

Teil B Fundamentalanalyse

Teil B2 Inflation

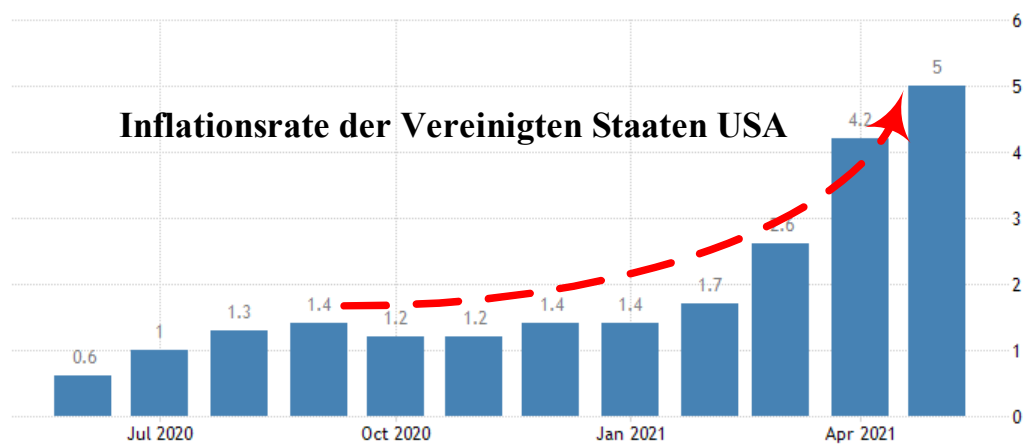
Stand 06.06.2021

Inflation - kurzfristige Abweichung oder langfristige Bedrohung?

Das I-Wort ist allgegenwärtig. An den Finanzmärkten ist sie momentan das dominierende Gesprächsthema, und mittlerweile ist sie auch in den breiten Medien angekommen: die Inflation.

Der Chart nachfolgend ist aber nur ein Blick auf die Inflation in der Vergangenheit.

Wie hoch war die Inflationsrate USA im Jahr 2021?

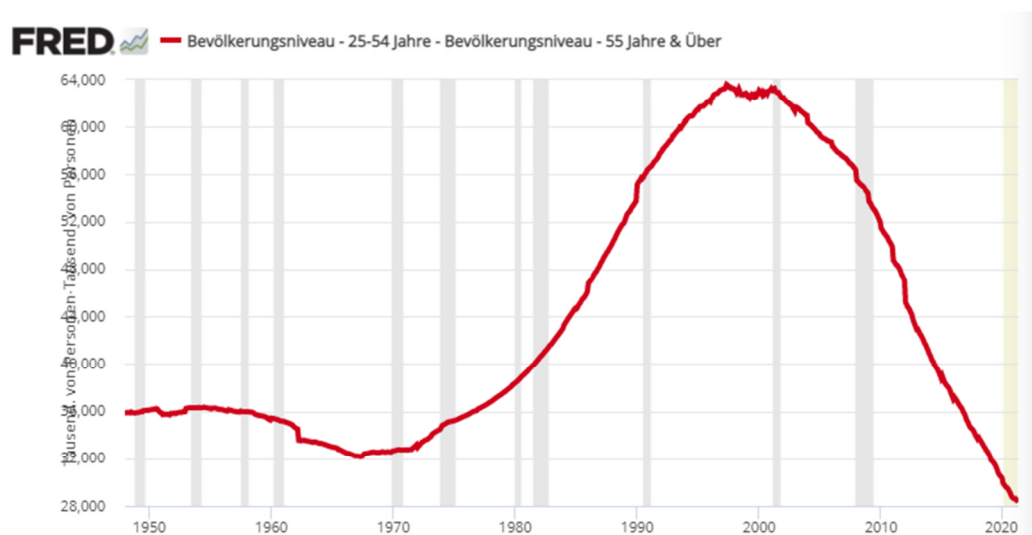


Die Märkte befassen sich letztendlich mehr mit der Inflation in der Zukunft.

Um die erwartete Inflation zu bestimmen, ein paar Gedanken dazu:

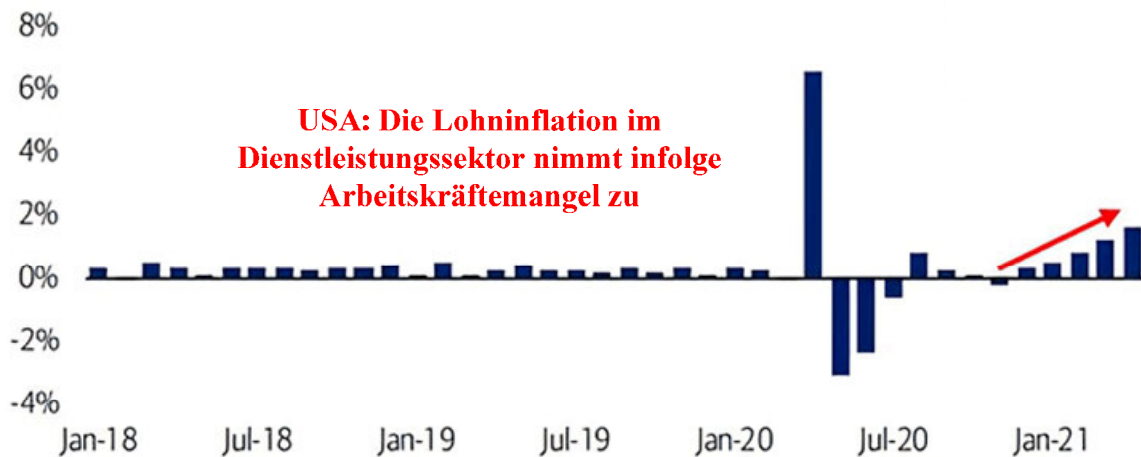
1. Einfluss der Demografie auf den Arbeitsmarkt

Der nachfolgende Chart zeigt für die USA die Differenz der Altersgruppe 25 -54 Jahre minus Altersgruppe über 55 Jahre.



Der Höhepunkt war im Jahr 2000. Die Generation der Baby Boomer verlässt den Arbeitsmarkt.

Nun zeigen die Daten des ISM-Index für die USA, dass der Beschäftigungsindex steigt. Die Nachfrage nach Arbeitskräften steigt.



Das Hauptargument gegen die Inflation ist die Erwartung, dass Löhne und Gehälter weiterhin stabil bleiben werden.

Es gibt aber noch weitere Einflussgrößen, wie Inflationserhebungen durch Umfrage, Zinsen (Entwicklung) und Wechselkurse.

Fazit: Diese Perspektive (stabile Löhne und Gehälter) könnte sich als Irrtum erweisen.

2. Erwartete Inflation – verschiedene Methoden zur Ermittlung

Um den Zusammenhang zwischen erwarteter Inflation und Zinssätzen zu verstehen, ein paar Gedanken dazu.

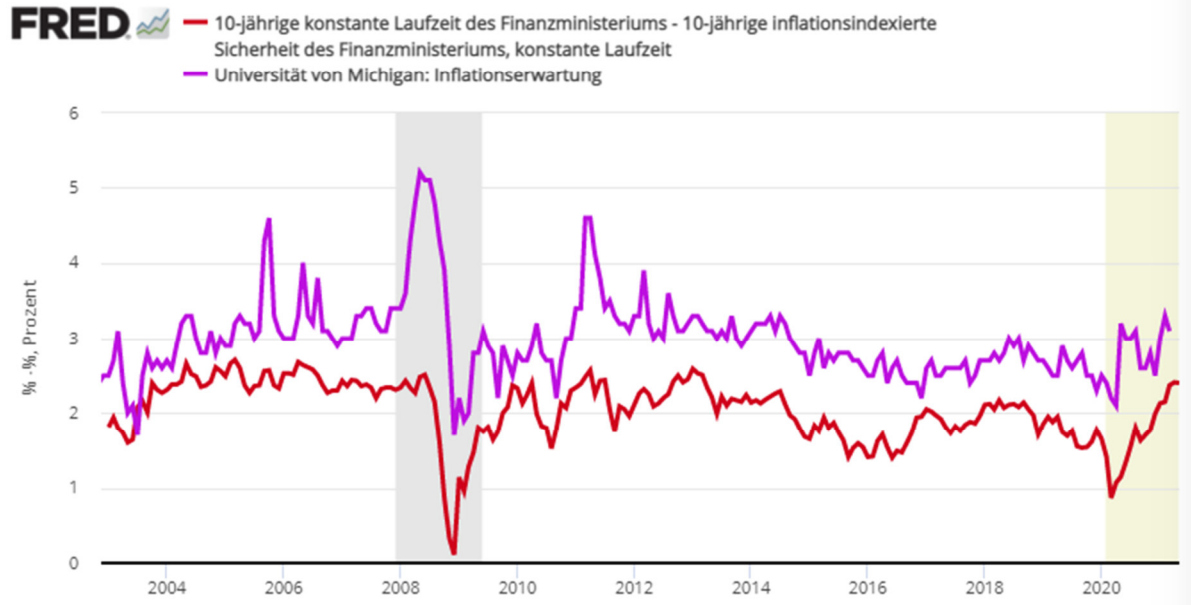
a) Verwendung von Zinssätzen

Die erwartete Inflation (Marktinflationserwartungen) wird als Renditedifferenz zwischen regulären Treasurys (Staatsanleihen) und inflationsgeschützten Treasury-Wertpapieren (TIPS) berechnet

b) Umfragebasiert

Verbraucher werden befragt, wie sie die Inflation empfinden

Die nachfolgende Grafik stellt die erwarteten Inflationsraten aus der Michigan-Umfrage (Methode b) der erwarteten Inflationsrate aus den Treasury-Märkten (Methode a) gegenüber.



Die beiden Methoden bewegen sich die meiste Zeit zusammen, aber die Verbrauchererwartungen sind aber durchweg höher.

Fazit: Marktteilnehmer sichern sich gegen steigende Inflationserwartungen ab (Kauf von inflationsgeschützten Anleihen). Sie sind eine Art Versicherung gegen steigende Inflationsraten, aber die Erwartungen haben keinen Einfluss auf die tatsächlichen Inflationsdaten.

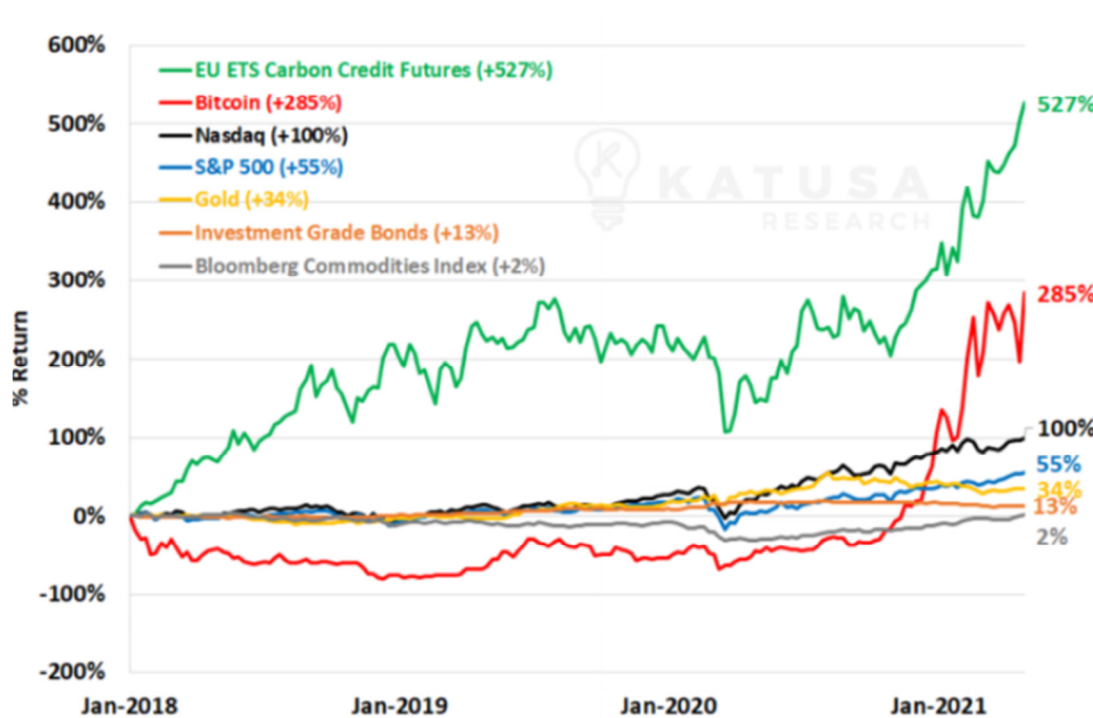
3. Die grüne Inflation

Die Regierungen des größten Teils von Europa sind entschlossen, klimaneutral zu werden. Auch die USA unter Joe Biden geht nun gleichen Weg. Ich behaupte nicht, dass dies der falsche Weg ist, aber es ist inflationär, grün zu werden, und dafür gibt es (mindestens) zwei Gründe.

Erstens ist die Umstellung auf verschiedene grüne Technologien an sich inflationär, da die meisten dieser neuen Technologien teurer sind als fossile Brennstoffe.

Zweitens wird der Ausstoß von übermäßigen Mengen an CO₂, der beim Verbrennen vieler fossiler Brennstoffe geschieht, in Europa sehr teuer (Anm. steigende CO₂-Preise).

Zusammenfassend kann man erkennen, der Umstieg auf saubere Energieträger hat seinen Preis. CO₂-Steuern, steigende Netzkosten und Ökoförderungen lassen die Energierechnung höher ausfallen.



Fazit: Anlageklasse des neuen Jahrzehnts – 2021 – 2030 Carbon Credit Futures (CO₂)?

Kommt der alte Inflationstreiber Energie als Carbon Credit Future (CO₂) wieder?

Was nun? – eine Zusammenfassung

a) Die Inflation ist zurück: Die Zahlen (CPI Bericht; Mai 5%), die Erwartungen (Umfragen) und Rohstoffmärkte zeigen dies.

b) **Debatte um **vorübergehende** oder **dauerhafte** Inflation:** Sowohl unter den Anlegern als auch bei den Zentralbanken wird diskutiert, ob dieser Anstieg der Inflation eine Rückkehr aus einem wirtschaftlichen Stillstand widerspiegelt, der sich wieder beruhigt, sobald sich die Lage normalisiert habe, oder ein Zeichen für einen dauerhaften Anstieg ist auf die ungewöhnlich niedrige Inflation, die wir im letzten Jahrzehnt erlebt haben.

c) Rückkehr zur Normalität: Wenn ein Teil oder der gesamte Inflationsanstieg dauerhaft ist und wir zu einem normaleren Inflationsniveau (2-3%) zurückkehren, wird es eine Anpassung geben, die möglicherweise sogar schmerzhaft ist, wenn die Zinssätze steigen und die Aktienkurse neu kalibriert werden. Es gibt aber dann immer noch Aktiensektoren die sich besser halten, um mit einer höheren Inflation fertig zu werden.

d) Chance auf dauerhaften Anstieg der Inflation: Wenn er dauerhaft ist und die Inflation auf ein seit den 1970er und 1980er Jahren nicht mehr gesehenes Niveau ansteigt (> 5%), müssen Aktien und Anleihen neu bewertet werden.

e) Und die Notenbanken: Für die Notenbanken wäre es gut, wenn sie sich zurückhalten und wenig über Inflation sprechen, aber durch ihre Handlungen für sich selbst sprechen lassen.

Wie bereits erwähnt, befassen sich die Märkte mit der Zukunft. Bezogen auf die Inflation ist es die unerwartete Inflation (Anm.: eine positive Zahl, wenn die Inflation höher als erwartet ist, und eine negative Zahl, wenn sie niedriger als erwartet ist)

Unter der Annahme, wie die unerwartete Inflation ausfällt, gibt es drei wahrscheinliche Ergebnisse:

1) der Anstieg der Inflation wird vorübergehend sein und wir müssen uns keine Sorgen machen (Szenario Notenbanken)

2) wir werden in ein neues Inflationsregime eintreten, das den 1970er Jahren sehr ähnlich ist (Stagflation ► schwaches Wirtschaftswachstum und steigende Inflationsraten)

3) ein typisches Boom / Bust-Szenario, bei dem die Wirtschaft von einer zögernden US-Notenbank in eine Rezession getrieben wird.

Wie werden sich die Aktien entwickeln auf der Grundlage der Szenarien:

Szenario 1) ist offensichtlich das günstigste Ergebnis für Aktien.

In diesem Szenario werden massive Haushaltsausgaben der Regierung (nirgendwo mehr als in den USA) in Kombination mit einer gigantischen Konsumkriegskasse zu einem raschen BIP-Wachstum, aber auch zu einer höheren Inflation führen.

"Keine Sorge", sagt die US-Zentralbank. Der Anstieg wird vorübergehend sein und die Inflation wird bald wieder nachlassen - irgendwann im Jahr 2022, so der Fed-Vorsitzende Jerome Powell.

Szenario 2) ist praktisch eine Rückkehr in die 1970er Jahre (hohe Inflation, schwaches Wirtschaftswachstum), aber meiner Meinung nach auch das am wenigsten wahrscheinlichste der drei Szenarien. Die zugrunde liegenden Kräfte sind weiterhin ziemlich deflationär (Anm. neue Technologien..).

Szenario 3) ist ein klassisches Rezessionsergebnis. Die US-Notenbank setzt zu lange auf Szenario a) und erkennt nur verspätet, dass der Anstieg der Inflation nicht vorübergehend ist. Dann reagiert sie entsprechend und treibt die Wirtschaft in eine Rezession mit ihren geldpolitischen Maßnahmen.

Wie hoch sind die Wahrscheinlichkeiten für die drei Szenarien?

Szenario 2) würde ich eine Wahrscheinlichkeit von 10% zuweisen.

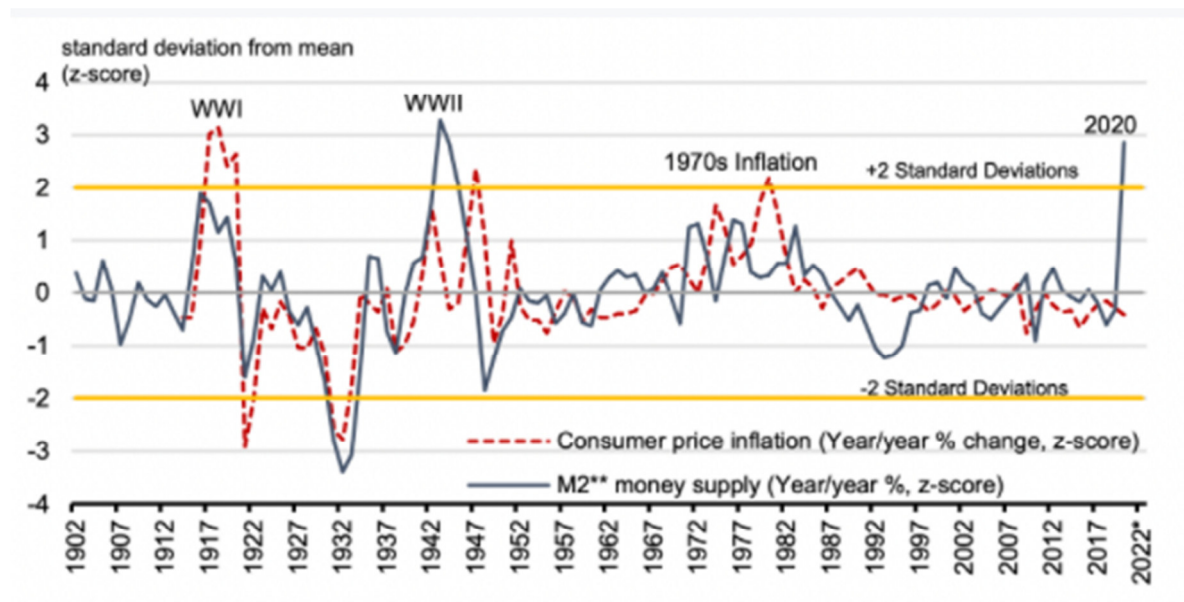
Wenn ich Szenario 2) nur eine Wahrscheinlichkeit von 10% zuweise, bedeutet dies, dass wir höchstwahrscheinlich entweder in Szenario 1) oder in Szenario 3) landen werden.

Aber welches ist wahrscheinlicher?

Im Moment favorisiere ich Szenario 1), aber die Wahrscheinlichkeit, dass sich Szenario 3) entfaltet, ist zu hoch, um ignoriert zu werden – ich schätze die Wahrscheinlichkeit für Szenario 3) auf mindestens 30%.

Der Hauptgrund für den Anstieg der Anleiherenditen sind meiner Meinung nach massive Haushaltsausgaben in Verbindung mit einer relativ geringen Produktionslücke in den USA, die nach Ansicht vieler Anleger wahrscheinlich zu einer höheren Inflation führen wird. Die ersten Anzeichen einer steigenden Inflation sind bereits vorhanden.

Wenn man diese Tatsache mit einem übermäßigen Wachstum der US-Geldmenge in Verbindung bringt, kann man verstehen, warum sich Anleger verunsichert fühlen.



Noch hoffen Notenbanker und Anleger gleichermaßen, dass der aktuelle Inflationsbuckel ein Buckel bleibt und den Notenbanken die Entscheidung zu harten Maßnahmen gegen die Inflation erspart bleibt. Doch die Risiken, dass es anders kommt, steigen – und zwar mit jedem Zehntelpunkt bei den Inflationsdaten.

Man kann sehen, warum die Vorhersage der Inflation so schwierig sein kann, vor allem in Zeiten wie jetzt.

Inflationserwartungen zu verschiedenen Zeitpunkten (2020; 2021)	
Datum	Wahrscheinlichkeit Inflation und Deflation
Mai 2020	Inflation > 2,5%, Wahrscheinlichkeit 0,11% Deflation Wahrscheinlichkeit 76,63%
April 2021	Inflation > 2,5%, Wahrscheinlichkeit 60,86 % Deflation Wahrscheinlichkeit 0,01%

Für diejenigen, die die Inflation nicht beachten, ist es erwähnenswert, dass sie heimtückisch und hinterhältig ist, gutartig, wenn sie unter Kontrolle ist, aber eine zerstörerische Kraft wird, wenn dies nicht der Fall ist.

Fazit: Inflation und Aktien - Fehllalarm oder eine zu beachtende Warnung?

Fehllalarm? - Momentan liegt die erwartete Inflationsrate bei 2 – 3%.

Wird sie auch 2022 ein Problem sein? Die Antwort lautet „Nein“, wenn man dem Fed-Vorsitzenden Jerome Powell zuhört, der davon überzeugt zu sein scheint, dass der aktuelle Inflationsanstieg vorübergehend ist, aber ich denke, die Sache ist noch nicht entschieden.

Warnung? - Sollte die Inflation im nächsten Jahr weiter hässlich sein – und die Wahrscheinlichkeit dafür steigt meiner Meinung nach – wird Szenario 3 (ein typisches Boom / Bust-Szenario, bei dem die Wirtschaft von einer zögernden US-Notenbank in eine Rezession getrieben wird) plötzlich zum wahrscheinlichsten Szenario.