

CORUM-Anlagepolitik Q4 2023



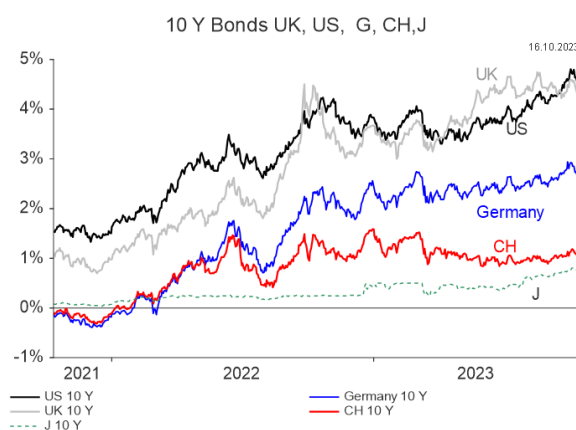
Gewinnzyklus als neue Herausforderung für die Geldpolitik

Die neuesten empirischen Studien in den westlichen Ländern bestätigen immer mehr, dass die extrem hohen Inflationszahlen der letzten beiden Jahre zu einem wesentlichen Teil nicht auf die grossen externen Schocks der letzten drei Jahre zurückgeführt werden können. Sie sind hausgemacht. Wir haben global eine historische einmalig starke Gewinnexpansion der Unternehmen gesehen. Bivers[1] schätzt den Anteil der Gewinnausweitung an der Inflation der letzten beiden Jahre auf 55%. Andere Studien kommen für Deutschland, Österreich, Kanada und Australien auf ähnliche Grössenordnungen. Wie dies zustande kam, wird die Forschung wohl noch lange beschäftigen. Dies umso mehr als in allen Konjunkturzyklen die Gewinnmargen in Phasen der Vollbeschäftigung und steigender Nachfrage sinken. Zurecht können wir deshalb auch von einer Gewinn-Preis-Inflation sprechen.

Wir stehen somit vor einer neuen Ausgangslage. Konkret bedeutet der neue Sachverhalt, dass rund die Hälfte der Preiserhöhungen in der Volkswirtschaft verbleiben. Sie fallen bei den Unternehmen bzw. bei den Aktionären an. Diese sind für die nächste Phase gut gerüstet. Andererseits fehlen diese Mittel bei den Arbeitnehmern. Sie haben nicht nur die Kosten der Pandemie, der Lieferschwierigkeiten und des Krieges zu tragen, sondern auch die Einkommensverschiebungen von den Lohn- zu den Kapitaleinkommen. Die Wohlstandsverluste für die erste Gruppe sind somit beträchtlich. Nicht umsonst ist – vor allem im angelsächsischen Raum – der Begriff der «Cost of living-Crises» allgegenwärtig.

Auch die Geldpolitik sieht sich genötigt eine Neubeurteilung vorzunehmen. Powell und in der Folge auch Lagarde, haben die beispiellosen Zinserhöhungen mit der Angst begründet, dass die durch reale Schocks bedingten Preissteigerungen zu einer Lohn-Preisspirale führen könnte, die umso höhere Kosten verursachen würde, je später mit einer rigorosen Geldpolitik reagiert werde. Die in der Folge beschlossenen Zinserhöhungen waren von der Kadenz und der Schritthöhe beispiellos. Von der Lohn-Preis-Spirale ist jedoch nichts zu sehen. Im Gegenteil: Die tiefen nominellen Lohnzuwächse haben zur Dämpfung der Inflation beigetragen.

Die Gefahr lauert jetzt woanders. Wir müssen davon ausgehen, dass die Unternehmen versuchen werden, die hohen Gewinnmargen auf den Produkten noch möglichst lange auszuschöpfen. Das geschieht in der Regel durch Erhöhung der Produktionskapazitäten. Dazu müssen neue Leute angestellt werden. Das ist besonders deutlich in den USA, wo - trotz stark gestiegener Zinsen - die Nachfrage nach neuen Arbeitskräften seit Monaten überdurchschnittlich hoch ist. Dieser dynamische Wachstumsprozess könnte noch weit ins nächste Jahr hinein anhalten und die dämpfende Wirkung der Zinsen und der geringeren Kaufkraft der meisten Lohnbezieher überkompensieren. In der Folge sind die US-Langfristzinsen auf den höchsten Stand in diesem Zyklus angestiegen. Dies gilt auch für Deutschland. Nur für die Schweiz gilt dies nicht, da sich die Notenbank auch auf die Währungspolitik abstützen kann.



[1] Bivers, Josh (2023) : What profit-price spirals are telling us about postpandemic inflation, Intereconomics, ISSN 1613-964X, Sciendo, Warsaw, Vol. 58, Iss. 3, pp. 167-168

Dazu kommt die Nachfrage jener, die über die Inflation ihre Vermögenssituation in den Krisenjahren deutlich verbessern konnten, sei es über die zusätzlichen Gewinne oder die Reduktion der realen Schulden. Grundsätzlich ist dieser Anpassungsprozess positiv zu beurteilen. Er trägt einerseits dazu bei, dass sich die überhöhten Gewinnmargen wieder normalisieren, da die Preise über die Mengenausdehnung unter Druck geraten und die Lohnkosten steigen. Die tieferen Preise tragen zur weiteren Senkung der Binneninflation bei und die höheren Löhne korrigieren Teile des Kaufkraftverlustes der vergangenen zwei Jahre. Im Wesentlichen dürfte dieser Anpassungsprozess einem neuen Gleichgewicht zustreben. Das kann allerdings dauern.

Die amerikanische Notenbank könnte somit versucht sein, das Beschäftigungswachstum zum Anlass zu nehmen, die Wirtschaft doch noch in eine Rezession zu führen. Dazu wäre wohl eine deutliche Erhöhung der Kurzfristzinsen über 6% nötig. Dadurch könnte der moderate Konjunkturaufstieg endgültig zum Erliegen kommen. Betroffen wäre allem die zinssensitiven Bereiche der Binnenwirtschaft, allen voran der Bau und das Gewerbe. Gewonnen wäre relativ wenig. Die Binneninflation käme einige Monate früher in die Nähe der 2%-Grenze. Dem stehen jedoch die hohen Kosten im realen Sektor gegenüber (Arbeitslosigkeit und Wachstumseinbußen).

Wir halten dieses Szenario noch aus einem anderen Grund für wenig wahrscheinlich. Deutlich höhere Zinsen würden viele Regionalbanken in Bedrängnis bringen. Ihre großen Wertpapierbestände, die sie in der Pandemie aufgebaut hatten, würden weiter an Wert verlieren und das Eigenkapital in Gefahr bringen, wenn Kunden aus Sicherheitsgründen Geld zurückziehen möchten. Dann müssten diese Bestände zu Marktpreisen verkauft werden und die Verluste über das Eigenkapital abgeschrieben werden.

Wir rechnen deshalb eher damit, dass die amerikanische Notenbank mit den Kurzfristzinsen nicht über 6% gehen wird, dafür aber bis weit ins nächste Jahr an der inversen Kurve festhalten wird. Das hat bereits zu einer Zinserhöhung bei den Langfristzinsen geführt. Mit dem neuen Szenario rechnen wir mit einer einmaligen weiteren Erhöhung um 25 Basispunkten in den kommenden Monaten. Dann allerdings wird die inverse Zinskurve über ein Jahr alt sein und ihre volle Wirkung auf den realen Sektor, die Konjunktur, die Arbeitslosigkeit und die Preise entfalten. Dann allerdings sollte der Zinswende nichts mehr im Wege stehen.

Insgesamt ist diese Neubeurteilung des Inflationsprozesses wenig erfreulich, da er nicht mehr schwergewichtig auf die Schocks der letzten Jahre zurückgeführt werden kann. Schocks, die die Eigenschaft haben, von selbst wieder zu verschwinden. Nein, es sind die überraschenden Verhaltensänderungen der Unternehmen, die zu Preisschocks geführt haben, die weit über die externen Kosten hinaus vorgenommen werden konnten. Diese Gewinn-Preis-Spirale hat eine ganz andere Qualität als die in den siebziger Jahren festgestellte Lohn-Preis-Spirale. Wie die neue Situation entstanden ist und wie darauf wirtschaftspolitisch zu reagieren ist, muss sich erst noch zeigen. Auf Erfahrungswerte können wir kaum zurückgreifen. Eine Trial-Error-Phase dürfte uns nicht erspart bleiben.

Anlagepolitisch bedeutet dies allerdings, dass dieser Abschnitt für alle Anlagekategorien noch volatil verlaufen dürfte. Das gilt auch für Europa, das bezüglich Auslastung der Kapazitäten etwas weniger stark betroffen ist als die USA aber immer noch weiter vom 2%-Ziel entfernt ist. Eine neutrale Positionierung für Aktien und Bonds wird dieser Situation am ehesten gerecht. So viel zu den großen Linien.

Mit herzlichen Grüßen, *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.