

CORUM-Anlagepolitik Q3 2023

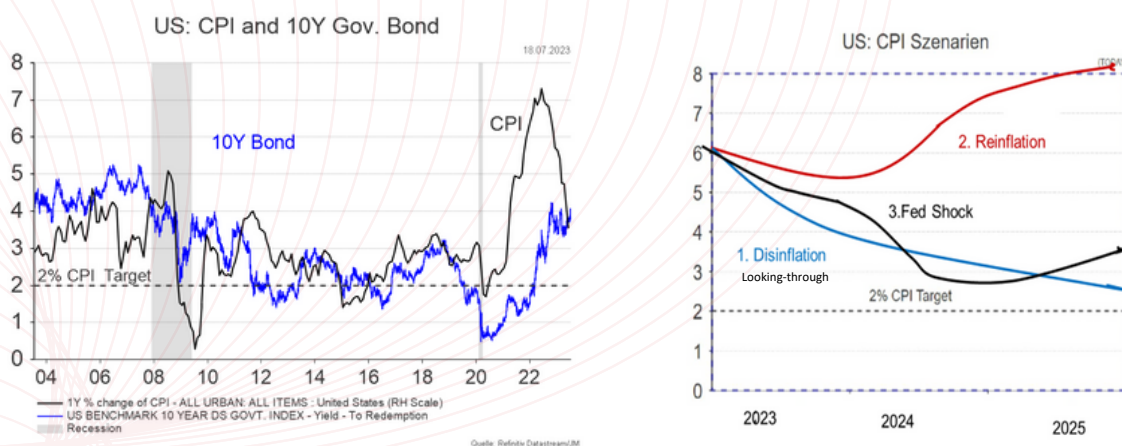
Das erste Semester 2023 kann sich sehen lassen

Etwas härtere Zeiten sind angesagt



Die Angst der Notenbanken, die hohen weltweiten Inflationsraten des vergangenen Jahres könnten über eine Lohn-, Preisspirale zu noch höheren Inflationsraten führen, haben sich nicht bewahrheitet. Im Gegenteil: Sie sind sowohl in den USA als auch in Europa deutlich zurückgekommen. Damit sollten jene Ökonomen recht bekommen, welche die klassische Lehrmeinung vertreten haben, dass Notenbanken bei Schocks Ruhe bewahren sollten (looking through), da ihre Instrumente sehr grosse Zeitverzögerung haben (12 bis 32 Monate). [1](Tenreyro, Juni 2023).

Die Notenbanken hielten sich relativ lange an dieses Szenario (Disinflation- oder Looking through-Szenario 1), bis Powell im März des vergangenen Jahres das Steuer herumwarf, und die verfolgte Strategie als grossen Fehler bezeichnete. Eine Lohn-, Preisspirale (Reinflation-Szenario 3) sei wahrscheinlicher. Eine Schocktherapie à la Volcker sei gar nötig, um eine Lohn-, Preisspirale verhindern zu können (Fed-Shock Szenario 3). Dies, obwohl die Kapitalmärkte eine solche Gefahr nie anzeigten. Im Gegenteil: Die langfristigen Zinssätze blieben erstaunlich tief. Von «Deankering» der Inflationserwartungen konnte nicht die Rede sein.

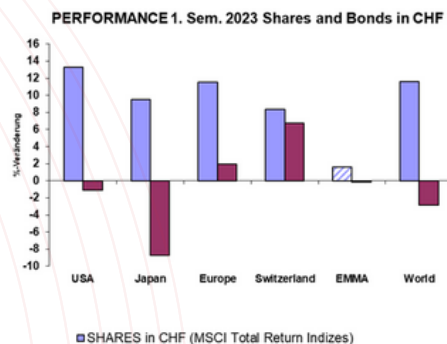


Wir müssen auch davon ausgehen, dass dieser Schockapproach alle Unternehmen veranlasst hat, die Preise noch vor dem Bremsmanöver der Notenbanken zu erhöhen. Die aktuelle Inflation des vergangenen Jahres dürfte dadurch deutlich höher ausgefallen sein als beim «Looking Through Approach». Der starke Anstieg der Kerninflation in den USA und in Europa sind ein Indiz für diese These. Dadurch sind auch die Margen der Unternehmen gestiegen. Sie sind jetzt der wesentliche Treiber für die hohe Nachfrage nach Arbeitskräften.

Am jährlichen August-Treffen der Notenbanker in Jackson Hole überzeugte Powell auch die anderen Kolleginnen und Kollegen, seinem Beispiel zu folgen und nicht den Urteilen der Investoren Glauben zu schenken. Einzig die Bank of Japan hielt weiterhin am Ansatz des «Looking Through» fest. In der Folge wurden die Leitzinsen rund viermal schneller erhöht als im historischen Durchschnitt. Nicht überraschend sind dadurch einige amerikanische Banken ins Wanken geraten. Die gefährdete Finanzstabilität dürfte wesentlich dazu beigetragen haben, dass das FED den Zinserhöhungsprozess hat pausieren lassen. In der Zwischenzeit hat sowohl das Fed als auch die EZB angemahnt, den Restriktionsgrad weiter zu erhöhen. Ob dies nötig ist, ist eine offene Frage, denn die Zinserhöhungen der vergangenen 12 Monate dürften erst jetzt in der realen Wirtschaft ankommen. Als Begründung wird meist angeführt, dass die Kerninflation immer noch am Steigen sei. Das ist jedoch nicht überraschend, da fast alle Firmen von den vergangenen Schocks betroffen worden sind, und sich jetzt bemühen, die Kostensteigerungen weiterzugeben. Das kann dauern. So kaufen Energiefirmen oft Strom ein, den sie vor längerer Zeit an den Futuremärkten eingekauft haben, und erst heute zu damaligen Bedingungen ausliefern.

[1] Vgl. dazu: „Geldpolitik angesichts von Angebotsschocks: Die Rolle der Inflationserwartungen“ von Silvana Tenreyro, externes Mitglied des Monetary Policy Committee der Bank of England und Professorin an der London School of Economics, Vortrag am ECB-Forum 2023 in Sintra, Portugal

Auch für die Investoren kam die schnelle Bereinigung der Schocks als positive Überraschung. Aktien haben deshalb im 1. Halbjahr eine Rendite von rund 11% und Bonds von knapp 4% erzielt. Der Aktienaufschwung konzentrierte sich allerdings auf die Wachstumstitel, die ihrerseits von den Perspektiven der künstlichen Intelligenz profitierten. Seit dem Start der restriktiven Geldpolitik der Notenbanken ist nun rund ein Jahr vergangen. Jetzt müssen wir damit rechnen, dass die höheren Zinsen die zinssensitiven Bereiche der Wirtschaft erreichen. Investitionen und dauerhafte Konsumgüter werden sich schrittweise und verstärkend abschwächen. Das wird zu einer Entlastung des Arbeitsmarktes beitragen.



Da jedoch die Gewinne der Unternehmen je Mitarbeiter in den letzten drei Jahren deutlich gestiegen sind, werden sie bestrebt sein, die hohen Margen noch möglichst lange auszuschöpfen. Die Notenbanken haben jedoch angemahnt, dass sie die Zinsen weiter erhöhen werden, wenn die Arbeitsmarktdaten nicht nachlassen. Für die Schweiz ist zu hoffen, dass die Notenbank verstärkt das Instrument der Aufwertung der Währung nutzt, um die Nachfrage zu dämpfen. Munition im Sinne von Devisenreserven hat sie mehr als genug. Das hat den grossen Vorteil, dass einerseits die Bilanz abgebaut werden kann und die Inflation über die Verbilligung der Importe verringert werden kann, während Zinserhöhungen den Nebeneffekt haben, dass sie über die administrierten Mietzinsen die Teuerung vorübergehend erhöhen.

Trotzdem: Der Weg für Aktien dürfte steiniger werden. Es ist gut möglich, dass sich die Anlegerinnen mit den ansprechenden Dividendenrenditen zufriedengeben müssen. Pessimismus ist jedoch kaum gerechtfertigt, denn die Perspektive fallender Bondrenditen und die Aussicht auf das Ende des Zinserhöhungszyklus sind starke Stützen der Bewertung der Aktien. Zudem sind die hohen Gewinnmargen, die man im letzten Jahr mit den Preiserhöhungen hat aufbauen können, eine wichtige Stütze der Konjunktur. Firmen werden so lange die Nachfrage nach Arbeitskräften ausbauen, bis die Gewinne je Mitarbeiter wieder normalisiert sind. Unternehmen schaffen dadurch nicht nur neue Arbeitsplätze, sondern sie erhöhen mit den höheren Löhnen auch die Kaufkraft der Konsumenten. Das ist auch nicht inflationär, da nur so lange höhere Löhne bezahlt werden, wie die Gewinne ausgebaut werden können. Daran wird sie keine Notenbank hindern können. Unterstellt wird dabei, dass die Notenbanken nach ihrer unnötigen panikartigen Reaktion auf die Schocks nicht noch weitere Politikfehler begehen. Gemeint ist dabei, dass sie zur Beschleunigung des Disinflationstrends den Umweg über eine ausgewachsene Rezession suchen. Dieses Risiko besteht, wenn sie den Inversionsgrad der Zinskurve weiter erhöhen.

So viel zu den grossen Linien.

Prof. Dr. Josef Marbacher & CORUM Investment Office

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.