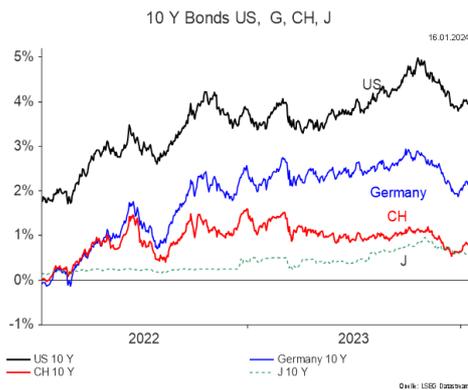


Zinswende kraftvoll eingeleitet

Erst noch waren die Medien und Kommentatoren damit beschäftigt, die Zinswende nach oben zu erklären. Den Notenbanken wurde nahegelegt, den Kampf gegen die Inflation mit aller Härte zu führen. Auch eine Rezession müsse zu diesem Zwecke in Kauf genommen werden. Über ein Jahrzehnt sei die Geldpolitik der westlichen Länder zu expansiv gewesen. Die explodierenden Geldmengen seien der Beweis dafür. Jetzt habe man die Bescherung: Eine seit Jahrzehnten nicht mehr gesehene Inflation, die äusserst schwierig zu bekämpfen sei. Ein langwieriger und verlustreicher Kampf stehe bevor. Selbst das FED erklärte noch im September des letzten Jahres im Sinne der Steuerung der Erwartungsbildung (Forward Guidance), dass die Zinsen «höher für länger» Bestand haben werden.

Und jetzt dies: Die Kapitalmärkte haben mit dieser Hilfestellung Ende des vergangenen Jahres kurzen Prozess gemacht. Sie haben sie schlicht als unrealistisch über Bord geworfen. Die langfristigen Zinsen sind weltweit deutlich zurückgekommen und fast alle Vermögensanlagen, insbesondere Aktien, haben deutlich zugelegt.



Die Frage ist, ob die Zinswende nach unten nun definitiv eingeläutet ist. Die Notenbanken wollen dies noch nicht wahrhaben. Sie lassen die Zinsen unverändert hoch, weil sie nach wie vor davon ausgehen, dass die Inflation wieder ansteigen könnte. Diese Angst teilen die Marktteilnehmer nicht. Es gibt gute Gründe anzunehmen, dass die Kapitalmarktteilnehmer einmal mehr recht behalten sollten. Erstens haben die Notenbanken in den letzten drei Jahren zu viele Fehleinschätzungen vorgenommen. So hat Powell die Strategieänderung im März 2022 damit begründet, dass eine ernsthafte Gefahr für eine Lohn-, Preisspirale gegeben sei. Sie sei nur mit einer schockartigen Geldpolitik in den Griff zu bekommen. Ausdrücklich verwies er immer wieder auf das Beispiel von Paul Volcker, der die Fed Funds Rate zu Beginn der achtziger Jahre auf 18% ansteigen liess.

Diese Schockmethode wurde schliesslich auch den anderen Notenbanken nahegelegt. Die EZB folgte dem Beispiel umgehend. Viele Kommentatoren und Analysten unterstützten dieses Vorgehen. Einige kritisierten gar, die Politikänderung komme zu spät. Namhafte andere Experten teilten die Lageanalyse Powells nicht. Sie verwiesen auf die Tatsache, dass die hohen Inflationsraten überwiegend auf Angebotsschocks (Pandemie, hitzebedingte Ernteauffälle, Lieferschwierigkeiten, Ukrainekrieg und Energieengpässe) zurückzuführen seien.

Märkte mit Angebotsverknappungen müssten über Preiserhöhungen ins Gleichgewicht gebracht werden. Es entspreche Standardwissen der Geldpolitik derartige Anpassungsprozesse nicht durch zinspolitischen Aktivismus zusätzlich zu belasten. Milton Friedman zog diese Schlussfolgerung bereits in den sechziger Jahren aus den Erfahrungen der Nachkriegszeit. Hauptargument ist die Wirkungsverzögerung der Geldpolitik. Bis die hohen Zinsen wirken, vergehen in der Regel 12 bis 28 Monate. Dann sind die Schocks meist schon vorbei.

Genau das können wir jetzt beobachten: Alle oben erwähnten Marktberichtigungen sind erfolgt. Erst jetzt kommen jedoch die Wirkungen der hohen Zinsen. Sie werden das Wachstum der Weltwirtschaft in den kommenden zwei Jahren deutlich abkühlen, in Einzelfällen gar in eine Rezession führen. Begründet wird dieses Vorgehen mit der Angst, dass Löhne jetzt zu stark erhöht werden könnten. Denn bisher sind erst die Preise und die Margen erhöht worden. Verwiesen wird dabei immer wieder auf die Siebzigerjahre.

Ein derartiger Vergleich ist jedoch irreführend. Er berücksichtigt nicht, dass der Lohnbildungsprozess in den letzten 40 Jahren weitgehend dezentralisiert worden ist, von der nationalen Ebene auf die Branchen, dann auf die einzelnen Unternehmen und von dort auf die einzelnen Mitarbeiter. Dies zeigt sich auch im Bedeutungsverlust der Gewerkschaften. So hat sich im erwähnten Zeitraum der Organisationsgrad der Arbeitnehmerorganisationen im Schnitt der OECD-Staaten von 33 auf 16% halbiert. Im privaten Sektor ist er im Durchschnitt unter 10% gesunken. Die Voraussetzungen für eine lohninduzierte Inflation sind somit kaum gegeben. Im Gegenteil: Erstmals in der Nachkriegsgeschichte ist das Stichwort der «Cost of Living Crisis» in aller Munde. Damit wird zum Ausdruck gebracht, dass die verfügbaren Einkommen vieler Arbeitnehmer abgenommen haben. Niemand wünscht sich in dieser Situation noch eine geldpolitisch bedingte Rezession.

Eine Reihe von wissenschaftlichen Arbeiten neueren Datums kommen deshalb zum Schluss, dass Geldpolitik im Kontext von Nachfrageschocks anders zu kalibrieren ist als bei Angebotschocks. In letzterem Falle ist weitgehende Neutralität gefragt. Der Finanzpolitik kommt dabei grössere Bedeutung zu.

All diese Argumente lassen es als sinnvoll erscheinen, dass die Notenbanken ihr Schockexperiment möglichst schnell abbrechen. Das wird jedoch nicht so schnell geschehen. Sie werden sicher noch zuwarten, bis die Inflation möglichst nahe bei der 2%-Grenze liegt, um dann sagen zu können: «Seht her! Wir haben ihn gewonnen, den Kampf gegen die Inflation». Die Kapitalmärkte möchten jedoch nicht länger zuwarten. Sie haben entschieden: Die Wende muss kommen. Sie dürften einmal mehr recht behalten. Anlagepolitisch heisst dies, dass wir alle Anlageklassen leicht übergewichten. Dazu gehören auch Immobilien, die vor allem in Europa stark gelitten haben.

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.

CORUM