

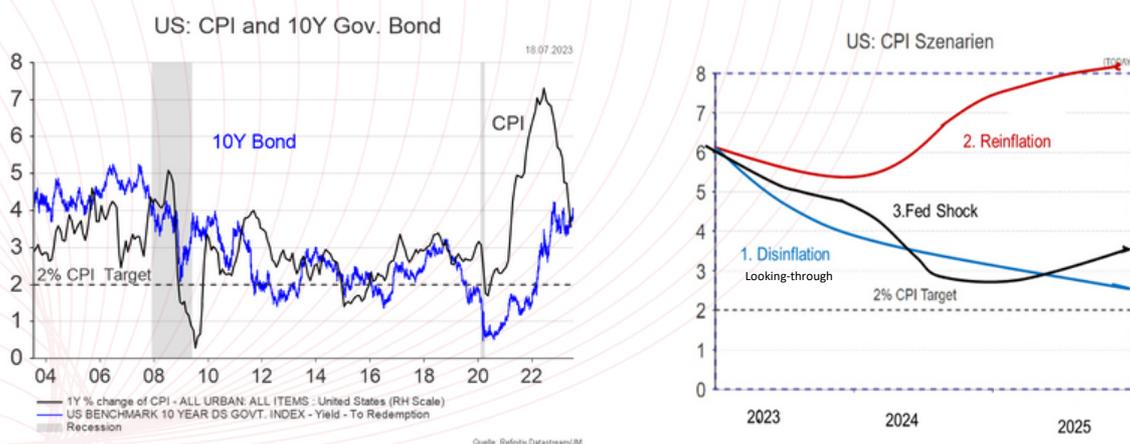
# CORUM-Anlagepolitik Q3 2023

## 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.

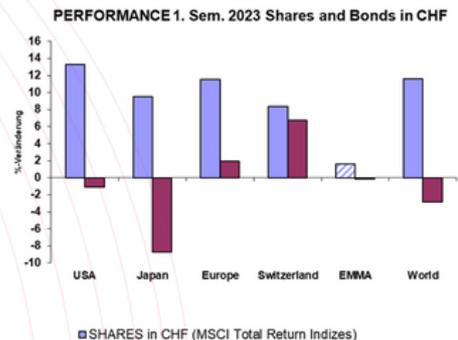


Wir müssen auch davon ausgehen, dass dieser Schockapproach alle Unternehmen veranlasst hat, die Preise noch vor dem Bremsmanöver der Notenbanken zu erhöhen. Die aktuelle Inflation des vergangenen Jahres dürfte dadurch deutlich höher ausgefallen sein als beim «Looking Through Approach». Der starke Anstieg 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*

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation ist von unseren Mitarbeitern verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen eine Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art - sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden -, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten, aus. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Den mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen ist es, im Rahmen interner Richtlinien, freigestellt, den in diesem Bericht erwähnten Titel zu kaufen, zu halten und zu verkaufen.

**CORUM** Vermögensverwaltung AG

© CORUM Vermögensverwaltung AG, Mainaustrasse 21, 8008 Zürich, [www.corumag.ch](http://www.corumag.ch)