



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

9. August 2018

Inflation: Schläft das Monster, oder ist es schon tot?

Seit Jahren liefern sich einige Analysten und Investoren in ihren Prognosen einen Wettkampf darum, wann und in welchem Umfang die Inflation zurückkehrt. Tatsächlich ist die Inflationsrate seit Anfang der 1990er Jahre weltweit im Trend zurückgegangen und hat sich auch in den letzten Jahren trotz guter BIP-Wachstumsraten und einer extrem expansiven Geldpolitik nicht nennenswert erhöht. Die Gründe hierfür sind vielschichtig und können sicher nicht abschließend geklärt werden; eine wichtige Rolle spielen aber u.a. Globalisierungseffekte sowie eine weltweit nachlassende Verhandlungsmacht von Gewerkschaften.

Auf den ersten Blick mag die Beschäftigung mit der Frage nach Inflationsgründen und Inflationseffekten eher von rein volkswirtschaftlichem Interesse sein, aber diese Einschätzung greift zu kurz. Gerade für Kapitalmärkte macht es einen großen Unterschied, ob man sich in einem Umfeld fallender oder steigender Inflationsraten befindet. Denn nachhaltig steigende Inflationsraten würden Renditen von Anleihen – ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau – so stark steigen lassen, dass es auch vor dem Hintergrund der (teilweise bankenregulierungsbedingt) ausgetrockneten Liquidität am Rentenmarkt zu Turbulenzen käme. Gleichzeitig könnten sich Aktien in diesem Umfeld sogar noch vergleichsweise unauffällig aus der Affäre ziehen, denn die Kurse von Aktien orientieren sich zwangsläufig an der Gewinnentwicklung, und die wird von steigenden Inflationsraten eher positiv beeinflusst, da Gewinne immer nominale Größen sind. Für Strategen müsste eine nachhaltig steigende Inflationsrate dazu führen, die Anleihequote zumindest temporär zu reduzieren, die durchschnittli-

chen Restlaufzeiten zu verkürzen und die Aktienquote (noch weiter) zu erhöhen. Doch gibt es überhaupt Anzeichen, dass es in absehbarer Zukunft zu einer solchen Situation kommen könnte?

Um diese Frage zu beantworten, erscheint ein kleiner Exkurs in die wissenschaftlichen Zusammenhänge zwischen Arbeitsmarkt und Preisentwicklung hilfreich. So ist eine nachhaltige Steigerung der Inflationsrate überhaupt nur dann vorstellbar, wenn der Arbeitsmarkt über längere Zeit komplett am „Limit“ operiert. Insbesondere in den USA ist seit vielen Jahrzehnten ein enger Zusammenhang zwischen der Inflation und der Arbeitsmarktentwicklung zu beobachten, wobei sich dieser Zusammenhang allerdings in den letzten Jahren ein wenig abgeschwächt hat. Das theoretische Fundament hinter dieser Wechselbeziehung zwischen Arbeitsmarkt und Inflation wird als sog. Phillips-Kurve bezeichnet. Die Phillips-Kurve unterstellt einen Zusammenhang zwischen der Inflationsrate und der Arbeitslosenquote. Je höher die Arbeitslosenquote, umso geringer fällt die Inflationsrate aus – so zumindest die postulierte Wechselbeziehung zwischen den beiden Größen. Auf den ersten Blick ergibt dieser Zielkonflikt aus ökonomischer Perspektive durchaus Sinn, denn eine steigende Arbeitslosenquote reduziert die Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern, drückt damit das Lohnwachstum und in letzter Konsequenz die Inflationsrate. Vor diesem Hintergrund ist auch der schon legendäre Satz des früheren Bundeskanzlers Helmut Schmidt zu verstehen, der in den 1970er Jahren oftmals betonte, dass er lieber fünf Prozent Inflation ertrage als eine Arbeitslosenquote von fünf Prozent. Leider zeigte sich in den dann folgenden

Konjunktur und Strategie

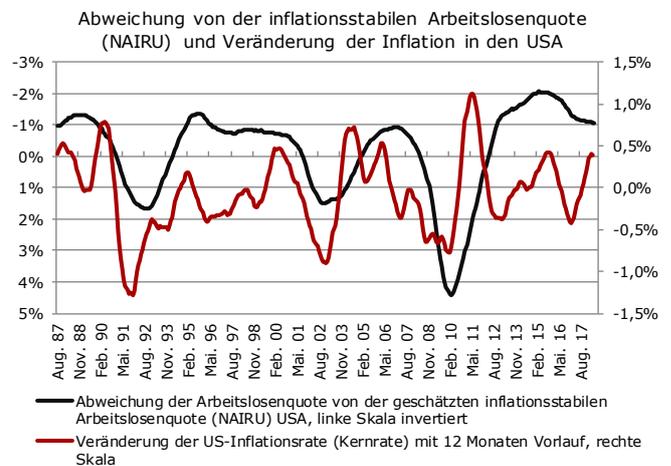
Jahren, dass sich dieser Sachverhalt – wie meistens – doch nicht so einfach gestaltet wie zunächst gedacht. Auf der einen Seite zerfiel zunehmend die empirische Evidenz (siehe auch folgende Abbildung) zwischen dem Zusammenhang von Arbeitslosenquote und Inflationsrate. Auf der anderen Seite keimten auch theoretische Bedenken auf, warum ein bestimmtes *Niveau* einer Arbeitslosenquote mit dem *Niveau* einer Inflationsrate einhergehen sollte.



Der heutige Stand der wissenschaftlichen Diskussion geht daher auch davon aus, dass die Phillips-Kurve nicht hinreichend gut geeignet ist, den Zusammenhang zwischen Arbeitsmarkt und Preisentwicklung zu beschreiben. Das heutige Standard-Modell arbeitet mit dem exotisch klingenden Konzept der sog. NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment). Die NAIRU ist die Arbeitslosenquote, bei der die Inflation stabil bleibt, und zwar unabhängig von ihrem Niveau. Damit unterstellt dieses Konzept, dass die Inflationsrate dauerhaft steigen kann, wenn die Arbeitslosenquote unterhalb der gleichgewichtigen NAIRU liegt. Hiermit lässt sich auch erklären, warum es in Volkswirtschaften zuweilen zu einer galoppierenden Inflation kommt, die kein Ende zu finden scheint.

Ohne an dieser Stelle in mathematische Einzelheiten einzutauchen, sei erwähnt, dass auch die NAIRU ihre eigenen Probleme mit sich bringt. Denn in der Gleichung finden sich zwei Unbekannte, so dass mit einigen Kniffen gearbeitet werden muss, um die NAIRU zu bestimmen. Gelingt dies aber, lässt sich über die Jahre durchaus ein Zusammenhang zwischen der Abweichung der Arbeitslosenquote von der NAIRU und der Dynamik der Inflationsrate erkennen, wobei eine genauere Analyse nahelegt, dass auch hier der Zusammenhang seit etwa 2011 an Signifikanz verloren hat; eine zunehmende Digitalisierung und QE-Programme spielen hier

vermutlich eine Rolle. Und jetzt wird es spannend: In den USA brummt der Arbeitsmarkt so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Die Zahl der offenen Stellen liegt auf Rekordhöhe, die Zahl der Arbeitnehmerkündigungen ebenfalls. Deftige Lohnsteigerungen sind auch vor dem Hintergrund der prozyklischen Fiskalpolitik der US-Regierung fast vorgezeichnet. Zusammen mit einer Arbeitslosenquote unterhalb der NAIRU stehen damit zumindest in den USA alle Zeichen auf Inflationsanstieg – wenn das Konzept der NAIRU noch eine Relevanz besitzt. Immer mehr Investoren und Analysten scheinen aber von der Idee überzeugt, dass inzwischen auch die NAIRU in der Mottenkiste volkswirtschaftlicher Ideen entsorgt werden sollte, so wie dies zuvor mit der Phillips-Kurve geschehen ist.



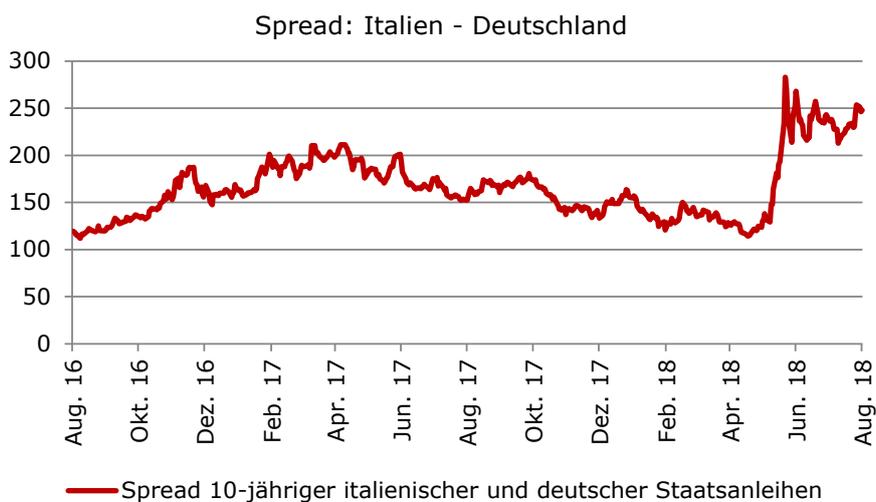
In dem Fall könnte man Entwarnung geben, was die Inflationsgefahr betrifft. Wir wollen uns aber nicht so schnell überzeugen lassen – denn es gibt durchaus einen Rettungsanker für das Konzept und einen guten Grund, warum der NAIRU-Mechanismus nur temporär seinen Dienst eingestellt hat: Die volkswirtschaftliche Angebotskurve. Diese Kurve beschreibt den Zusammenhang zwischen der angebotenen Wertschöpfung und dem Preisniveau, zu dem diese erfolgt. Diese Kurve verläuft nicht linear, und es erscheint möglich, dass sich Angebot und Nachfrage auf dieser Kurve in einem Bereich getroffen haben, in dem mehr Wachstum kaum zu einer höheren Inflation führte. Es ist aber mehr als wahrscheinlich, dass die Trump'sche Wirtschaftspolitik die Nachfragekurve und damit den Schnittpunkt mit der Angebotskurve in Regionen verschiebt, wo die Inflation wie aus dem Nichts wieder deutlich ansteigen kann – so wie es im Rahmen des NAIRU-Konzeptes ohnehin zu erwarten wäre. Ob die Inflation dann gleich zum Monster wird, sei dahingestellt – Fakt ist aber, dass Totgesagte manchmal doch länger leben als gedacht.

Wochenausblick für die Zeit vom 13. August bis 17. August 2018

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	5,1	-8,2	-8,2	-16,1	-24,7	-17,0	14. August
D: ZEW Lageeinschätzung	90,7	87,9	87,4	80,6	72,4	75,0	14. August
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,4%	0,0%	0,5%	0,1%	0,3%		14. August
D: Konsumentenpreise, y/y- final	1,6%	1,6%	2,2%	2,1%	2,0%		14. August
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,5%	-0,8%	1,3%	-0,5%			14. August
E-19: Industrieproduktion, y/y	3,1%	1,8%	2,4%	2,7%			14. August
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,3%	1,3%	1,9%	2,0%	2,1%		17. August
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	1,0%	0,8%	1,1%	0,9%	1,1%		17. August
	Q4 17		Q1 18		Q2 18		
D: BIP, q/q – s.a.	0,6%		0,3%		0,4%		14. August
D: BIP, y/y – s.a.	2,9%		2,3%		2,1%		14. August
E-19: BIP, q/q – s.a.	0,6%		0,4%		0,3%		14. August
E-19: BIP, y/y – s.a.	2,7%		2,5%		2,1%		14. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Fokus auf Italien steigt wieder



Mit einer Schuldenquote von 130% des Bruttoinlandsproduktes ist Italien unter den EU-Staaten das Land mit dem zweithöchsten Verschuldungskennziffer nach Griechenland. Diese Woche hat der italienische Wirtschaftsminister Giovanni Tria die Wachstumsprognose der italienischen Wirtschaft für das laufende Jahr von 1,5% auf 1,2% nach unten korrigiert. Auch im nächsten Jahr rechnet die italienische Regierung nur noch mit einem Wachstum von 1,0% bis 1,1% anstatt wie zuvor prognostiziert mit einem Anstieg von 1,4%. Dies hat zur Folge, dass sich die italienischen Verschuldungskennzahlen schlechter entwickeln als ursprünglich geplant. Die Lage in Italien bleibt damit weiter instabil, was sich in der Entwicklung der Renditen für italienische Staatsanleihen widerspiegelt. So sind die Renditen und auch

der Spread zu deutschen Staatsanleihen in den letzten Monaten nicht nur deutlich angestiegen, sondern auch sichtbar volatiler geworden. Da weiterhin negative Schlagzeilen drohen, wird auch in Zukunft mit größeren Schwankungen in den Spreads gerechnet. Aktuell sind italienische Staatsanleihen mit BBB (Fitch) und Baa2 (Moody's) als Investment Grade eingestuft, jedoch in beiden Fällen mit negativem Ausblick. Bei der nächsten Rating-Überprüfung in den kommenden Monaten ist ein Downgrade denkbar. Im Herbst soll auch noch der Haushaltsentwurf in das Parlament eingebracht werden. Mit Steuersenkungen und der Einführung eines Grundkommens droht hier weiteres Ungemach. Weitere Spreadausweitungen sind damit denkbar geworden.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	09.08.2018	27.07.2018	02.07.2018	02.05.2018	02.08.2017	29.12.2017
	17:42	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	25574	0,5%	5,2%	6,9%	16,2%	3,5%
S&P 500	2859	1,4%	4,9%	8,5%	15,4%	6,9%
Nasdaq	7803	0,8%	3,1%	9,9%	22,6%	13,0%
DAX	12676	-1,4%	3,6%	-1,0%	4,1%	-1,9%
MDAX	26984	0,0%	5,2%	2,5%	8,8%	3,0%
TecDAX	2948	-0,2%	10,5%	9,4%	29,9%	16,6%
EuroStoxx 50	3492	-1,0%	3,5%	-1,7%	0,9%	-0,4%
Stoxx 50	3138	-0,8%	3,8%	1,3%	1,6%	-1,3%
SMI (Swiss Market Index)	9144	-0,3%	7,2%	2,8%	0,2%	-2,5%
FTSE 100	7748	0,6%	2,6%	2,7%	4,5%	0,8%
Nikkei 225	22598	-0,5%	3,6%	0,6%	12,5%	-0,7%
Brasilien BOVESPA	78716	-1,4%	8,1%	-6,9%	17,2%	3,0%
Russland RTS	1096	-4,8%	-4,8%	-3,6%	7,3%	-5,0%
Indien BSE 30	38024	1,8%	7,8%	8,1%	17,1%	11,6%
China Shanghai Composite	2795	-2,7%	0,7%	-9,3%	-14,9%	-15,5%
MSCI Welt (in €)	2166	0,9%	4,6%	8,2%	12,4%	6,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	1080	-0,7%	2,5%	-2,7%	3,2%	-3,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	107	51	455	28	146
Bobl-Future	132,07	22	-18	112	-27	46
Schatz-Future	112,00	4	-13	9	-11	2
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,29	1	0	2	-12	0
3 Monats \$ Libor	2,34	0	0	-2	103	65
Fed Funds Future, Dez 2018	2,22	0	5	3	76	0
10-jährige US Treasuries	2,94	-2	7	-3	67	53
10-jährige Bunds	0,38	3	8	-20	-4	-5
10-jährige Staatsanl. Japan	0,12	2	9	7	4	7
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,05	-1	4	-14	-4	7
US Treas 10Y Performance	558,81	-0,2%	-0,8%	0,0%	-4,1%	-3,9%
Bund 10Y Performance	613,44	-0,5%	-0,9%	1,8%	1,8%	1,0%
REX Performance Index	484,50	0,1%	-0,2%	1,1%	0,6%	0,8%
IBOXX AA, €	0,78	2	2	-4	3	10
IBOXX BBB, €	1,60	4	-5	15	32	37
ML US High Yield	6,57	2	-19	5	61	42
JPM EMBI+, Index	796	-0,9%	1,4%	-0,4%	-3,7%	-4,9%
Wandelanleihen Exane 25	7384	0,1%	0,7%	-0,7%	2,8%	-0,2%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	427,83	-1,1%	-2,3%	-4,1%	-3,3%	-1,1%
MG Base Metal Index	312,81	-1,9%	-7,1%	-10,4%	-0,3%	-12,8%
Rohöl Brent	72,22	-3,5%	-7,3%	-0,8%	38,2%	8,4%
Gold	1214,74	-0,8%	-2,5%	-7,0%	-4,4%	-6,8%
Silber	15,40	-0,9%	-3,0%	-6,2%	-7,9%	-9,5%
Aluminium	2010,75	-2,1%	-5,2%	-13,6%	5,7%	-10,9%
Kupfer	6110,50	-2,6%	-6,3%	-9,9%	-3,3%	-15,2%
Eisenerz	68,81	7,4%	7,3%	2,0%	-4,5%	-3,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1704	1,7%	19,8%	26,6%	71,6%	24,7%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1571	-0,5%	-0,6%	-3,6%	-2,2%	-3,5%
EUR/ GBP	0,8989	1,3%	1,7%	2,2%	0,3%	1,3%
EUR/ JPY	128,30	-0,7%	-0,4%	-2,7%	-2,0%	-5,0%
EUR/ CHF	1,1455	-1,2%	-0,9%	-4,2%	0,0%	-2,1%
USD/ CNY	6,8199	0,1%	2,3%	7,2%	1,4%	4,8%
USD/ JPY	111,66	0,5%	0,7%	1,6%	0,8%	-0,9%
USD/ GBP	0,7769	2,0%	2,0%	5,7%	2,7%	5,1%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.