auf der Verbraucherebene bis Januar auf -9,3%. Bei einem Gewicht von gut 10% innerhalb des EWU-Verbraucherpreisindex drückte die Energiekomponente die EWU-Inflationsrate um einen vollen Prozentpunkt. Seitdem haben jedoch die Ölnotierungen wieder zugelegt, während gleichzeitig der Euro gegenüber dem US-Dollar weiter abgewertet wurde. Im März drückte die Energiekomponente die Inflationsrate deshalb 'nur noch' um 0,7 Prozentpunkte.

Seitens des Rohölmarktes erwarten wir für die nähere Zukunft eine spürbare Beruhigung. Der Ölpreis in US-Dollar dürfte sich im weiteren Jahresverlauf in etwa auf den aktuellen Niveau einpendeln. Auf Sicht von 12 Monaten gehen wir von einem leichten Anstieg auf 63 US-Dollar je Fass aus, der sich dann im weiteren Verlauf von 2016 in moderatem Tempo fortsetzen sollte. Zugleich rechnen wir aufgrund der extrem expansiven Geldpolitik der EZB bei einem gleichzeitig etwas straffer werdenden Kurs der Fed mit einer Fortsetzung der Schwächetendenz des Euro. Allerdings sollte der Großteil der Euro-Abwertung bereits erfolgt sein. Gegen Ende 2015 erwarten wir das Erreichen der Euro-Dollar-Parität.

Im kommenden Jahr dürfte der Euro dann nochmals geringfügig niedriger gehandelt werden. Per saldo dürfte dies dazu führen, dass von den Energiepreisen im Verlauf leichte preistreibende Effekte ausgehen.

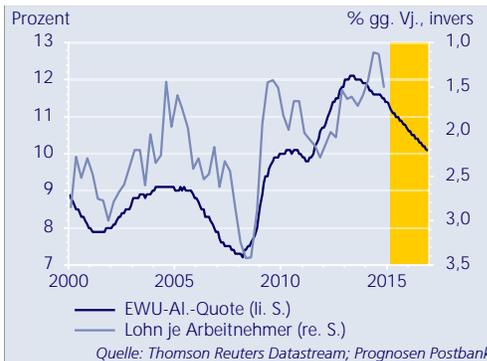
Hinsichtlich ihres Einflusses auf die EWU-Inflationsrate sieht dies jedoch ganz anders aus. Hier sind massive Basiseffekte zu berücksichtigen. Sofern sich unsere Annahmen als zutreffend erweisen, wird der preisdämpfende Effekt des Ölpreises, in Euro gerechnet, aufgrund des hohen Vergleichsniveaus aus dem Vorjahr bis in den Frühherbst hinein kaum nachlassen. Dies sollte sich dann aber in den nachfolgenden Monaten drastisch ändern. Im Dezember dürfte der Einfluss der Energiepreise auf die Inflationsrate erstmals positiv werden. Im Januar 2016 dürfte diese dann die Inflationsrate um rund einen halben Prozentpunkt nach oben treiben, bevor sich der Effekt nachfolgend sukzessive wieder abschwächt. Die Energiekomponente wird damit auch weiterhin für erhebliche Sprünge bei der Teuerungsrate sorgen.

Kerninflation am Tiefpunkt – moderate aber kontinuierliche Steigerung zu erwarten

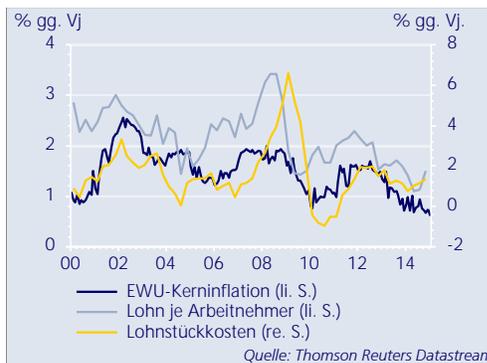
Die Kerninflationsrate liegt aktuell mit lediglich 0,6% auf ihrem tiefsten je gemessenen Niveau seit dem Start der EWU. Allerdings kann von einem anhaltenden Abwärtstrend inzwischen kaum noch die Rede sein. Vielmehr hat sich die Kerninflation unter leichten Ausschlägen stabilisiert. Wir gehen davon aus, dass sie ihren Tiefpunkt erreicht hat, zumal es inzwischen zunehmende Anzeichen gibt, dass sich der grundlegende Aufwärtstrend in näherer Zukunft leicht verstärken sollte.

In diesem Zusammenhang ist in erster Linie die Entwicklung am Arbeitsmarkt zu nennen. Die EWU-Arbeitslosenquote hatte zur Jahresmitte 2013 mit 12,1% ihren Höhepunkt erreicht und ist seitdem um 0,8 Punkte auf 11,3% gefallen, wobei sich der verhaltene Abwärtstrend mit der leichten Beschleunigung des BIP-Wachstums seit dem 4. Quartal 2014 etwas verstärkt hat. Da die positiven Effekte des niedrigen

Sinkende Arbeitslosigkeit führt zu etwas stärkeren Lohnzuwächsen



Steigende Löhne lassen Lohnstückkosten und Kerninflation anziehen



Auch Geldmengenwachstum weist auf allmählich steigende Kerninflation hin



Ölpreises auf die Binnennachfrage sowie des schwachen Euros auf die Exporttätigkeit eine weitere und anhaltende Verbesserung der EWU-Konjunktur erwarten lassen, sollte sich auch der Aufwärtstrend am Arbeitsmarkt fortsetzen und dabei beschleunigen. Bis Ende 2016 könnte die

EWU-Arbeitslosenquote bis auf rund 10% sinken. Dies ist natürlich immer noch viel zu hoch und lässt auf absehbare Zeit keinen Spielraum für größere Lohnsprünge für die Wirtschaft des Euroraums insgesamt. Allerdings hat die vorsichtige Trendwende am Arbeitsmarkt schon ausgereicht, um den Trend zu rückläufigen Lohnzuwächsen mit einer Verzögerung von etwa einem Jahr um die Jahresmitte 2014 herum zu stoppen und nachfolgend eine leichte Beschleunigung einzuleiten.

Neben der allmählichen Verbesserung am Arbeitsmarkt und der Trendwende beim Lohnwachstum hat sich auch die Zunahme der Lohnstückkosten, die ihr zyklisches Tief im 1. Quartal 2014 erreicht hatte, seitdem wieder leicht beschleunigt. Lohnwachstum und Zunahme der Lohnstückkosten aber korrelieren wiederum positiv mit der Kerninflation. Insbesondere ist dabei sehr oft zu beobachten, dass einem Trendwechsel bei der Lohnentwicklung mit einer Verzögerung von einem halben bis einem Jahr auch ein Trendwechsel bei der Kerninflation folgt. Gestützt wird die Erwartung einer perspektivischen Beschleunigung der Kerninflation auch durch die monetäre Entwicklung. Die Wachstumsrate der EWU-Geldmenge M3, die im April 2014 mit lediglich 0,8% ihren Tiefpunkt erreicht hatte, hat sich seitdem markant auf 4,0% erhöht. Dies ist zwar immer noch niedrig, weist aber auf kurze bis mittlere Sicht auf eine nachhaltige Steigerung der Kerninflation hin.

Die Richtungsindikatoren sind unserer Einschätzung nach damit eindeutig. Mit einer kräftigen Steigerung der Kerninflation rechnen wir aber vorläufig nicht. Dafür sind sowohl die Besserungstendenzen am Arbeitsmarkt als auch das Wachstum der Geldmenge noch zu schwach. Zudem ist davon auszugehen, dass sich der massive Rückgang des Ölpreises von Mitte 2014 bis Januar 2015 teilweise noch durch die Preiskette arbeiten und damit preisdämpfende Nachlaufeffekte haben wird. Auf der anderen Seite treibt der schwache Euro die Importpreise und damit tendenziell die inländischen Endverkaufspreise vor allem für industriell erzeugte Güter in die Höhe. Bislang ist hiervon allerdings noch nicht viel

Inflation dürfte sprunghaft steigen, Kerninflation allmählich zunehmen



zu sehen. Dies dürfte zum einen an der Existenz längerfristiger Liefervereinbarungen liegen. Zum anderen üben sich ausländische Anbieter bei Wechselkursverschiebungen häufig erst einmal in Zurückhaltung, um nicht durch rasche Preiserhöhungen den Verlust von Marktanteilen zu riskieren. Beides wird die preistreibenden Effekte der Euro-Abwertung nicht verhindern. Diese könnten teilweise aber noch etwas auf sich warten lassen, sodass wir davon ausgehen, dass sich die dämpfenden Nachlaufeffekte des Ölpreises und die treibenden der Euro-Abwertung zunächst einmal weitgehend kompensieren, bevor Letztere die Oberhand gewinnen.

Nachhaltiger Anstieg der Inflationsrate erst im Verlauf von 2016

In der Summe gehen wir davon aus, dass die Kerninflation bis Ende 2015 unter 1% bleibt. Bis Ende 2016 dürfte sie dann bis auf 1,5% steigen. Hinsichtlich der Inflationsrate für die gesamten Verbraucherpreise wird dieser allmähliche Anstieg überlagert durch die Energiepreiseffekte. Diese dürften die EWU-Inflationsrate bis zum Ende des 3. Quartals in der Nähe der Nulllinie halten, um diese dann insbesondere von November 2015 bis Januar 2016 schlagartig bis auf 1,5% steigen zu lassen. Nachfolgend dürfte dann wieder eine leichte Abwärtsbewegung einsetzen, bevor sich der Aufwärtstrend ab der Jahresmitte wieder leicht verstärkt. Diese Entwicklung sollte dann auch nachhaltig sein und sich ins Jahr 2017 hinein fortsetzen.

EZB wird sich von Inflationsschwankungen nicht irritieren lassen

Die Inflationsrate des Euroraums wird somit im Verlauf der nächsten 12 Monate sehr starken Schwankungen unterliegen. Insbesondere um den nächsten Jahreswechsel herum dürfte ihr schlagartiger Anstieg verstärkt die Frage aufwerfen, ob die ultraexpansive Geldpolitik der EZB überhaupt noch angemessen ist. In diesem Kontext dürften dann vor allem die Spekulationen zunehmen, ob sie ihr umfangreiches Ankaufprogramm für Anleihen nicht vorzeitig beenden könnte.

Wir gehen allerdings davon aus, dass sich die EZB von Ausschlägen bei der Inflationsrate nicht irritieren lassen wird. So ist zum einen das von ihr formulierte Zwischenziel einer Ausweitung ihrer Bilanzsumme auf das Niveau von Anfang 2012, das je nach Interpretation bei 2.700 bis 3.000 Mrd. Euro liegt, noch weit entfernt. Und auch ihr Hauptziel einer Anhebung der Inflationsrate auf 'unter, aber nahe bei 2%' auf mittlere Sicht wird Anfang 2016 noch nicht in unmittelbarer Reichweite sein, da der von uns erwartete deutliche Anstieg auf etwa 1,5% zu diesem Zeitpunkt vor allem eine Folge der Ausschläge bei den Energiepreisen sein wird und nicht den grundlegenden Trend widerspiegelt wird. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich das allerdings ändern, da der dann folgende Aufwärtstrend der Inflationsrate in verstärktem Maße auf hausgemachten Faktoren basiert.

Prognosen Postbank

| EWU | Inflation | Kerninflation |
|------|-----------|---------------|
| | % YoY | % YoY |
| 2014 | 0,4 | 0,8 |
| 2015 | 0,0 | 0,8 |
| 2016 | 1,4 | 1,2 |

Bilanzsummenziel der EZB noch weit entfernt



Die EZB dürfte deshalb dazu neigen, ihr Ankaufprogramm nicht zu verlängern, sondern planmäßig im September 2016 zu beenden. Allerdings halten wir es auch für möglich, dass sie im Frühjahr 2016 ihre Strategie graduell verändert, wenn sich dann tatsächlich abzeichnet, dass das Inflationsziel in absehbarer Zeit erreicht werden sollte. So könnte sie dann das ursprünglich angestrebte Ankaufvolumen von 1.140 Mrd. Euro in den Mittelpunkt rücken, indem sie herausstellt, dass das Volumen letztlich entscheidender ist, als die bislang anvisierte Laufzeit bis September 2016. Dies könnte dann darin enden, dass die EZB bereits einige Monate vor diesem Datum beginnt, ihr monatliches Ankaufvolumen von 60 Mrd. Euro zu reduzieren, die Ankäufe dafür aber über den September 2016 hinaus fortführt. Dies hätte dann den Charme, dass sie den Ausstieg aus dem Quantitative Easing sanfter und damit marktschonender gestalten könnte. Zugleich könnte sie so ihr Versprechen eines bestimmten Mindestankaufvolumens einhalten, ohne dieses aus Gründen der Marktschonung unnötigerweise zu überschreiten.

Heinrich Bayer