

CORUM-Anlagepolitik Q4 2023



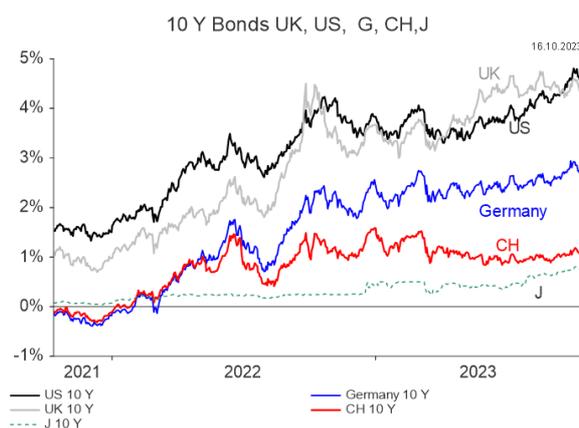
Gewinnzyklus als neue Herausforderung für die Geldpolitik

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 zinnsensitiven 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 Wachstumseinbusse).

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*

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 verbietet 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.