



sensusPLUS

Quartalsbericht

2. Quartal 2024

Zinswende eingeleitet. Kritiker halten diese für verfrüht. Sie befürchten einen Wiederanstieg der Inflation

Die Unternehmen haben die grossen Schocks der letzten vier Jahre glänzend überstanden. Nimmt man die Aktienindizes als Massstab, so haben sie in den meisten Fällen die Niveaus vor den Schocks überschritten oder gar neue Höchstwerte erreicht. Weder die Corona-Pandemie, noch der Krieg in der Ukraine, noch die hohen Inflationsraten, noch der monetäre Schock der Notenbanken konnten die positive Performance von Aktien ernsthaft gefährden. Beigetragen zu diesem erfreulichen Resultat hat vor allem die Tatsache, dass sich viele Befürchtungen, die im Zuge der grossen Schocks ausgesprochen wurden, nicht bewahrheitet haben. So hat die Corona-Pandemie befürchten lassen, dass sie die Dimensionen der Spanischen Grippe übertreffen könnte. Damals starben gegen 50 Mio. Menschen, mehr als im 1. Weltkrieg umgekommen sind. Der Forschung sei Dank, die in kürzester Zeit einen Impfstoff bereitstellte und ein solches Schreckens-Szenario zur Makulatur hat werden lassen. Auch die Lieferkettenprobleme, die durch die Pandemie und den Ukrainekrieg ausgelöst wurden, haben den Unternehmen nicht nachhaltig geschadet, da die Verknappung des Angebotes an Gütern ihnen gestattet hat, die Margen zu erhöhen.

Als besonders werterhaltend hat sich jedoch die Fehleinschätzung jener Meinungsmacher herausgestellt, die die hohe Inflation 2022 als Beginn eines langen Inflationszyklus interpretierten, der durch die kommende Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt werde. Vor allem historisch ausgerichtete Ökonomen haben dabei immer wieder auf die Siebziger Jahre des letzten Jahrhunderts mit ihren zweistelligen Inflationsraten verwiesen.

Es folgte der aggressivste Zinsanstieg seit dem zweiten Weltkrieg mit beträchtlichen Wertkorrekturen an den Finanzmärkten. In der Zwischenzeit wissen wir: das Szenario der Lohn-Preis-Spirale ist nicht Realität geworden. Auch die Energiepreise haben sich im Gegensatz zu den Siebzigerjahren mehrheitlich recht rasch wieder zurückgebildet. Der neue Sachverhalt wird treffender mit dem Begriff der «Cost-of-Living Crisis» umschrieben. Man hat schlicht übersehen, dass sich der Lohnbildungsprozess in den letzten 30 Jahren weitgehend von der nationalen Ebene auf die einzelne Unternehmung dezentralisiert hat. In derselben Zeitperiode hat sich auch der Organisationsgrad der Gewerkschaften nahezu halbiert. Im privaten Bereich ist er in der OECD auf unter 10% gefallen.

Der Inflationsschock der letzten vier Jahre wurde auch bezüglich der Bestimmungsfaktoren falsch eingeschätzt. Viele führten ihn auf die expansive Geldpolitik des vergangenen Jahrzehnts zurück. Er sei somit nachfragebedingt. Die Forschungsergebnisse der letzten zwei Jahre zeigen jedoch, dass die Verknappung des Angebotes ein deutlich wichtigerer Bestimmungsfaktor war. Güter wurden durch die Pandemie und den Krieg knapp. Die Preisexplosion half mit, diese Knappheit schnell zu

Zinsen auf 10-jährigen Staatsanleihen, in %, 5 Jahre



Quelle: Quelle: Bloomberg Finance L.P / Aqula Viewpoints

überwinden. Nicht überraschend sind die meisten Preise mit der Angebotsnormalisierung auf das Ausgangsniveau zurückgefallen. Mit der Geldpolitik hat dies wenig zu tun.

Es ist erfreulich, dass sich diese Erkenntnis immer mehr auch bei den Notenbanken durchsetzt. Thomas Jordan, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank SNB, dürfte sich dieser Erkenntnis schon länger bewusst gewesen sein, hat er doch an verschiedenen Konferenzen teilgenommen, die die oben erwähnte Problematik zum Gegenstand hatten. Es erstaunt deshalb nicht, dass die SNB bereits im März die Zinswende eingeleitet hat.

Überraschend sind jedoch die neuen Wortmeldungen aus der Europäischen Zentralbank EZB, namentlich jene der Chefin Christine Lagarde, die bisher kaum von der aggressiven Wortwahl von Jerome Powell, Präsident der Federal Reserve Fed, abwich, wenn sie folgendes festhält:

«In einem typischen Politikzyklus, in dem die Schwankungen auf moderate und kurzlebige Schocks zurückzuführen sind, sind die Inflationserwartungen normalerweise nicht gefährdet. Die Preisstabilitätsmandate und Reaktionsfunktionen der Zentralbanken sorgen für Vertrauen in das Inflationsziel.

Bei typischen Nachfrageschocks erreichen die Notenbanken ihr Ziel, indem sie die Nachfrage im Rahmen des Produktionspotenzials stabilisieren. Und bei Angebotsschocks können die Notenbanken im Prinzip „hinterherblicken“, da diese Schocks in der Regel keine bleibenden Auswirkungen auf die Inflation haben.»¹

Das sind erstaunliche Worte. Erstmals wird von Lagarde in Betracht gezogen, dass der laufende Zyklus angebotsorientierter Natur sein könnte und damit eine Politik des «Looking through» in Betracht gezogen werden könnte.

Noch erstaunlicher ist, dass Christine Lagarde in ihrem Referat ein Forschungspapier ihrer Mitarbeiter² erwähnt, das zum Schluss kommt, dass der laufende Inflationszyklus von den verschiedenen Angebotsschocks dominiert ist.³

Mit dieser markanten Platzierung ihrer Forschungsmitarbeiter besteht die berechtigte Hoffnung, dass Lagardes Differenzen mit ihrem Mitarbeiterstab bereinigt sein dürften.

Anlagepolitisch sind dies gute Nachrichten. Wir können davon ausgehen, dass bei künftigen Inflationsausbrüchen klar zwischen angebots- und nachfrageorientierten Schocks unterschieden wird. Erstere fordern Notenbanken insofern heraus, als sie Ruhe bewahren sollten und auf schädlichen Aktivismus verzichten. Diese Strategie des «looking through» ist politisch nicht einfach zu kommunizieren. Das haben die amerikanischen Zwischenwahlen 2022 gezeigt, wo Biden grossen Druck ausübte, «endlich gegen den rasanten Kaufkraftverlust etwas Mutiges zu tun».

An Gefahren, die zu neuen Schocks führen könnten, fehlt es jedoch nicht. Im Vordergrund steht zweifellos das Versagen der Demokratischen Partei der USA, ihren Kandidaten für die Präsidentschaft rechtzeitig auszuwechseln. Aktuell steigt die Wahrscheinlichkeit deutlich, dass mit einer zweiten Amtszeit Trumps gerechnet werden muss. Damit müsste wieder verstärkt mit nationalistischen und isolationistischen Tendenzen gerechnet werden. Auch die Bemühungen, Chinas Aufstieg zur Hegemonialmacht zu bremsen, wird wieder aktuell werden. Das bedeutet mehr Sanktionen, weniger Arbeitsteilung, weniger Produktivität und weniger Wohlstand global. Retorsionsmassnahmen Chinas könnten zu beträchtlichen Schocks in den Lieferketten führen, da China eine starke Stellung im Bereich der Rohstoffversorgung (seltene Erden, u.a.) hat.

¹ Lagarde, Christine (2024), "Geldpolitik in einem ungewöhnlichen Zyklus: die Risiken, der Weg und die Kosten", paper presented at the ECB Forum on Central Banking, Sintra.

² Baribura, M. et al. (2023), "What drives core inflation? The role of Supply shocks", *Working Paper Series*, No 2875, ECB.

³ "Overall, supply shocks can explain the bulk of the post-pandemic inflation surge, also for core inflation. Being able to gauge the impact of such shocks is useful for policy making." Baribura, M. et al. (2023), p.1

Gefahren lauern auch im europäischen Raum. Die Wohlstandseinbussen, die der Brexit, die Pandemie, und der Ukrainekrieg zur Folge hatten, haben die europäische Bevölkerung in Unruhe versetzt. In Grossbritannien hat die fehlende Kompensation der Inflation über die Löhne zu einem Kaufkraftverlust geführt, der die Bevölkerung in einer seltenen Massenbewegung in die Arme der Opposition trieb.

Anlagepolitisch muss dies kein Nachteil sein, da das Programm von Labour die Lösung der anstehenden Probleme primär in einer Wachstumspolitik sieht, die zu mehr Steuereinnahmen führt. Das geht nur durch Zusammenarbeit mit den privaten Unternehmen. Ihnen müssen Standortbedingungen gewährt werden, die Investitionen lohnend machen. Der Weg über höhere Schulden ist versperrt, da der Verschuldungsgrad über 100% des BIP liegt.

Auch in Frankreich hat die Unzufriedenheit der Bevölkerung zu einer grossen Abwanderung aus der Macron'schen Mitte geführt. Die Angst vor den linken und rechten Extremparteien ist verflogen. Wechsel ist angesagt. Fragt sich nur wohin? Der kurz vor den Wahlen hastig zusammengestellte Nouveau Front Populaire NFP hat zwar mit 182 Sitze in der Nationalversammlung den ersten Platz erreicht, ist aber in sich politisch alles andere als homogen und von der absoluten Mehrheit (289 Sitze) weit entfernt. Macron und sein Mitte-Bündnis «Ensemble» muss nun eine Koalition eingehen oder eine Expertenregierung nach Vorbild der damaligen Regierung Draghi in Italien bilden und gleichzeitig sicherstellen, dass die pro-demokratische Bewegung nicht erlahmt. Das könnte Monate dauern. In dieser Zeit ist die Handlungsfähigkeit der französischen Regierung sowohl innen- wie aussenpolitisch stark eingeschränkt. Auf längere Frist bleibt die weit über den Maastricht-Kriterien liegende Verschuldung Frankreichs eine wirtschaftspolitische Herausforderung und ein Risikofaktor für den Euro-Raum. In dieser ungewissen Übergangszeit ist mit erhöhter anlagepolitischer Volatilität zu rechnen.

Gesamthaft betrachtet fehlt es nicht an Gefahren. Sie sind jedoch stärker im gesellschaftlichen und politischen, weniger im anlagepolitischen Bereich verankert.

Den Gefahren stehen aber weiterhin gute Chancen gegenüber. Allen voran die Perspektive selbst sinkender Inflationsraten, die ein Absinken der geldpolitischen Zinsen auf neutrales Niveau schon länger als sinnvoll erscheinen lassen. Dazu kommt, dass sich auch die amerikanische Wirtschaft verlangsamt hat und eine erste Zinssenkung des Fed bereits im September wahrscheinlicher geworden ist. Zudem verfügen die Unternehmen immer noch über eine komfortable Gewinnsituation, welche die hohen Bewertungen weiterhin rechtfertigen. Im Weiteren kann vermehrt damit gerechnet werden, dass das grosse Produktivitätspotential, das die künstliche Intelligenz bietet, in immer mehr Branchen diffundiert.

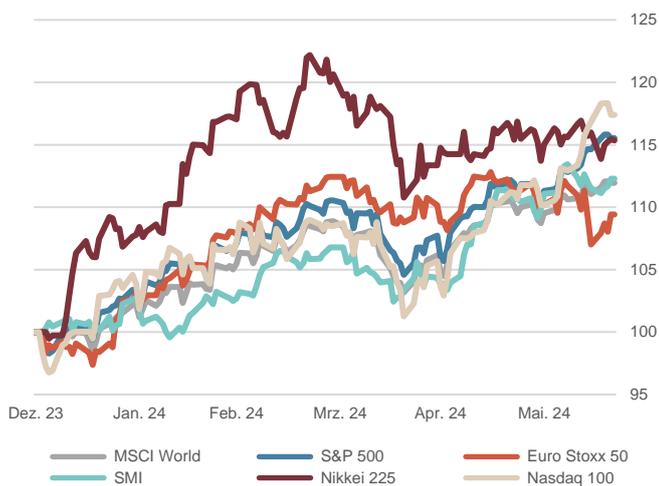
Mehr Klarheit besteht jedoch seit dem Wochenende über den Ausgang der Wahlen in den USA. Joe Biden kann den Beweis nicht mehr erbringen, dass er fähig ist, das Amt des Präsidenten weitere vier Jahre auszuüben. Selbst innerhalb der Demokratischen Partei wächst der Druck, ihn auszuwechseln. Damit ist es allerdings spät, zu spät, um Trumps Sieg noch gefährden zu können. Mit dem Attentat am Wochenende und der «heldenhaften Meisterung des Angriffs» hat er zudem in weiten Kreisen Kultstatus erreicht. Einer zweiten Amtszeit Trumps steht damit kaum mehr etwas entgegen. Gesellschafts- und sozialpolitisch stehen damit schmerzhaft Veränderungen an. Ordnungs- und wirtschaftspolitisch hingegen werden die Weichen eher Richtung Abbau der nationalen und internationalen Kollektive (Staat, internationale Organisationen) und mehr unternehmerische Freiheiten gesetzt.

Gewichtet man diese Faktoren, dürften die Chancen die Risiken leicht überwiegen. Insbesondere das Fenster der fallenden Zinssätze, das sich geöffnet hat, spricht für eine weiterhin positive Entwicklung der meisten Anlagen. Wir halten es deshalb für angemessen, Aktien von neutral auf leicht Übergewichtet zu setzen. Für Obligationen besteht weiterhin die Chance, dass sie vorübergehend Kapitalgewinne erzielen können, da wir die Inflation nicht als persistentes Phänomen einschätzen. Zudem rechnen wir damit, dass der (reale) natürliche Zinssatz noch Boden gutmachen kann, wenn er auch nicht auf das Niveau der letzten 10 Jahre zurückfallen dürfte. Deshalb scheint uns die leichte Übergewichtung der Bonds weiterhin sinnvoll zu sein.

Mit herzlichen Grüßen

Prof. Dr. Josef Marbacher

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indiziert



Quelle: Bloomberg Finance L.P. / Aquila Viewpoints



Anlagestrategie 3. Quartal 2024

sensusPLUS

Anlagesitzung vom: 26.06.2024

		Anlagestrategie							
Anlagekategorie		Einkommen	+/-	Ausgewogen	+/-	Wachstum	+/-	Kapitalgewinn	+/-
Defensiv	Liquidität	8%	0%	7%	0%	5%	0%	5%	0%
	Festverzinsliche Anlagen inkl. Obligationenfonds	60%	0%	35%	0%	15%	0%	0%	0%
	Aktien inkl. Aktienfonds + ETF	25%	0%	50%	0%	70%	0%	85%	0%
Offensiv	Andere Anlagen Immobilien, Rohstoffe, Gold, strukturierte Produkte usw.	7%	0%	8%	0%	10%	0%	10%	0%
		100%		100%		100%		100%	

Weitere Rahmenbedingungen

Referenzwährung:

Schweizer Franken (CHF)

Währungsanteile:

CHF min. 50 %
 EUR max. 20 %
 USD max. 20 %
 GBP max. 15 %
 Übrige max. 20 %
 (pro Währung max. 10 %)

**Bei den Anlagekategorien
sind Abweichungen von
+/- 5 % möglich.**

Das globale Wachstum zeigte sich im 2. Quartal robust. Auch für den weiteren Jahresverlauf dürfte sich die Erholung fortsetzen, gestützt durch die lockerere Geldpolitik der Notenbanken. Die Inflation hat jedoch den Zielwert von 2% in den meisten Regionen noch nicht erreicht. Die SNB überraschte mit einer weiteren Zinssenkung, während die EZB einen ersten Schritt unternommen hat. In den USA rechnen wir erst im 3. Quartal damit.

Die Renditen bei den Obligationen sind eher seitwärts verlaufen. Wir rechnen nicht mit grossen Veränderungen bei den Renditeniveaus.

Durch die Zinssenkung der SNB hat sich der CHF-Wechselkurs gegenüber der meisten Währungen abgewertet. Politische Realitäten haben jedoch wieder zu einer Stärkung des Schweizer Franken geführt.

Die wichtigsten Aktienmärkte haben sich im 2. Quartal erfreulich entwickelt. Der SMI hat in diesem Zeitraum gut 2 % zugelegt. Die Erhöhung der Aktienquoten auf Kosten der Liquidität und «Andere Anlagen» hat sich ausbezahlt. Konnten wir doch per 30.06.2024 in unseren Portefeuilles eine schöne Performance ausweisen. Wir erwarten weiterhin steigende Aktienpreise. Aus diesem Grund belassen wir die Anlagestrategie für das 3. Quartal unverändert.