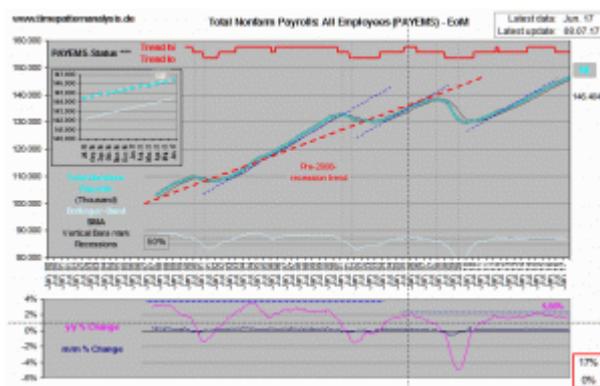


Inflation – wo bist Du?

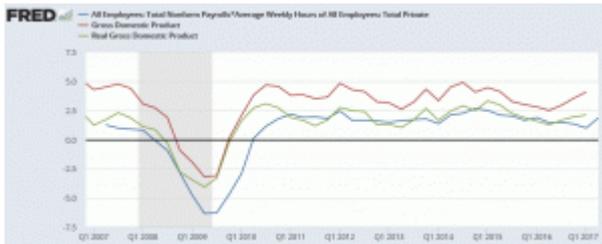
Description

Die Zahl der US-Arbeitsplätze ist im Juni deutlich stärker gestiegen als erwartet. Zugleich wird die Entwicklung für den Vormonat aufwärts revidiert. Die durchschnittlichen Löhne und Gehälter steigen nur mäßig. Das übergeordnete Bild ist unverändert, mit einem Plus von +1,55% gegenüber dem Vorjahr steigt die Zahl der Jobs (non-farm) zwar moderat an, bleibt aber deutlich unter dem jüngsten Maximum von 2,3% im Februar 2015.

Dieses Maximum entspricht ziemlich genau auch dem Maximum vor der Finanzkrise aus März 2006. Das wiederum liegt deutlich unter dem Maximum der 1990er Jahre, als im Februar 1995 ein jährlicher Zuwachs der Arbeitsplätze von 3,5% erreicht wurde (siehe kleiner Chart im unteren Bildteil). Auch das mag als Beleg für eine langfristige Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik gelten. Seit dem zweitem Quartal 2016 entwickelt sich der Job-Aufbau zudem nicht mehr beschleunigt, sondern läuft nur noch im übergeordneten Trend mit (rote Kurve im oberen Chartteil).



Das Produkt aus Zahl der Arbeitsplätze und geleisteten Wochenstunden liefert einen Hinweis auf die reale Menge produzierter Güter. Nimmt man die Löhne mit hinzu, ergibt sich ein Hinweis auf die Entwicklung ihres Wertes und damit auf das nominale BIP. Wie der folgende Chart zeigt, kann das Produkt dieser Aggregate ein „Gefühl“ für die Entwicklung der Bruttosozialprodukte vermitteln. Demnach sieht es so aus, als würde sich das reale BIP im abgelaufenen Quartal wieder stärker entwickeln als im ersten Quartal (endgültig 1,4%, annualisiert, „compounded“), womöglich bis über 2% Zuwachs gegenüber dem Vorjahr ([Chartquelle](#))



Die Akteure an den Finanzmärkten haben die Entwicklung der Arbeitsplätze am zurückliegenden Freitag goutiert, zuletzt geschundene Aktien-Sektoren wurden zurückgekauft, wie etwa Technologie. Halbleiter zeigen schon seit einigen Tagen Stärke. Finanzwerte profitieren von einer steileren Zinsstruktur. Ein weiterer Zinsschritt der Fed wird auf der FOMC-Sitzung am 26. Juli nicht erwartet. Erst für das Meeting im Dezember liegt die implizite Wahrscheinlichkeit nach Fed-Funds-Futures für eine weitere Anhebung des Leitzinses wieder bei über 50%.

Der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe stieg im Juni überraschend deutlich um 2,9 auf 57,8 Punkte. Der Sub-Index für Beschäftigung zog deutlich an, der für die Preise gab um 3,8 auf 55 nach, der der Auftragseingänge stieg von 59,5 auf 63,5. Auch der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor legte um 0,5 auf 57,4 Zähler zu. Damit scheint die Stimmung besser als die aktuelle Lage, der Verlauf des Auftragseingangs legt jedoch künftig weiter verbesserte Geschäfte nahe. Allerdings zeigen auch die jüngsten ISM-Zahlen, dass die Akteure an den Finanzmärkten aktuell vergeblich auf die zweite Runde bei der Inflation warten.

Die Sitzungsprotokolle der Zentralbanken gaben zuletzt Anlass für Bewegung an den Märkten. Einerseits zeigten sich die Mitglieder des FOMC der Fed entschlossen, den über 4 Bio. Dollar großen Berg an nach der Finanzkrise angehäuften Wertpapieren bald schrittweise abzuschmelzen. Andererseits sind sie sich offenbar weiterhin nicht einig über den Inflationsausblick und wie darauf zu reagieren sei. Auch unterschiedliche Auffassungen in der Frage, wann mit der Verkürzung der aufgeblähten Bilanz begonnen werden soll, verunsichert.

Das am 27. Juni veröffentlichte Protokoll des jüngsten EZB-Ratstreffens wiederum hat bestätigt, dass die Geldpolitik an die breiter gewordene Konjunkturerholung in der Eurozone sukzessiv angepasst werden soll, wobei der Inflationsdruck und damit ein Handlungsdruck wegen der mäßigen bis schwachen Entwicklung der Ölpreise zunächst gering bleibt. Daher wird nun davon ausgegangen, dass die EZB ab 2018 weniger umfangreiche Wertpapierkäufe tätigen wird. Am Rentenmarkt reagierten die Bundrenditen mit einem Schub auf gut 0,55%, das ist der höchste Stand seit Anfang 2016. Die US-Renditen (10yr TNote) sind seit dem 26. Juni um 12% auf jetzt 2,393% angestiegen, das ist ein zwei-Monats-Hoch. Seitdem hat sich auch die Zinsstruktur in den USA wieder versteilert.

Lediglich die BoJ lässt keine Änderung ihrer geldpolitischen Linie erkennen. Im Gegenteil, sie hat kürzlich wieder eingekauft, als die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen in Japan über die Grenze von 0,1% zu steigen drohte. Das schwächt den Yen, was kann es Schöneres geben...

Euro/Dollar profitierte von diesen Nachrichten. Das Währungspaar stieg in den vergangenen Tagen über den Pegel von 1,1280 und notiert aktuell bei rund 1,14. Da die EZB in den zurückliegenden Jahren massiv zur globalen Kreditflut beigetragen hat, bedeutet ein festerer Euro auch eine Verschlechterung der Kreditkonditionen. Immerhin notierte Euro/Dollar zum Jahreswechsel noch bei rund 1,04, Carry-Trade-Effekte wirken sich aus.

Schlechtere Kreditbedingungen sollten sich insbesondere bei der Kursentwicklung besonders riskanter Assets niederschlagen. Das dürfte ein Grund für die zuletzt etwas schwächere Kursentwicklung bei Aktien und bei High-Yield-Anleihen sein.

Gold ist der Verlierer der jüngsten Entwicklung. Zwar stützt ein schwächerer Dollar den Goldpreis üblicherweise, aber aktuell scheinen die steigenden Zinsen einen größeren Einfluss zu haben. Mag sein, dass auch der Macron-Sieg nachwirkt, mit dem die Hoffnung verbunden ist, dass die Euro-Krise weiter zurückgedrängt wird.

Rohstoffe (CRB-Index) konnten sich seit dem 26. Juni um 2,4% verbessern. Bei den Basismetallen dürfte temporäre Knappheit weiterhin preisstützend wirken. Eine neuntägige Rally bei den Ölpreisen endete am 3. Juli. Seitdem hat der Preis für Oil Brent deutlich korrigiert, liegt aber mit rund 46,50 noch klar über dem wichtigen Pegel bei 43. Mag sein, dass nun nochmals das zuletzt markierte Tief bei rund 45 getestet wird. Übergeordnet gehe ich von anziehenden Notierungen aus, Ziel dürften die jüngsten Hochs aus dem ersten Quartal bei 56 sein, wobei der Angebotsüberhang aus hochgefahrterer Frackingproduktion in den USA anhaltende Höhenflüge weiterhin eher bremsen dürfte.

Die Ölpreise haben einen wesentlichen Einfluss auf die Produktions- und Lebenshaltungskosten und damit auch auf das Preisniveau der Güter auf den Endmärkten. Gedrückte Ölpreise bedeuten gedrückte Inflation. Auch das dürfte die jüngste Schwäche bei den Aktienkursen beeinflusst haben. Denn zunehmende Inflation wird aktuell wahrgenommen als Anzeichen einer dynamischeren Wirtschaftsentwicklung mit verbesserten Aussichten für die Entwicklung von Asset-Preisen, insbesondere bei Aktien.

[Tom McClellan](#) weist auf einen (lockeren) Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenquote und der um zwei Jahre in die Zukunft verschobenen Inflationsentwicklung hin. Die Arbeitslosenquote in den USA hat im Juni zum ersten Mal seit längerer Zeit zugenommen. Gleichzeitig zeigte die Inflation zwischen Januar und September 2015 ein ausgeprägtes Tief. Sollte die Arbeitslosenquote nun weiter ansteigen von einem Tief wie es zuletzt 2007 erreicht wurde, so ergibt sich aus dieser Konstellation (nach Vergangenheit) die Möglichkeit eines weiteren Anstiegs beider Zeitreihen. Wie gesagt, der Zusammenhang ist locker, aber immerhin beachtenswert – zarte Hoffnung für „Inflationäre“.

[Lance Roberts](#) zeigt den folgenden Chart. Er bildet aus der Entwicklung von BIP, CPI und Löhnen eine zusammengesetzte Zeitreihe, die er den zehnjährigen Treasury-Renditen gegenüberstellt. Der makroökonomisch nachvollziehbare Gleichlauf ist im großen Bild markant. Im Rückblick ergaben sich daraus übergeordnet immer dann gute Kaufgelegenheiten für Bonds, wenn die Differenz zwischen den beiden Zeitreihen ein lokales Maximum erreicht hat. Das war etwa 1983, 1986, 1991, 1995, 2001, 2007, auch 2014 der Fall. Ob aktuell eine weitere gute Kaufgelegenheit für Bonds erreicht ist, wage ich zu bezweifeln.



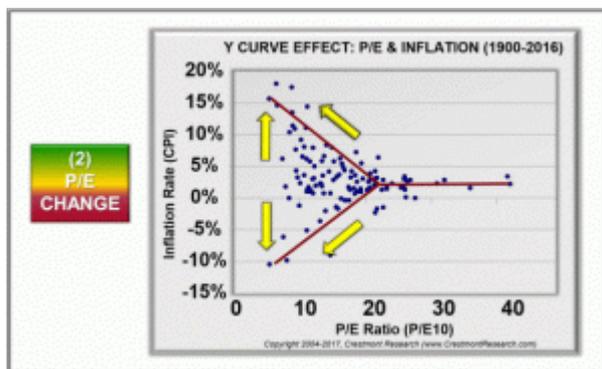
Das Zinsniveau ist direkt positiv gekoppelt an die Stärke wirtschaftlichen Wachstums und an Inflation. Das Wirtschaftswachstum treibt aber auch das Wachstum der Unternehmens-Gewinne, die Inflation wiederum

steuert die Änderung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV – P/E) bei Aktien.

Das Ergebnis aus Aktienanlagen setzt sich zusammen aus Kursgewinnen, die auf Gewinn-Wachstum je Aktie und KGV-Veränderung zurückgehen, sowie aus der Dividendenrendite, die vom Niveau des KGV bestimmt wird. Das 2017 SBBI Yearbook von Roger Ibbotson et al. legt dar, dass im Mittel seit 1926 bis 2016 der nominale Ertrag aus Aktien auf knapp 10% pro Jahr kommt. Dazu trägt das Gewinnwachstum mit 5%, die Dividendenrendite mit 4,2% und die KGV-Expansion mit fast 0,8% bei.

Im langfristigen Bild können die Unternehmensgewinne nicht schneller wachsen als das nominale BIP. Das wächst seit der Finanzkrise mit durchschnittlich 3,5%. Der Trick zur (zeitweisen) Beschleunigung des Gewinns je Aktie über diesen Wert hinaus besteht darin, die Zahl der Aktien (durch Rückkäufe) zu reduzieren.

KGV-Änderungen sind die zweite Komponente bei der Entwicklung des Ergebnisses aus Aktienanlagen. KGV wird hier verstanden als ein über zehn Jahre gemittelter, normalisierter Wert (ähnlich dem CAPE von Shiller). Seine Änderungen hängen mit der Inflation in Form einer Y-Kurve zusammen. Der obere Zweig zeigt mit steigender Inflation ein sinkendes KGV. Der untere Zweig zeigt, dass das KGV ebenfalls sinkt, wenn sich Inflation in Richtung Deflation entwickelt ([Chartquelle](#)).



Allerdings ist der Zusammenhang zwischen einem gegebenen KGV-Wert unter etwa 20 und Preisentwicklung ziemlich unbestimmt, innerhalb des „Y“ können zahlreiche Kombinationen auftreten. Der Zweig jenseits von KGV 20 repräsentiert die Entwicklung der zurückliegenden zwei Dekaden mit relativ niedriger, stabiler Inflationsrate. Mit einem aktuellen Wert von rund 30 liegt das KGV etwa 20% über dem mit niedriger Inflation assoziierten fairen Wert.

Die Dividendenrendite als dritte Komponente des Aktienertrags steht im umgekehrten Verhältnis zum KGV. Das muss so sein, weil Dividenden aus Gewinnen gezahlt werden und bei beiden Messwerten der Kurs im Nenner steht.

Langfristig treibt die Inflation das KGV, indem sie sich entweder zu einer stabilen, niedrigen Rate hin oder davon weg bewegt. Kurz- und mittelfristig jedoch bewirken viele Faktoren wie etwa Psychologie, Momentum, Ereignisse usw., dass sich die Märkte divergent zum langfristigen Zusammenhang bewegen können. Insbesondere werden in einem Kontext niedriger Inflation Preissteigerungs-Tendenzen als Signal für eine sich belebende Wirtschaft angesehen und damit die Erwartung überproportional steigender Gewinne verbunden. Damit wiederum wird ein hohes KGV als gerechtfertigt angesehen. Wenn die Bond-Halter zugleich höhere Renditen fordern, bestärkt das die Aktienanleger – so lange, bis die Inflationsillusion offensichtlich wird und nicht länger aufrecht erhalten werden kann.

Daher kommt der Inflationsentwicklung momentan eine besondere Bedeutung zu. Entpuppt sich die Hoffnung auf eine zweite Runde von Preissteigerungen (die erste endete zu Jahresbeginn) als Fata Morgana, dürfte es am Börsenausgang eng werden. Die Antwort auf die Frage im Titel: **Ich vermute, dass es in zwei, drei Monaten noch zu einer weiteren Inflationsrunde kommt. Die wichtige Frage ist, wie**

lange sie anhält und wie stark sie ausfällt.

Der S&P 500 setzte zuletzt auf dem wichtigen Pegel bei rund 2411 auf und schloss knapp an der EMA50. Mit den jüngsten Arbeitsmarktdaten wurde er wieder hochgekauft. Ob er die Kraft hat, jetzt neue Hochs auszubilden und zu halten, ist angesichts der technisch überkauften Lage eher zweifelhaft. Und so sollte man sich, auch angesichts der eher schwächeren erratischen Monate August und September, zunächst auf tiefere Kurse, zumindest jedoch auf zunehmende Schwankungsbreite einstellen ([Chartquelle](#)).



Die Akteure an den Finanzmärkten warten darauf, dass sich weitere Inflationstendenzen zeigen. Gleichzeitig sind sie verunsichert, weil auch die EZB in näherer Zukunft einen weniger expansiven Geldflut-Kurs fahren könnte. Lediglich die BoJ lässt keine Änderung ihrer geldpolitischen Linie erkennen. Die kommenden Monate sind üblicherweise erratisch, von steigenden Schwankungen in ausdünnendem Sommer-Handel sollte ausgegangen werden.

Ergänzung:

In dieser Woche kommen neue US-Inflationsdaten heraus, zudem weitere wichtige Makrodaten.