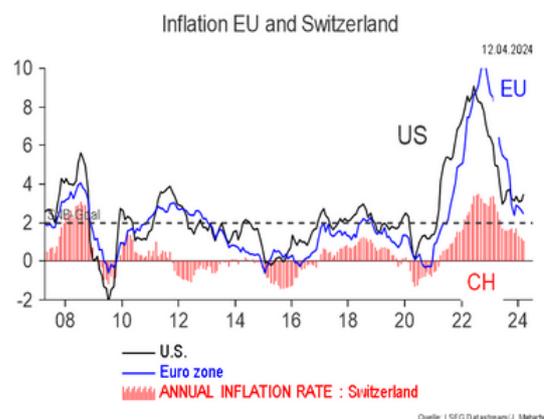


## CORUM Anlagepolitik Q2 2024

## Inflationsschock vom Winde verweht?

Der grösste Inflationsausbruch seit den siebziger Jahren scheint so schnell zu verschwinden, wie er gekommen ist. Sowohl in den USA als auch in Europa sind die aktuellen Inflationzahlen wieder im Zielbereich der Notenbanken. Ihre noch im Jahr 2020 bestätigten Konzepte sehen nämlich vor, dass Abweichungen vom 2%-Ziel sowohl nach unten wie auch nach oben toleriert werden. Trotzdem sollten wir jetzt nicht einfach zur Tagesordnung übergehen. Mit Recht haben Kommentatoren gefragt, wieso so viele Ökonomen und Prognostiker wesentlich schlechtere Inflationsprognosen abgegeben haben als wir nun verzeichnen. Dies gilt vor allem für die Denkschule, die die Geldpolitik der westlichen Staaten als zu expansiv bezeichnet hat und seit Jahren mit massiven Inflationsfolgen rechnete («Camp Permanent»).



Die Vertreterinnen und Vertreter dieser Denkschule haben auch ein wesentlich schärferes und länger andauerndes restriktives Regime angemahnt. Als Begründung wurde immer wieder auf die 1970er-Jahre verwiesen, wo sich gezeigt hat, dass der Inflationsprozess bei hohen Inflationen in eine Lohn-Preis-Spirale überging und ein drastisches Eingreifen der Notenbank erforderlich machte (Volker-Schock).

Die andere Denkschule («Camp Transitory») betonte jedoch den besonderen Charakter der Inflation in der Folge der Pandemie und der kriegerischen Auseinandersetzungen. Deren Vertreterinnen und Vertreter wiesen darauf hin, dass es sich primär um Angebotsschocks handelte, die zu einem Preis- und Gewinnanstieg jener führten, die über die knappen Güter verfügten. Diese Schocks waren nötig, um die Ungleichgewichte im Markt zu bereinigen. Gefragt in solchen Überraschungssituationen sei vor allem die Fiskalpolitik, um eine unfaire Lastenverteilung der Schocks zu vermeiden. Der Geldpolitik komme allerdings dann eine wichtige Rolle zu, wenn sich über eine allfällige Lohn-Preis-Spirale Sekundäreffekte entwickeln. Es folgten Zinserhöhungen in einem Ausmass und in einer zeitlichen Abfolge, wie wir das in der Notenbankgeschichte noch nie gesehen hatten. Diese Panikreaktion führte sowohl an den Aktien- wie auch den Bondmärkten zu grossen Verlusten. Auch viele Banken kamen unter Druck, da sie zu wenig Zeit hatten, ihre Fristenstrukturen zwischen Aktiven und Passiven rechtzeitig anzupassen. Erst der Konkurs einiger US-Regionalbanken und – indirekt – auch der Untergang der CS, haben die Kadenz der Zinserhöhungen verlangsamt und auf einem vertretbaren Niveau stoppen lassen.

Auch die Befürchtung, dass sich eine Lohn-Preis-Spirale bilden könnte, hat sich nicht bestätigt. Im Gegenteil: In den meisten Staaten haben die Löhne nicht mit den Preisen und dem Produktivitätswachstum Schritt halten können. Auch dies ist eine wichtige Lehre aus den bisherigen Erfahrungen: Schocks in der Wirtschaft führen aufgrund der monopolistischen Wirtschaftsstruktur eher zu Preis- und Gewinninflationen. Dem Faktor Arbeit fehlt heute die Verhandlungsmacht weitgehend, da sich der gewerkschaftliche Organisationsgrad weltweit in den letzten Jahrzehnten ständig verringert hat (BIS Papers No 133, Borio, Lombardi et al., March 2023, p.20). Das Risiko einer sich über die Löhne eskalierenden Inflation ist deshalb heute viel geringer einzuschätzen als in den 1970er Jahren. Für die Geldpolitik sind dies gute Neuigkeiten: Schocktherapien im Stile Volkers sind in diesem Umfeld fehl am Platz. Der Kapitalmarkt hat diese Botschaft über den ganzen Inflationszyklus ausgesandt. Die langfristigen Bondraten haben nie eine «De-Ankerung» der Inflationserwartungen angezeigt.

Auch in anderen Forschungsarbeiten wurde festgestellt, dass die Reaktion der Preise für Arbeit (Löhne) auf die Abnahme der Arbeitslosigkeit in den letzten beiden Jahrzehnten wesentlich geringer ausgefallen ist als in der Vorperiode (flachere Philipskurve). Diese positiven Erfahrungen mit einer Inflation, die Grenzwerte wie seit 40 Jahren nicht mehr erreichte, lässt es ratsam erscheinen, die Zinswende nicht nur in der Schweiz, sondern auch in Europa einzuleiten. Je früher, desto besser. Angesichts der unausgelasteten Produktionskapazitäten in Europa wäre ein Abwarten bis die USA ihre Zinsen senken, nicht empfehlenswert. Eine offene Frage ist, wie weit die Zinsen gesenkt werden können, da unter Sachverständigen eine heftige Diskussion über den natürlichen Zinssatz entbrannt ist. Geht er auf das Vorpandemie-Niveau zurück oder hat er sich erhöht?

Insbesondere Mitglieder der EZB vertreten relativ dezidiert die Meinung, dass er deutlich höher ausfallen könnte. Wir halten diese Einschätzung für wenig stichhaltig und spekulativ, ganz im Sinne der Devise: Wenn schon falsch, dann auf der richtigen Seite. Das heisst, eine zu geringe Zinssenkung ginge auf Kosten von Wachstum und nicht der Inflation. So will es schliesslich die Verfassung der EZB, ganz im Gegensatz zu jener des FED, wo die maximale Beschäftigungslage auf derselben Stufe steht wie die Preisstabilität.

Im Weiteren haben wir eine reiche Forschungsliteratur, in der aufgezeigt wurde, dass es eine Reihe von strukturellen Faktoren gibt, die erklären, weshalb die Realzinssätze über die letzten Jahrzehnte systematisch gefallen sind. Dazu gehören die Demografie (Alterung der Gesellschaft, sinkende Geburtenrate), die zunehmende Konzentration der Einkommen und Vermögen, die hohen Sparüberschüsse vieler aufstrebender Länder nebst andern. Sie alle haben die Wirkung, dass ein Sparüberschuss entstanden ist. Dieser wäre noch grösser gewesen, wenn sich die westlichen Staaten nicht systematisch weiter verschuldet hätten. Dieses Ungleichgewicht zwischen Sparen und Investieren ist zudem ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der tiefen Inflationsraten der letzten Jahrzehnte gewesen. Denn wenn die Konsumenten und Investoren ihren eigenen Output nicht mehr selbst nachfragen, übt das Druck auf die Preise aus. Dass die Schocks der letzten vier Jahre an diesen strukturellen Bestimmungsfaktoren grundsätzlich etwas geändert haben könnte, ist wenig wahrscheinlich, wie selbst Jerome Powell am Treffen der Notenbanker in Jackson Hole 2021estgehalten hat. Sollte diese Einschätzung zutreffen, könnten wir eher früher als später wieder mit denselben Fragen der tiefen Verzinsung des Kapitals und der unerwünscht tiefen Inflationsraten konfrontiert werden. So weit sind wir noch nicht. Immerhin sind die bisherigen Erfahrungen mit dem laufenden Inflationszyklus ausserordentlich positiv ausgefallen. Die Aktienmärkte haben dies entsprechend honoriert. Sie erreichten von den USA über Europa bis nach Japan im 1. Quartal 2024 Höchstwerte.

Enttäuschungen könnten sich ergeben, wenn jene Recht bekommen, die seit längerem anmahnen, dass ein zu frühes Lockern der Geldpolitik zu einem Wiederanstieg der Inflation führen könnte und zwar so, dass mit noch härteren Massnahmen Gegensteuer gegeben werden muss. Wir halten wenig von diesem Szenario. Es ist zu sehr auf der alten Welt der 1970er-Jahre aufgebaut. Trotzdem: Als Restrisiko ist es zu berücksichtigen. Auch müssen wir immer wieder damit rechnen, dass neue Angebots- und Nachfrageschocks auftauchen, die den Deflationsprozess vorübergehend unterbrechen. Diese sind jedoch kein Grund für notenbankpolitischen Aktivismus. Eine Verstetigung des Restriktionsgrades auf neutralem Niveau dürfte der effizienteste Beitrag zur Stabilisierung der Inflationserwartungen sein.

Es würde deshalb nicht erstaunen, wenn die nächste Entwicklung primär von Volatilität geprägt ist. Diese Einschätzung veranlasst uns, die Übergewichtung der Aktien zugunsten der neutralen Position zu verlassen. Das gilt auch für die Obligationen. Sie haben noch Aufwertungspotenzial, das jedoch erst ausgeschöpft werden kann, wenn die Notenbanken ihre hohen Wertpapierbestände weiter abgebaut haben. Bis dahin, stellen die sie eine Belastung des Marktes dar.

So viel zu den grossen Linien.

Die ausführliche Dokumentation, die dem Entscheidungsprozess zugrunde liegt, erhalten Sie über Ihren Berater.

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.

