

## Die Inflation ist zum zentralen Problem der Finanzmärkte und der Wirtschaftspolitik aufgestiegen

Die Notenbanken haben der Wirtschaft in den Sommermonaten eine bittere Medizin verschrieben: die Geldpolitik soll schockartig von Expansion auf Restriktion umgestellt werden.

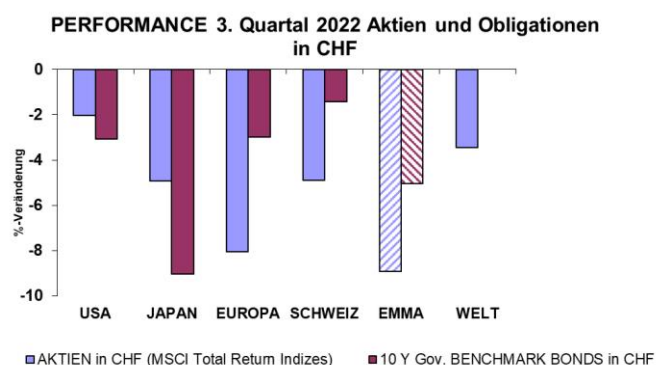
Am weitesten vorgeprescht sind dabei die Briten und die Amerikaner. So haben die USA bereits im Juni kommuniziert, dass die Notenbankzinsen in hohen Schritten und in kurzen Abständen erhöht werden sollen. In wenigen Monaten ist die Fed Funds Rate von unter 1% auf 3.25% angehoben worden. Am 2. November dürfte ein weiterer Sprung von 0.75% beschlossen werden, so dass Ende Jahr ein Satz von über 4% erreicht sein dürfte. In den letzten 20 Jahren ist diese Kadenz einmalig! Nicht überraschend hat Jerome Powell verschiedentlich geäußert, dass er die Politik Paul Volkers, seines Vorgängers aus den Achtzigerjahren, bewundere und ihn als Vorbild betrachte. Letzterer war bereit, die Inflation unter Inkaufnahme einer scharfen Rezession zu senken. Es wäre allerdings fatal, die aktuelle Inflation mit jener der Achtzigerjahre zu vergleichen. Damals waren die Bestimmungsfaktoren der endemischen Inflation anderer Natur. Die Inflationserwartungen hatten sich tief im System verankert. Indexmechanismen gehörten zum wirtschaftspolitischen Instrumentenkasten. Die Lohn-, Preisspirale war systemimmanent. So erreichte die Inflation 1981 einen Spitzenwert von nahezu 20%. Gleichzeitig wurde aber der Bondhalter mit Zinsen über diesem Wert schadlos gehalten. Kapital hatte somit einen realen Zins.

Heute ist die Situation anders. Das Inflationsziel von 2% ist tief verwurzelt und institutionell gut abgesichert. Das zeigt sich an den langfristigen Obligationenrenditen, die nominell weit von den aktuellen Inflationszahlen entfernt sind. 10-jährige US-Papiere haben aktuell einen Zinssatz von weniger als 5%. In Deutschland liegt dieser Wert gar unter 4%. Es ist dies ein Zeichen dafür, dass die Kapitalmarktteilnehmer die Inflation als transitorisch betrachten. Von Panik also keine Spur. Nicht so Powell. Er traut den Finanzmärkten nicht. Er fürchtet sich vor einer möglichen Lohn-, Preisspirale, obwohl eine Reihe von Untersuchungen zeigen, dass die institutionellen Voraussetzungen ganz anders sind als zu Volckers Zeiten. Er hat aber auch die Unterstützung all jener Ökonomen und Politiker, die seit über einem Jahrzehnt vor der grossen Geldmenge warnen, die die Notenbanken - in Abweichung von erhabenen Grundsätzen der Geldpolitik - geschaffen haben.

Was bedeutet diese überraschend scharfe Kehrtwendung der Geldpolitik makroökonomisch? Zweifellos wird mit den deutlichen Zinserhöhungen das Wirtschaftswachstum noch deutlicher abgeschwächt als bisher angenommen. Der IMF rechnet für die USA mit einer Verlangsamung des BIP von 5.07% (2021) auf 1.0% im nächsten Jahr. Leider hat diese Kontraktion nur einen geringen Einfluss auf die von der Pandemie (Lieferschwierigkeiten) und den Kriegshandlungen (Sanktionen) verursachten Preissteigerungen. Dies gilt auch für die länderspezifischen Angebotsbeschränkungen (Arbeitskräfte- und Chipmangel). Es ist eine Massnahme, die einseitig die Nachfrage dämpft, die auf Grund der Erschöpfung der Ersparnisse und der grossen realen Vermögensverluste bereits am Sinken ist. In Europa spielen die externen Faktoren eine noch wesentlich grössere Rolle. Druck auf die Binnenwirtschaft wird sich somit in einem deutlich schnelleren Absinken der Konjunktur äussern. Die aggressive Positionierung der USA hat sich für die Finanzmarktteilnehmer negativ ausgewirkt: die Aktien sind auf Grund der erwarteten schlechteren Konjunktur deutlich gesunken. Aber auch die Bondhalter konnten davon nicht profitieren. Die Langfristzinsen sind nochmals gestiegen, da die schlechtere Konjunktur auch die Staatsdefizite und damit die Verschuldung erhöht. Die Risikoprämien haben sich deshalb mehr erhöht als was man von der schnelleren Reduktion der Inflation erwartet hat.

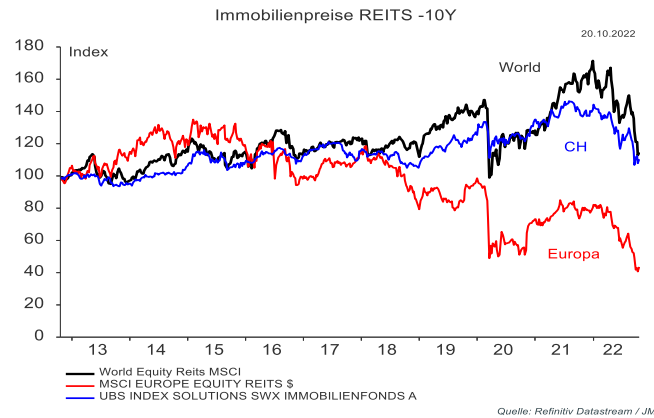


Prof. Dr. Josef Marbacher  
Chief Economist



Aber auch die zinsensensitiven Immobilien haben stark gelitten, wie die Fonds-Indices zeigen.

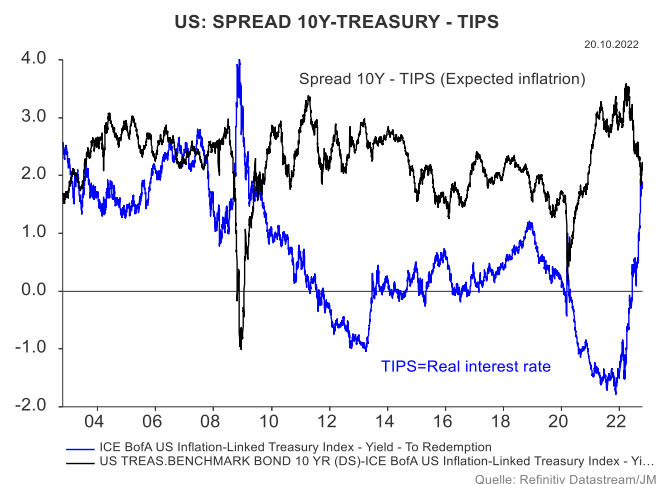
Natürlich spielten auch andere Faktoren für das schlechte Abschneiden der Finanzmärkte im 3. Quartal 2022 eine Rolle. Wir halten diesen geldpolitischen Schockfaktor aber für zentral. Die von allen erwartete Konjunkturabschwächung ist damit bereits in den Kursen eingebaut. Es bleibt aber das Risiko der falschen Kalibrierung der Geldpolitik. Ein zu langes Festhalten an einer Zinspolitik über dem natürlichen Zinssatz würde unweigerlich in einer Rezession enden und deutlich grössere Aktienverluste induzieren. Auch eine Gefährdung der Finanzstabilität könnte dadurch ausgelöst werden. Das britische Beispiel mit der verfehlten Fiskalpolitik der neuen Regierung hat die Finanzmärkte in Unruhe versetzt und damit auf latente Risiken hingewiesen, die virulent werden können, wenn Ungleichgewichte am wenig transparenten Derivatemarkt auftreten.



Aber auch eine Untersteuerung der Geldpolitik stellt ein Risiko dar. Sollte die restriktive Geldpolitik zu früh aufgeben werden, könnten sich doch noch höhere Inflationserwartungen bilden, die später mit höheren Kosten zu bekämpfen wären. Wir halten dieses Risiko im Moment für deutlich geringer als jenes der Übersteuerung der Geldpolitik.

Auch die Inflationserwartungen sind deutlich gefallen.

Insgesamt interpretieren wir das harsche Vorgehen der amerikanischen Notenbank als Botschaft an die Marktteilnehmer alles zu unternehmen, um der Inflation keine Chance zu geben. Faktisch sehen wir keine Notwendigkeit, den FED-Zinssatz noch deutlicher zu erhöhen als er bisher angekündigt worden ist. Eine Fed Fund Rate von 5% würden wir als eine solche Übersteuerung interpretieren. Denn die Indikatoren sind global so deutlich auf Konjunkturverlangsamung eingestellt, dass sich eine weitere Verschärfung des Restriktionsgrades erübrigt. Zudem haben sich die grossen Ungleichgewichte an den realen Märkten bereits etwas entspannt. Die Preise sind in den letzten Wochen deutlich unter die Höchstmarken gefallen.



Sie haben sich innert Jahresfrist von gegen 4% auf rund 2% reduziert. Gleichzeitig haben sich inflationsgeschützte Anlagen deutlich verteuert. Noch anfangs Jahr erhielt man für das Halten von inflationsgeschützten Bonds 1.5% Zins, jetzt bezahlt man dafür mehr als 2%. Sollten sich die Entspannungszeichen an den realen Märkten bestätigen, besteht die berechtigte Hoffnung, dass die Suppe nicht so heiss gegessen werden muss, wie sie gekocht wurde. Trotz diesen Chancen dürfen wir nicht vergessen, dass die geopolitischen, pandemischen und kriegsbedingten Risiken die Weltwirtschaft weiterhin belasten, wie der IMF in seinem Oktober-Ausblick zu Recht festhält.

So viel 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.