

Zeitenwende – ja oder nein?

Ein bunter Strauss von Problemen hat im dritten Quartal die Märkte in Unruhe versetzt. Seit Längerem warten die Investorinnen und Investoren gespannt darauf, wie die Wende von der expansiven Geldpolitik Richtung Normalität vollzogen werden soll („Tapering“). Dazu kommen Inflationszahlen, die alle Prognosen übertroffen haben und als Bedrohung wahrgenommen werden. Damit aber nicht genug. Im dritten Quartal haben auch die Meldungen über ein mögliches Platzen der chinesischen Immobilienblase die Runde gemacht. Und nicht zu vergessen: der Winter steht vor der Tür und damit eine Zeit, die für die Pandemie ein weiteres Mal Überraschungen bringen könnte. Aber auch den Lieblingen der Anlegerinnen und Anleger der letzten 10 Jahre haben in letzter Zeit Federn gelassen: die FAANG-Aktien (Facebook, Amazone, Apple, Netflix und Google). Nicht überraschend haben die Märkte in den letzten Septemberwochen auf diese geballte Ladung anstehender Probleme ungnädig reagiert.



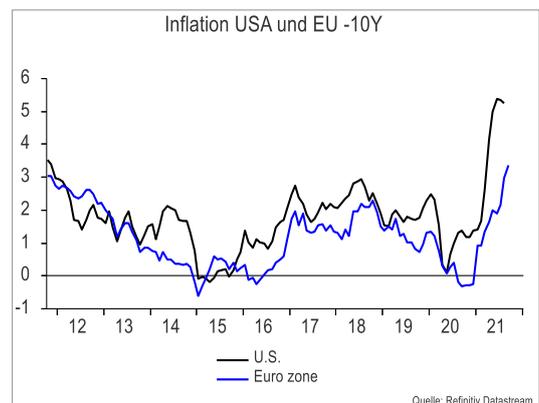
Prof. Dr. Josef Marbacher
Chief Economist

Mit Recht fragen sich viele, ob dies der Beginn einer Trendwende sein könnte.

Bei der Beurteilung der Pandemierisiken gilt es zu berücksichtigen, dass die globale Herdenimmunität noch bei Weitem nicht erreicht ist, da die meisten Entwicklungsländer frühestens Ende 2022 eine ausreichende Zahl von Impfdosen zur Verfügung haben werden. Damit muss weiterhin mit Mutationen des Virus gerechnet werden, die durch die verfügbaren Impftechnologien nur ungenügend bekämpft werden könnten. Dazu kommt, dass in den entwickelten Staaten die Impfbereitschaft in vielen Fällen ungenügend ist, so dass eine neue Welle bei den Nicht-Geimpften ausbrechen könnte. Wir gehen allerdings davon aus, dass diese Risiken nicht mehr zu anlagerelevanten Schliessungen von ganzen Sektoren oder gar Ländergruppen führen werden.

Mehr Kopfzerbrechen bereitet uns allerdings der aussergewöhnlich starke Anstieg der Inflation in den USA und in der EU.

Eine derartige Entwicklung ist in den neuen Notenbank Konzepten auch nicht vorgesehen. Nachdem man jahrelang versucht hat die Inflation auf zwei Prozent zu bringen, hat man sich nun bereit erklärt, in Zukunft allenfalls eine Inflation von etwa drei Prozent für eine gewisse Zeit zuzulassen. Die neueste Schockentwicklung der Inflationsrate hat eine problematische Seite, da sie bereits jetzt gravierende Auswirkungen auf die Kaufkraft der Arbeitnehmer hat. Das wird spätestens im



nächsten Jahr zu Lohnverhandlungen auf breiter Front führen und dies in einer Phase der Konjunktur, die bereits durch Kapazitätsengpässe aufgrund von Lieferkettenproblemen gekennzeichnet ist. Arbeitgeber aber werden in der Folge bemüht sein, diese Lohnerhöhungen an die Konsumenten weiterzugeben. Die Nutzniesser der höheren Preise sitzen vor allem in den rohstoffproduzierenden Ländern. Damit ist angetönt, dass das Risiko einer Lohn-, Preisspirale als nicht gering einzuschätzen ist. Somit könnte es länger dauern, bis wir wieder bei den anvisierten zwei Prozent ankommen.

Und noch etwas gilt es zu bedenken: Mehr als Hälfte des globalen Finanzvermögens ist in Cash, Bankeinlagen und Bonds angelegt. Nachdem diese Anlagen schon seit Jahren keinen Ertrag mehr abwerfen, werden sie jetzt auch noch durch die Inflation dezimiert. Wir rechnen über 2 Jahre mit realen Verlusten von 6% (EU) bis 10% (USA). Trotz dieser düsteren Perspektiven erwarten wir kein Bremsmanöver der Notenbanken, wie dies in den Siebziger-, Achtziger und Neunzigerjahren üblich war. Ein derartiges Vorgehen hätte – ausgehend von den hohen Bewertungen - gravierende Folgen für die Aktienkurse! Die deutliche Erhöhung der kurzfristigen Zinsen würde sich auch auf die langfristigen Erwartungen auswirken und u.a. zu erheblichen Mehrkosten führen, die neben dem Gewinnwachstum der Unternehmen insbesondere auch auf die staatlichen Haushalte sehr belasten würden.

Ein derartiges notenbankpolitisches Handeln wäre aber auch volkswirtschaftlich nicht vertretbar, da die Rahmenbedingungen für das Inflationsgeschehen heute ganz anders beheimatet sind. Die Globalisierung, die neuen Technologien, die Heterogenität des Arbeitsmarktes und die geringe Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer gehören weiterhin zu den langfristig desinflationären Trends und lassen eine sich verstärkende Lohn- und Preisspirale als sehr unwahrscheinlich erscheinen. Wir rechnen deshalb damit, dass es sich beim gegenwärtigen rasanten Preisanstieg um ein transitorisches Phänomen handelt, das keine dramatische Zinserhöhung der Notenbanken bedarf. Was aber bleibt, sind die grossen realen Wertverluste auf den nominellen Finanzvermögen – wer Cash hält verliert im heutigen Umfeld permanent an Kaufkraft!

Eine Ausnahme scheint in diesem Kontext für Grossbritannien angebracht zu sein. Die schockartige Abkehr von der Immigrationspolitik als Bestandteil der post-Brexit Politik hat bereits zu beträchtlichen Störungen des Wirtschaftskreislaufes geführt. Angebotsverknappungen und Preiserhöhungen werden auch weiterhin die Folge sein. Zudem wird die Verknappung des Produktionsfaktors Arbeitskraft zu deutlichen Lohnerhöhungen führen, wie bereits heute z.B. im Finanzsektor erkennbar ist. Wenn die Politik nicht schnell geändert wird, könnte sich die Lohn- und Preisspirale sehr wohl nach oben zu drehen beginnen.

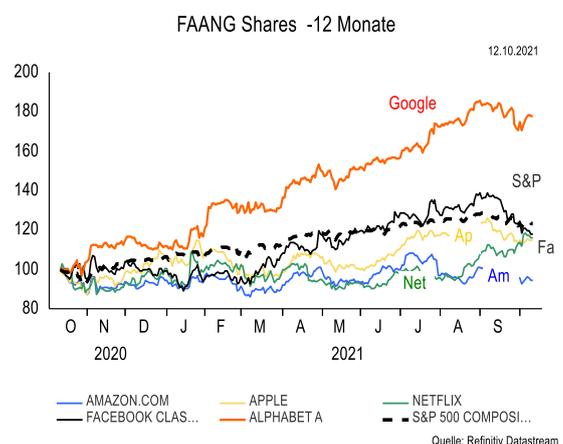
Sorgen bereitet auch der mögliche Konkurs von Evergrande in China. Es handelt sich um den zweitgrössten chinesischen Immobilienentwickler und Verpflichtungen von rund 300 Mrd. \$. Kritisch ist dieser Sachverhalt aus zwei Gründen: erstens, handelt es sich beim Immobilienbereich um den wichtigsten Wertschöpfungssektor mit einem Anteil von über 20% des Bruttoinlandproduktes und zweitens, befindet sich dieser Bereich seit längerer Zeit offenbar etwas ausser Kontrolle gemessen am Kreditvolumen dieser Firmen. Die Auswirkungen auf die chinesische Wirtschaft wären zweifellos beachtlich. Allerdings sind Vergleiche mit dem Konkurs von Lehmann Brothers aus dem Jahr 2008 fehl am Platz, da die internationale Verflechtung des chinesischen Immobiliensektors eher gering ist und primär über inländische Ersparnisse finanziert wird. Auch die Verbriefung von Hypotheken, wie sie in den USA üblich waren, und die das internationale Finanzsystem in die Krise gerissen haben, sind in China nicht üblich. Dazu kommt, dass Evergrande weitgehend ein Opfer der Regulatoren geworden ist, weil es die neuen «Roten Linien» der lokalen Finanzierungsrelation so kurzfristig einfach nicht erfüllen konnte. Damit wurde der Zugang zum Kapitalmarkt und zu den Banken praktisch schlagartig verschlossen und der Default auf den Zinszahlungen absehbar.

Wird der Zeitplan für die Erfüllung der Vorgaben nicht verlängert, ist ein vollständiger Konkurs kaum mehr zu vermeiden. Allerdings rechnen wir damit, dass die Regierung dafür sorgen wird, dass die bezahlten Wohnungen anderweitig fertig gebaut werden, damit die volkswirtschaftlichen Kosten in Grenzen gehalten werden können. Es entsteht der Eindruck, dass die Übertreibungen im chinesischen Immobiliensektor anhand eines Exempels eingedämmt werden sollen.

Gesamthaft betrachtet dürfte der Fall Evergrande allerdings nur begrenzt Auswirkungen auf global diversifizierte Portfolios haben.

Unruhige Zeiten haben auch die grossen US-Technologiekonzerne erlebt.

Sie stehen aufgrund ihrer Marktmacht und ihren Geschäftsmodellen immer mehr unter Druck. Sie haben im letzten Jahrzehnt dafür gesorgt, dass die Wachstumsaktien (Growth) die klassischen Aktien (Value) deutlich übertroffen haben. Das ist seit ca. einem Jahr nicht mehr der Fall. So haben die FAANG Aktien den S&P-Index in diesem Zeitraum nicht mehr erreicht. Ihre Underperformance hat zudem grosse Auswirkungen auf den gesamten amerikanischen Markt, da sie in der Zwischenzeit mehr als 20 % des Gesamtmarktkapitalisierung ausmachen.



Es besteht kein Zweifel, dass diese Wachstumsaktien, die überdurchschnittlich hoch bewertet sind, verstärkt regulatorischem Druck ausgesetzt sein werden. China hat damit bereits begonnen gewisse Massnahmen zu ergreifen und damit beträchtliche Wertkorrekturen in Kauf genommen. Der Westen wird aus ordnungs- und gesellschaftspolitischen Gründen nicht darum herumkommen, ebenfalls bestimmte Regulierungen in die Wege zu leiten. Dazu kommt, dass die Digitalisierung immer mehr salonfähig geworden ist und in den klassischen Sektoren der Wirtschaft Anwendung findet. Damit verlagert sich das Produktivitätswachstum immer mehr in die klassische Wirtschaft. Deshalb ist es gut möglich, dass Wachstums-Aktien ihre beste Zeit hinter sich haben und Value-Aktien wieder mehr Beachtung finden!

Zusammenfassend kann man festhalten, dass die Weltwirtschaft einen grossen Teil der Wachstumseinbussen der Pandemie geschuldeten Rezession inzwischen aufgeholt hat und jetzt auf einen etwas ruhigeren Pfad einschwenkt. Gravierende neue Risiken für die Weltkonjunktur sind nicht aufgetaucht und sowohl die Gefahr einer weiteren Pandemie-, wie auch die chinesischen Immobilienrisiken scheinen überschaubar zu sein.

Auf grössere Überraschungen müssen wir uns allenfalls bei den Inflationsrisiken einstellen. Die allseits geäusserte Überzeugung, es handle sich um ein transitorisches Problem, könnte noch auf die Probe gestellt werden, wenn bestimmte Engpässe länger als erwartet anhalten sollten und auch die Wetterlage in Regionen, die für die Weltversorgung zentral sind, aussergewöhnlich bleibt. Solange allerdings die Notenbanken nicht proaktiv und erheblich auf diese Situation reagieren, ist auch dieses Risiko anlagepolitisch nicht gefährlich.

Wir glauben deshalb, dass die Reduktion des Übergewichts in Aktien in Richtung einer neutralen Positionierung aufgrund des geschilderten bunten Blumenstrausses an Gründen, der aktuellen Situation am ehesten gerecht wird. Allerdings möchten wir darauf hinweisen, dass Aktien- und Sachwerte längerfristig alternativlos im Vergleich zu Nominalwerten bleiben werden. Dem heutigen Inflationsrisiko möchten wir aber durch eine zusätzliche Untergewichtung der Obligationen Rechnung tragen.

Soviel zu den grossen Linien.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und ist zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden und Personen, die in den Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen. Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Dieses Dokument ist keine Finanzanalyse. Informationen, auf die sich das Dokument stützt sind aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend geben wir keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Wir übernehmen keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Die Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines Beratungsgesprächs erfolgen. Diese Informationen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Corum Vermögensverwaltung (Deutschland) GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden.