

## Was tut sich hinsichtlich Inflation?

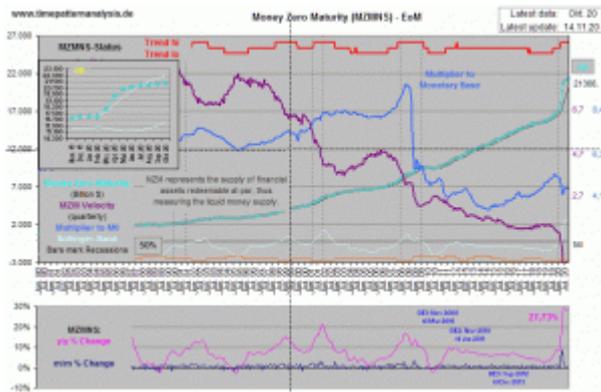
### Description

Der Russell 2000 hat am zurückliegenden Freitag ein neues Allzeithoch produziert, ebenso der S&P 500, wenn auch nur knapp. Value-Werte waren erneut stärker als Growth-Titel. Die Unternehmensgewinne im dritten Quartal werden im Jahresvergleich jetzt mit  $-7,8\%$  erwartet. Anfang Oktober hatte man noch mit  $-21,8\%$  gerechnet.

Der US-PPIACO (Produzentenpreisindex für alle Rohstoffe) hat im Jahresvergleich im Oktober um  $1,36\%$  nachgegeben, der US-CPI (Verbraucherpreis) legt um  $1,2\%$  zu. Die Inflationserwartung nach Differenz zwischen nominaler und realer Rendite für zehnjährige TNotes kommt auf  $1,71\%$ , liegt also unter dem Zielbereich von zwei Prozent. Die reale Rendite beträgt aktuell  $-0,83\%$ , die nominale kommt auf  $0,88\%$ .

Die Ausstattung der Wirtschaft mit liquiden Mittel (Geldmengenaggregat MZM) hat im Oktober im Jahresvergleich um fast  $28\%$  zugenommen. Gleichzeitig ist die Umlaufgeschwindigkeit dieser Geldmenge auf  $0,99$  gesunken, eine Abnahme um  $22\%$  im selben Zeitraum (bis Mitte 2019 lag sie eine zeitlang recht stabil bei  $1,33$ ). Wir haben das typische Bild einer Rezession im Anfangsstadium: MZM steigt an, die Umlaufgeschwindigkeit sinkt, es wird Liquidität gehortet. Zudem ist die Rendite für Baa-geratete Unternehmensanleihen hoch im Vergleich zur BIP-Entwicklung.

Inflation ist in erster Linie ein monetäres Phänomen, sie entsteht, wenn die zirkulierende Geldmenge schneller steigt als die Menge der zum gegebenen Zeitpunkt in der Wirtschaft vorhandenen Güter. In der Zeit zwischen September 2010 und September 2019 bewegten sich MZM und Umlaufgeschwindigkeit recht gleichmäßig umgekehrt zueinander. MZM stieg in diesem Zeitraum von  $9.600$  auf  $15.500$  Mrd. Dollar, also um den Faktor  $1,62$  (MZM hat sich in Bezug auf Mitte der 1990-er Jahre versiebenfacht!). Die Umlaufgeschwindigkeit sank in der Zeit von September 2010 bis September 2019 um den Faktor  $1,22$ . Daraus resultiert eine Zunahme der zirkulierenden Geldmenge um  $33\%$ . Das erklärt einen wichtigen Teil der CPI-Inflation über diesem Zeitraum ( $+18\%$ ).



Wenn sich die Umlaufgeschwindigkeit nur wieder in Richtung auf das niedrige Niveau von vor September 2019 zurückbewegt (~1,3), was in der Regel mit zunehmender wirtschaftlicher Aktivität zusammen läuft, so ergibt sich allein daraus schon ein kräftiges Preissteigerungspotenzial. Mag sein, dass die Fed dann versuchen könnte, wieder Liquidität abzuziehen, wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen etwa durch Verfügbarkeit einer effektiven Corona-Schutzimpfung verbessern. Sie hatte das schon einmal Anfang 2010 einige Monate lang ohne Erfolg versucht. Sie riskiert dabei steigende Renditen, also anziehende Kosten der Staatsverschuldung in einer Zeit, in der die US-Regierung weitere staatliche Anreize begeben will.

Diesem Risiko wird sich die Fed nicht aussetzen, zumal sie schon im September betont hat, über einen längeren Zeitraum eine höhere Inflation als zwei Prozent zulassen zu wollen. Sie dürfte im Gegenteil argumentieren, dass das Renditeniveau eher zu hoch als zu niedrig ist. Staatliche Anreizprogramme sind ein Transmissionsriemen, mit der ein Teil der hohen liquiden Geldmenge in die Realwirtschaft überführt werden kann.

Damit ist der Weg vorgezeichnet in Richtung deutlich anziehender Inflation. Die wesentliche Voraussetzung dafür ist, dass effektiv mehr „Geld“ in der Realwirtschaft zirkuliert, als der Menge der vorhandenen Güter entspricht. Das wird erreicht durch ein überproportional zunehmendes Produkt aus Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit.

Davon dürfte dann auch der Goldpreis profitieren. Die Bewegungen hier werden zurzeit hauptsächlich durch die niedrigen Renditen erklärt, die Inflationserwartung spielt dabei nur eine untergeordnete Rolle. Auch die Ölpreis-Entwicklung und die Entwicklung beim Wechselkurs Euro/Dollar haben derzeit wenig Einfluss auf den Goldpreis. Die Korrelation zwischen Gold und dem S&P 500 hingegen ist recht signifikant und positiv, d.h. steigende Aktienkurse laufen mit steigendem Goldpreis zusammen. Betrachtet man lediglich den Goldbugs-Index (HUI – Aktien von Goldminen-Betreibern), so fällt auf, dass Gold seit Juni 2019 im Vergleich dazu relative Stärke zeigt.

Von anziehender Inflation dürften über die Inflationsillusion auch Aktien profitieren. Sie werden dann zunächst als Inflationsschutz gesehen, weil man sie als Sachwerte betrachtet. Die nominale Steigerung der Unternehmensgewinne tut ein Übriges, Aktien scheinen dann zunächst günstiger bewertet. Erst in einer späteren Phase der Inflationsentwicklung kehrt Realismus ein, zumal die Bondhalter als Inflationsausgleich höhere nominale Renditen fordern. Höhere nominale Renditen führen zu einem sinkenden Anleihen-KGV, das Aktien dann vergleichsweise teuer aussehen lässt. So weit sind wir aber noch (lange) nicht.

Wann könnte es zu einem deutlichen Anziehen der wirtschaftlichen Aktivitäten kommen?

Wir sehen aktuell, dass viele Makroindikatoren, die in Q2 für einen kräftigen Schub gesorgt haben, beständig an Dynamik verlieren. Zuletzt hatte z.B. die Zahl der Arbeitsplätze in den USA zwar noch weiter

zulegen können, der monatliche Zuwachs betrug jedoch nur noch 0,45% nach +3,59% im Juni.

Dieser Zeitpunkt dürfte dann gegeben sein, wenn „Corona“ als überwunden angesehen wird. Das wiederum hängt davon ab, wann ein Impfstoff in der Realität zeigt, dass die Zahl der sogenannten täglichen Neu-Infektionen zurückgeht. Ganz vorsichtig und sehr optimistisch würde ich denken, dass bis dahin noch mindestens sechs Monate ins Land gehen. (Dann kommt zudem wieder die Jahreszeit, in der in der westlichen Hemisphäre die klimatischen Bedingungen die Ausbreitung viraler Krankheiten eher hemmen.) Da an den Finanz-Märkten angeblich die Zukunft gehandelt wird, sollte es irgendwann im ersten Quartal 2021 dort zu einer stabileren Ausrichtung auf diese Aussicht kommen. Dann muss aber auch alles zusammenpassen – es muss erst einmal ein Impfstoff zugelassen werden, dann muss dessen Massen-Produktion gewährleistet sein, schließlich müssen auch die logistischen Herausforderungen bewältigt werden.

Interessant ist in diesem Zusammenhang der Verlauf des „Smart Money Flow Index“ von Bloomberg, der die Veränderung in der letzten Stunde des täglichen Handels im S&P 500 in Beziehung setzt zur ersten halben Handelsstunde. Das „Smart money“ scheint sich demnach seit September aus dem S&P 500 sehr deutlich zurückzuziehen ([Chartquelle](#)).



Ohne Zweifel befinden wir uns in einer saisonal starken Jahreszeit für Aktien. Allerdings erscheint mir im S&P 500 zunächst die Luft raus zu sein. Seit den September-Hochs notiert der Index jetzt gerade 0,5% höher.

Es sind so ziemlich alle positiven Aussichten eingepreist. Der VIX, Angstmesser an Wall Street, ist überverkauft. Die Marktbreite nach TRIN-Index signalisiert eine aufkommende Kontraktion, die Volumenverteilung befindet sich schon seit einigen Tagen in Distribution. Auch dürfte die Rotation in Wachstumswerte, genauer gesagt, aus Aktien, die von dem „Corona“-Umfeld insbesondere profitieren (FAANG & Co), in frühe Zyklischer vermutlich etwas vorschnell ausgerufen worden sein.

Das wahrscheinlichste Szenario sehe ich für die nächste Zeit in einer Seitwärtsbewegung im S&P 500 zwischen 3600 an der Oberseite und 3200 an der Unterseite. Möglich ist auch ein Test des 38er Retracements des Aufwärtsimpulses aus März bei rund 3050 ([Chartquelle](#)).

