

## Nach den realen Schocks der Pandemie und des Ukrainekrieges folgt jetzt der Powell/Volcker-Schock/Banken und Konjunktur in Schwierigkeiten

Die hohen Inflationsraten der letzten zwei Jahre haben insbesondere den amerikanischen Notenbankchef, Jerome Powell, zur Überzeugung gebracht, dass nur durch eine monetäre Schocktherapie verhindert werden kann, dass sich eine Lohn-, Preisspirale entwickelt, die die Inflationserwartungen für lange Zeit aus den Anker reißt. Vorbild war ihm dabei die Politik von Paul Volcker, der die Jahrzehnte steigender Inflationszahlen Ende der Siebzigerjahre mit einer scharfen Rezession dauerhaft zum Verschwinden gebracht hat. Viele Kommentatoren und Analysten, die schon seit Jahren die expansive Geldpolitik der Notenbanken kritisieren, teilen diese Lagebeurteilung und unterstützen das rabiate Vorgehen. Prominente andere Wissenschaftler und Analysten haben ausdrücklich davor gewarnt, die aktuelle Lage mit jener der Nachkriegszeit zu vergleichen. Sie haben die Überzeugung geäußert, dass der Lohnbildungsprozess in den letzten 40 Jahren weitgehend auf die Unternehmensebene oder gar auf die individuelle Stufe dezentralisiert worden sei und kollektive Verhandlungen im Privatsektor weitgehend an Bedeutung verloren haben. Die Gefahr einer Lohn-, Preisspirale sei deshalb als gering einzuschätzen. Diese Auffassung haben seit Anbeginn auch die Investoren an den Kapitalmärkten vertreten: so lagen die langfristigen Bondrenditen immer weit unter den aktuellen Inflationszahlen. Trotz dieser Faktenlage hat sich Powell für die Volcker'sche Schockmethode entschieden und auch noch die andern Notenbankler/-innen im August des letzten Jahres in Jackson Hole darauf eingeschworen. Jetzt sind wir mit den Folgen dieses Schocks beschäftigt: einer neuen Bankenkrise und einem neuerlichen Einbruch des globalen Wirtschaftswachstums. Schauen wir diese Fakten etwas näher an.

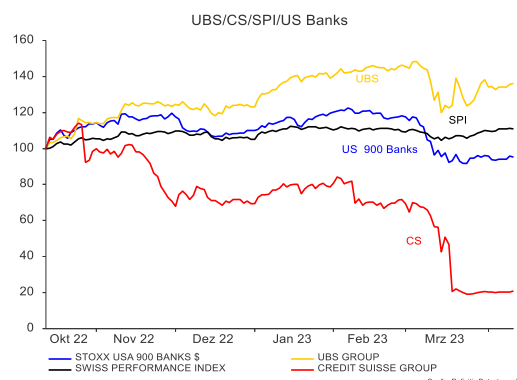
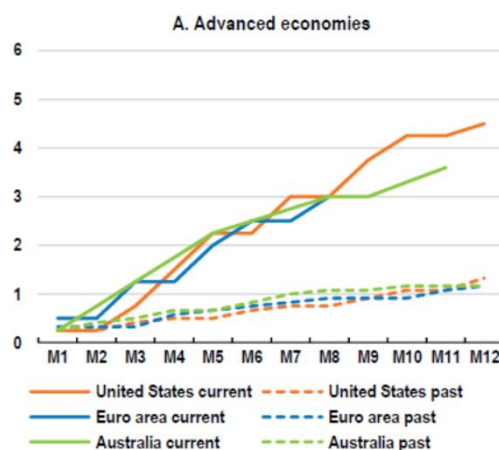
Die folgende Grafik zeigt, dass Powell einen monetären Schock ausgelöst hat, der seinesgleichen in der Geschichte sucht.

Die Grafik zeigt den aktuellen monatlichen Zinsanstieg der drei Notenbanken (USA, Europa und Australien) nach der ersten Zinserhöhung im Vergleich zu den durchschnittlichen Erhöhungen aus den vergangenen Zinserhöhungszyklen. Im historischen Schnitt wurden die Zinsen innerhalb von zwölf Monaten um kumuliert 1,25% erhöht. Im laufenden Zyklus sind es rund viermal mehr.

Dieses schnelle Tempo hat den Banken wenig Zeit gelassen, ihre Bilanzstrukturen anzupassen. Sie hatten in der Pandemie extrem hohe Sparzuflüsse zu verzeichnen, die sie nicht über Kreditvergaben anlegen konnten. Viele haben die überschüssigen Mittel in üblicherweise wenig riskante Bonds angelegt, mit fatalen Folgen: der schnelle Zinsanstieg hat die Bonds stark entwertet und damit das tatsächliche Eigenkapital der Banken reduziert. Da hilft es auch nichts, dass den amerikanischen Banken erlaubt ist, die Bonds – wenn sie bis zum Verfall gehalten werden – zu Nominalwerten zu buchen. An den Aktienmärkten wird jedoch dieser nicht realisierte Verlust berücksichtigt. Deshalb haben alle Bankaktien -je nach Bilanzstruktur – mehr oder weniger an Wert eingebüßt. Der Verlust an Börsenkapitalisierung hat in Einzelfällen zum Zusammenbruch der Bank geführt. So hat die Silicon Valley Bank das Vertrauen der Kunden verloren. Sie zogen Mittel ab und die Bankleitung musste Bondbestände auflösen. Aus nicht realisierten Verlusten sind realisierte Einbußen geworden. Eigenkapital musste abgeschrieben werden. Der «Bank Run» nahm seinen Lauf. Der IMF weist in seinem neuesten Stabilitätsreport darauf hin, dass insbesondere Regionalbanken noch beträchtliche nicht realisierte Verluste in ihren Büchern haben.



Prof. Dr. Josef Marbacher  
Chief Economist



Das hat für die weitere Kreditfähigkeit negative Auswirkungen. Die Banken können sich Verluste weniger leisten. Sie haben die Kreditanforderungen deutlich erhöht. Der IMF rechnet mit einem deutlichen Rückgang der Investitionstätigkeit in den nächsten zwei Jahren.

Diese Erschwerung der Finanzierungsbedingungen wirkt sich restriktiv auf das Wirtschaftsgeschehen aus. Diesem Sachverhalt werden die Notenbanken mit weniger starken Zinserhöhungen Rechnung tragen müssen. Die Marktteilnehmer haben deshalb die Zinserwartungen für die Notenbanksätze zurecht um rund 40 Basispunkte gesenkt. Auch die langen Zinssätze sind im Gefolge der Bankenkrise um rund ein halbes Prozent gefallen.

Wirkung auf die reale Wirtschaft und die Inflation hat die restriktive Geldpolitik aber erst in den kommenden 12 bis 18 Monaten. Denn die historische Erfahrung zeigt, dass die Wirkungsverzögerung notenbankpolitischer Massnahmen zwischen anderthalb und drei Jahren beträgt. Die globale Wirtschaft wird sich deshalb in den kommenden zwei Jahren stark abschwächen. Die Konsensus Schätzung für die G7-Staaten liegt noch bei 0.8% (2023) bzw. 1.2% (2024). Das entspricht rund der Hälfte dessen, was für eine Vollausslastung der Kapazitäten erforderlich wäre. Es muss deshalb mit Gewinnreduktionen, Entlassungen, höheren Kreditausfallraten und weiteren Bankproblemen gerechnet werden.

Zudem muss im nächsten Winter mit neuerlichen Energieengpässen gerechnet werden, sollte der Winter härter als in diesem Jahr daherkommen. Auch die Verschärfung der geopolitischen Lage könnte zu zusätzlichen Einschränkungen des internationalen Handels führen.

Diesen Risiken stehen jedoch beträchtliche Chancen gegenüber. Es besteht eine hohe Chance, dass sich das düstere Lohn-, Preisszenario der Notenbanken nicht bestätigt und sie kleinlaut von ihrem aggressiven Restriktionskurs Abschied nehmen müssen. Es wird ihnen nicht zu verübeln sein, wenn sie den Erfolg der tieferen Inflationsraten an ihren Hut heften werden. Auch wenn dies kaum vor dem nächsten Jahr der Fall sein wird, die Kapitalmärkte werden ein derartiges Resultat schon in diesem Jahr in die langfristigen Zinsen einbauen. Ein weiteres Nachgeben der G7-Langfristzinsen ist deshalb schon in der zweiten Jahreshälfte möglich. Dann dürfte wohl die von vielen nach oben versprochene Zinswende endgültig der Vergangenheit angehören. Auch die damit verknüpfte Hoffnung, dass sich Sparen wieder lohnen soll, wird kaum in Erfüllung gehen. Denn es ist abzusehen, dass die seit drei Jahrzehnten wirkenden Kräfte, die den realen Zinssatz immer mehr gegen Null getrieben haben, wieder stärker in Erscheinung treten. Das sind vielversprechende Perspektiven für die meisten Kapitalanlagen.

Es könnte also sehr wohl sein, dass die günstigen mittelfristigen Perspektiven, die durch den geldpolitischen Schock ausgelösten Wellen zu neutralisieren vermögen. Diese Erwartung und das in vielen Fällen relativ günstige Bewertungsniveau lassen es sinnvoll erscheinen, in Aktien voll investiert zu bleiben und allfällige kurzfristige Rückschläge in Kauf zu nehmen. Unsere zuversichtliche Inflations- und Zinsprognose lässt die Beibehaltung der leicht übergewichteten Bondposition rechtfertigen.

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.