

Der Krieg in der Ukraine und die hohen Inflationszahlen als grosse Überraschung im 1. Quartal 2022

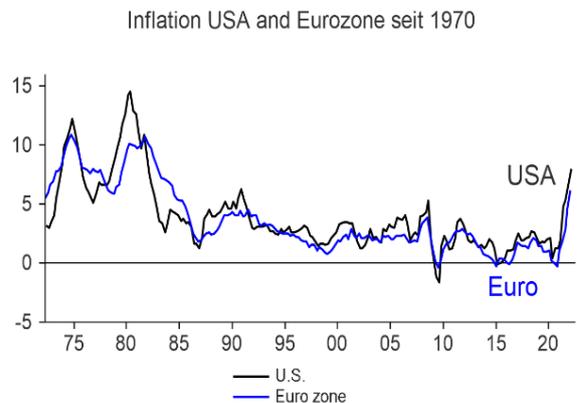
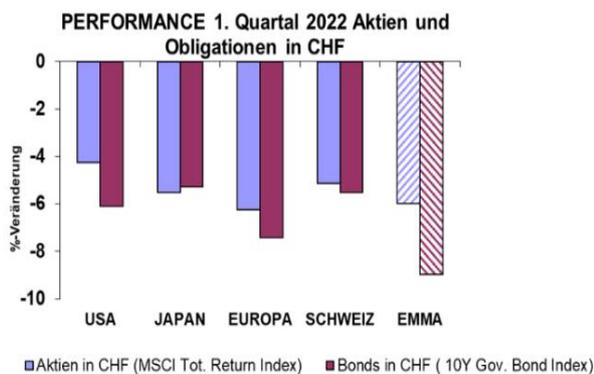
Der Nach-Pandemie „Take-off“ im Widerstreit mit der „Cost of Living Crisis“ und den steigenden Zinsen

Der Einmarsch der russischen Truppen in die Ukraine hat die Welt überrascht. Auch die Kapitalmarktteilnehmer haben dieses Szenario nur mit einer unterdurchschnittlichen Wahrscheinlichkeit in die Kurse eingebaut. Entsprechend groß war die Reaktion. Erstmals seit langem haben Aktien und Obligationen im Tandem deutliche Verluste erlitten.



Prof. Dr. Josef Marbacher
Chief Economist

Der Krieg hat zu einer heftigen und geschlossenen Reaktion des Westens geführt. Mit Waffenlieferungen in die Ukraine und Sanktionen gegen das Elitesystem Russland. Die Ungewissheit über die weitere Entwicklung des Krieges hat zu einer markanten Erhöhung der Energie- und Rohstoffpreise geführt. Dazu kommen weiterhin Lieferkettenunterbrüche, da Mitarbeiter pandemiebedingt ausfallen. Das Resultat dieser Angebotsverknappungen sind Inflationszahlen, wie wir sie seit einem halben Jahrhundert nicht mehr gesehen haben.



Für die weiteren Überlegungen gehen wir von einem Basis-Szenario für den Ukrainekrieg aus, das für dieses Jahr kaum Entlastung für die Energiemärkte bringt. Denn selbst bei einem kurzfristigen Friedensschluss ist nicht davon auszugehen, dass sich an der Sanktionspolitik Wesentliches ändert, da die europäischen Staaten bereits entschieden haben, sich vom russischen Gas und Öl zu verabschieden, um sich nicht länger erpressbar zu machen. Diese weitreichende Transformation wird den Westen noch teuer zu stehen kommen, da das russische Gas für längere Zeit auf dem Weltmarkt fehlen wird. Denn der Aufbau alternativer Absatzwege benötigt Zeit und Kapital. Der Energiesektor dürfte damit mindestens bis Ende Jahr unter Stress bleiben.

Makroökonomisch ist dieser Sachverhalt von einiger Bedeutung. Nur schon eine einjährige Erhöhung des Ölpreises um \$10 je Barrel führt zu einer Erhöhung der globalen Energierechnung von rund \$320 Mrd. Beim Gas führt eine 10%ige Preiserhöhung zu einer ähnlichen Größenordnung. Wir bewegen uns damit in der Nähe eines Prozentes des globalen BIP. Diese Summe fließt größtenteils von den östlichen und europäischen Konsumenten zu den relativ wenigen Produzenten im Mittleren Osten, Russland und anderen Emerging Markets. Dieser beträchtliche Vermögenstransfer hat drei Konsequenzen:

1. Die wohlhabenden Produzenten haben eine deutlich höhere Sparrate als die bezahlenden Konsumenten, daher fällt globale Nachfrage aus. Wir rechnen mit einem um rund 1% geringeren globalen Wachstum. Zudem ergibt sich ein typisches „Petro Dollar Recycling- Problem“ wie wir es aus den Siebzigerjahren kennen. Dieses Überangebot an Kapital wird die Tendenz negativer Realrenditen bei den Bonds noch erhöhen.

2. Der gewaltige Vermögenstransfer bedeutet für die Konsumenten einen schmerzlichen Kaufkraftverlust. Politisch hat dieses Phänomen unter dem Begriff der „Cost-of-Living-Crisis“ Beachtung gefunden. Mit diesem Begriff wird zurecht zum Ausdruck gebracht, dass wir in Zukunft nicht mehr automatisch mit einem Inflationsausgleich über den Arbeitsmarkt rechnen können. Da es sich um eine kostenbedingte Inflation handelt, verfügen die Unternehmen – im Gegensatz zu einer nachfragebedingten Inflation - gar nicht über die Mittel, einen solchen Ausgleich zu finanzieren. Ferner ist der Arbeitsmarkt sehr aufgesplittet und Lohnverhandlungen finden heute überwiegend dezentral auf dem Niveau der Unternehmen statt. Wir halten deshalb eine Lohn-, Preisspirale für sehr unwahrscheinlich. Hingegen gehen wir davon aus, dass es den meisten Unternehmen gelingen wird, die höheren Kosten auf die Kunden zu überwälzen und der Vermögenstransfer wird somit primär von den Konsumenten zu erbringen sein. In den USA ist in Folge dieser Entwicklung die hohe pandemiebedingte Sparrate bereits deutlich gefallen. Wirtschaftspolitisch bedeutet dies, dass die Staaten vermehrt auf staatliche Ausgleichszahlungen zurückgreifen müssen, um soziale Unruhen zu vermeiden.
3. Bei einer angebotsorientierten Inflation ist der Spielraum für die Geldpolitik begrenzt, da eine deutliche Zinserhöhung die Nachfrage weiter reduzieren würde. Zum Kaufkraftverlust käme dann auch noch die Arbeitslosigkeit dazu. Zudem würde damit das Problem der Lieferkettenunterbrüche und der Angebotsverknappungen nicht gelöst werden. Wir rechnen deshalb nicht damit, dass die amerikanische Notenbank die kurzfristigen Zinsen von heute 0.5 % auf über 2% Ende Jahr erhöhen wird, wie dies in den Märkten bereits eingepreist ist. Da Europa von den Kaufkraftabschöpfungen besonders stark betroffen ist, rechnen wir nicht mit Zinserhöhungen der EZB über den Nullpunkt.

Angebotsbedingte („Cost-Push“) Inflationen habe zudem die Eigenschaft, dass sie sich nicht verstärken. Im Gegenteil: auch eine drastische Energiepreiserhöhung, die nicht mehr verschwindet, wird in einem Jahr die direkte Inflationsrate auf Null herunterbringen. Sollten die Preise nach unten korrigieren, wäre der Inflationsbeitrag sogar negativ. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Inflationsraten in den nächsten Jahren wieder deutlich zurückkommen werden. Deshalb rechnen wir nur vorübergehend mit leicht höheren Langfristsätzen, nämlich so lange, bis der Höhepunkt der Inflationsraten im Herbst erreicht sein dürfte. Einen Sonderfall stellen die USA dar, weil dort hat der Nachholbedarf der Konsumenten nach der Pandemie noch einigen Raum nach oben besitzt. Auch die Konjunkturprogramme der Regierung entfalten immer noch ihre Wirkung wie sich an verschiedenen Wirtschaftsindikatoren erkennen lässt. Zudem sind die Produktionskapazitäten weitgehend ausgelastet. Hier dürfte die restriktivere Geldpolitik mehr Wirkung zeigen, da der nachfragebedingte Anteil an der Inflation deutlich höher ist als in den andern G-7-Staaten.

Unsere Analysen zeigen zudem, dass Phasen von FED-Zinserhöhungen tendenziell positive Renditen für Aktien bringen, im Durchschnitt der letzten 25 Jahre lag dieser Wert bei +8%. Erst wenn die Notenbank in Richtung einer inversen Zinskurve (d.h. die Leitzinsen liegen über den langfristigen Zinsen) zusteuern sollte, würde die Konjunktur in eine Rezession kippen und Aktien sich negativ entwickeln. Mit einer solchen Übersteuerung der Geldpolitik rechnen wir jedoch nicht dauerhaft, auch wenn der Druck des amerikanischen Präsidenten – aufgrund der „Mid-Term Elections“ nicht zuletzt wahlkampfbedingt - auf das FED groß ist.

Zusammenfassend ergibt sich aus makroökonomischer Sicht langfristig - trotz der negativen weltpolitischen Überraschungen des letzten Quartals – aktuell ein gemischtes Bild an den Märkten, obwohl wir langfristig an eine positive Entwicklung von Risikopapieren glauben. Aufgrund der bestehenden globalen Unsicherheiten ist jedoch weiterhin mit einer erhöhten Volatilität zu rechnen – wobei Übertreibungen auch nach unten nicht ausgeschlossen werden können. Somit würden wir dazu raten bei weiteren Korrekturphasen selektiv dazu zu kaufen und das Engagement in qualitativ hochwertige Firmen wieder etwas zu erhöhen.

Soviel zu den grossen Linien. Sie sind schliesslich für das Endresultat bestimmend.

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.