

3/23

Q

Wenn's mal wieder länger dauert...



ARAMEA
ASSET MANAGEMENT

Aramea Quarterly Q3/23

Nur für institutionelle Investoren
Bitte beachten Sie die Hinweise auf der letzten Seite



Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

es gibt immer wieder Entwicklungen an den Kapitalmärkten, die man im Vorhinein für äußerst unwahrscheinlich hält, im Nachhinein dennoch plausibel erklären kann. Jüngstes Beispiel: Die Rallye an den Aktienmärkten seit Jahresbeginn. Die durchschnittliche Prognose der Analysten für beispielsweise den S&P 500 für Ende 2023 lag im Dezember letzten Jahres bei ziemlich genau 4.000 Punkten, was in Sachen erwarteter prozentualer Performance der pessimistischste Ausblick seit 1999 war. Zur Erinnerung: Ende 2022 stand der S&P 500 bereits bei 3.839 Punkten. Aktuell notiert der Index jedoch bei fast 4.400 Punkten und damit rund 14% im Plus seit dem 31. Dezember 2022 – wenn auch nur dank einiger weniger Aktien.

Ende letzten Jahres war die Stimmung schlecht, der Aktienmarkt allerdings bereits seit Oktober ordentlich geklettert. Sorgen vor einer „Jahrhundertrezession“ angesichts unter Umständen leerer Gasspeicher machten die Runde, sodass den Märkten für Risikoaktiva nur wenig zugetraut wurde. Sechs Monate später findet man ohne Probleme zahlreiche Argumente dafür, dass wir seit Anfang des Jahres eine Rallye erlebt haben, die als eine der unbelibtesten in die Geschichte eingehen könnte. Neben dem Ausbleiben eben jener „Jahrhundertrezession“, sind es die robusten Gewinne vor allem jener Unternehmen, die über eine hohe Preissetzungsmacht verfügen, welche die Märkte befeuerten. Der aber wohl wichtigste Grund ist, dass die defensive Positionierung zu Jahresbeginn für eine Underperformance gegenüber den Benchmarks bei vielen Investoren gesorgt hat, die nun wiederum Rücksetzer für Zukäufe nutzen, um bei womöglich doch weiter steigenden Märkten nicht noch weiter ins Hintertreffen zu geraten.

Im zweiten Quartal dürfte sich die Konjunktur in Europa minimal erholt haben. Im nun beginnenden zweiten Halbjahr erwartet uns jedoch voraussichtlich eine erneute Schwächephase, da die enorme geldpolitische Straffung erst jetzt so richtig beginnt, die volkswirtschaftliche Nachfrage zu dämpfen – wobei dieses Mal besonders viel Zeit ins Land geht, bis sich die Wirkung in der Realwirtschaft zeigt. Wir warten aktuell also auf die „Snickers-Rezession“: Wenn's mal wieder länger dauert...

Für Anleger bedeutet dies: Vorsicht an der Bahnsteigkante! Die erhöhte Dispersion zwischen und auch innerhalb der Assetklassen bietet jedoch ohne Frage viele Chancen, damit 2023 aus individueller Sicht als erfreuliches Kapitalmarktjahr enden kann.

Viel Spaß bei der Lektüre wünscht Ihnen Ihr

Felix Herrmann, CFA
Chefvolkswirt Aramea Asset Management AG

Hamburg, den 03.07.2023



Isabel Schnabel am 31. Mai 2023 im Interview mit „De Tijd“:

(...) Außerdem könnte man angesichts des derzeitigen **Arbeitskräftemangels** erwarten, dass die geldpolitische **Transmission schwächer ist als üblich**. Zudem haben sich Kreditverträge mit festen Zinssätzen über lange Zeiträume durchgesetzt. Infolgedessen kann es **länger dauern** als früher, bis die Auswirkungen unserer Politik sichtbar werden.

Wann kommt die „Snickers-Rezession“?

Citi Economic Surprise Indicators



1. Wenn's mal wieder länger dauert: Aufgrund außergewöhnlich langer Time-Lags verrinnt in diesem Zyklus mehr Zeit, bis die Geldpolitik die Wirtschaft bremst.
2. Angesichts robuster Arbeitsmärkte ist in der Eurozone von einer nur milden Rezession auszugehen – womöglich sogar mit einer Rezession bei gleichzeitiger Vollbeschäftigung. Die USA können die Rezession womöglich sogar vermeiden.
3. Inflationsausblick wird maßgeblich von der Lohnentwicklung bestimmt.

Seit einem Jahr ist die Zinskurve in den USA invers – in Deutschland seit November. Die Geldpolitik wurde massiv gestrafft, Immobilienmärkte straucheln, China schwächelt und die Industrie geht am Stock. Dennoch lässt eine spürbare Rezession in der Eurozone und den USA weiter auf sich warten. Was vordergründig als „Rezessionsrätsel“ daherkommt, lässt sich vor allem durch ein Phänomen erklären: enorm robuste Arbeitsmärkte angesichts eines historischen Arbeitskräftemangels. Für das zweite Halbjahr sind die Konjunkturaussichten dennoch eher trübe.

Geldpolitik wirkt bekanntlich mit einer zeitlichen Verzögerung, die wiederum alles andere als konstant ist. In der EZB geht man gemeinhin von einer groben Zeitspanne von 18 bis 24 Monaten aus. Dementsprechend wird der stärkste disinflationäre Impuls der Zinserhöhungen auch erst im Jahr 2024 erwartet. Dennoch dürfte die Headline-Inflationsrate bereits bis Ende dieses Jahres stark zurückgehen und in der Eurozone eine „2 vor dem Komma“ erreichen. Die Entwicklung der Produzenten- und Importpreise, die ein guter Vorlaufindikator für die Headline-Rate sind, lassen eine derartige Entwicklung klar vermuten. Allerdings sagen Import- und Produzentenpreise wenig über den unterliegenden binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck aus. Genau dort liegt jedoch der Hase im Pfeffer. Da die Lohnstückkosten nach Abzug des Produktivitätszuwachses zu stark steigen und wohl auch weiter steigen werden, dürfte sich der Inflationsrückgang bei der Headline-Rate wohl nur als vorübergehendes Phänomen entpuppen. Die Kerninflationsrate erwarten wir auch im kommenden Jahr noch bei über 3%.

Im aktuellen Umfeld sorgt neben der gestiegenen durchschnittlichen Restlaufzeit der privaten Verschuldung, die weniger akute Refinanzierungen bedeutet, insbesondere der robuste Arbeitsmarkt sogar für ein überdurchschnittlich langes „Time-Lag“ der Geldpolitik („Snickers-Rezession“), weil Unternehmen angesichts

des Arbeits- und Fachkräftemangels statt Entlassungen andere Maßnahmen ergreifen, um Lohnkosten zu senken. Allerdings waren es bis zuletzt die hohen und gefühlt fast unverwüsthlichen Margen der Unternehmen, die eine solche Strategie möglich gemacht haben. Schrumpfen vor dem Hintergrund der andauernden konjunkturellen Schwäche und der rückläufigen Inflation jedoch auch die Margen der Unternehmen, wird über kurz oder lang auch die Arbeitslosenquote langsam anziehen und die Binnennachfrage schwächen. Wenngleich sich übertriebene Rezessionsorgen bislang nicht bewahrheitet haben, rechnen wir mit einer Rezession in der Eurozone in Richtung Herbst und Winter. Da die Konjunktur in China und den USA ebenfalls an Dynamik einbüßen dürfte, ist auch kein rettender Impuls von außerhalb der Währungsunion zu erwarten. In China belastet der nach wie vor wackelige Immobilienmarkt den privaten Verbrauch und hat den „Re-Opening-Boom“ schnell erstickt. Das für Europa relevantere verarbeitende Gewerbe dürfte sogar in der Rezession stecken. Am resilientesten erscheinen im Moment die USA, wo die Konjunkturdaten ganz anders als in Europa zuletzt positiv überraschten.

Dennoch sollte die Rezession in der Eurozone in Summe einen eher milden Verlauf nehmen. Eine Rezession wird sich aber unter dem Strich nicht vermeiden lassen. Angesichts der diesmal recht langen „Time-Lags“ kommt die Rezession einfach nur außergewöhnlich spät.

Wie sieht der geldpolitische Pfad nach dem Ende der Zinsanhebungen aus?

Neutrale Leitzinsen

Zentralbank	Schätzung in %	Quellen
USA	2,4 – 3,6	„Dot-Plot“
Eurozone	1,5 - 2,0	Reden/Schätzungen von Ratsmitgliedern
Kanada	2,0 - 3,0	Reden/Schätzungen von Ratsmitgliedern
England	2,0 – 3,0	Reden/Schätzungen von Ratsmitgliedern

Quelle: Federal Reserve, EZB, Bank of Canada, Bank of England

1. Fed und EZB dürften im Sommer in einen „Wait-and-See-Modus“ übergehen.
2. Leitzinssenkungen sind bis auf weiteres nicht zu erwarten. Die Zeit, in der die Zentralbanken bei schwächelndem Wachstum als „Retter in der Not“ agierten, ist Geschichte.
3. Der nächste Zinssenkungszyklus dürfte vom Umfang her nur rund halb so groß sein wie die bis dato erfolgte Straffung.

Der zuletzt deutliche Rückgang der Inflation in den USA und der Eurozone hat weder die Federal Reserve noch die EZB dazu bewogen, ihren Zinsanhebungsprozess zu beenden. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone sollten die Leitzinsgipfel jedoch in wenigen Monaten erreicht sein. Danach erwartet uns eine wohl lange Phase des geldpolitischen Stillhaltens. Die Gefahr eines Politikfehlers in Form einer letztlich zu starken Straffung ist aufgrund der überdurchschnittlichen langen Time-Lags der Geldpolitik tendenziell erhöht.

Vor der Coronakrise lebten Anleger in einer Welt, in der die Zentralbanken bei jeder stärkeren konjunkturellen Schwäche den Märkten unter die Arme griffen. Insofern ist es zumindest nachvollziehbar, weshalb Investoren beispielsweise noch Anfang April bei einer sich abzeichnenden Rezession fast reflexartig gleich deren drei Leitzinssenkungen in den USA bis Jahresende und weitere für 2024 preisten – und somit quasi eine geldpolitische Lockerung spiegelbildlich zu der erlebten und historisch aggressiven Straffung.

Aufgrund einer aktuell zu hohen und vor allem perspektivisch wahrscheinlich auch strukturell erhöhten Inflation werden Zentralbanken weder in diesem Jahr noch in den nächsten Jahren als „konjunkturelle Retter in der Not“ agieren können. Diese Erkenntnis scheint nur sehr zögerlich in den Köpfen der Marktteilnehmer anzukommen.

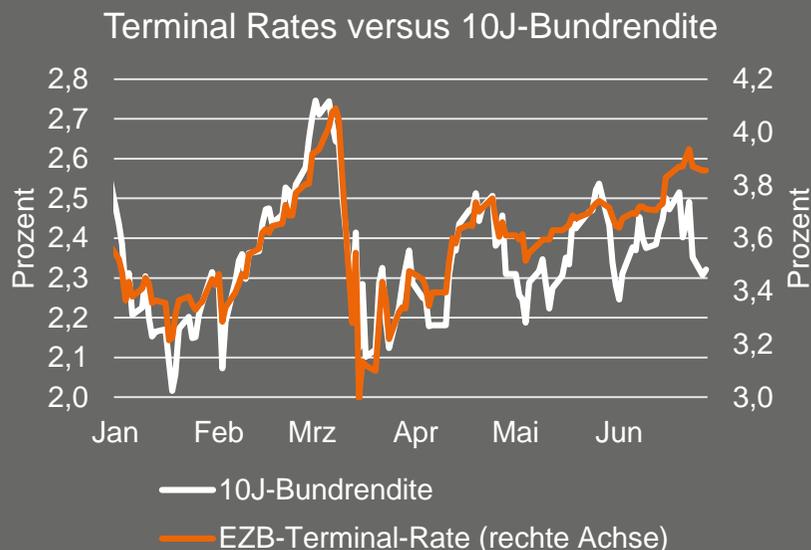
Vielmehr werden Fed und EZB nach Erreichen der jeweiligen Leitzinshochs (ob es jeweils noch eine oder zwei Anhebungsschritte geben wird, ist nicht entscheidend) voraussichtlich bis in das Jahr 2024 hinein auf einem Plateau belassen.

Die hinreichende Bedingung für erste Leitzinssenkungen wird nicht das Eintreten einer Rezession, sondern das nachhaltige Erreichen der 2%-Marke bei der Inflation sein. Darunter sollte keinesfalls ein Fallen der Headline-Raten auf oder unter die 2%-Marke verstanden werden. Vielmehr müssen die Zentralbanken eine ausreichend

hohe Konfidenz haben, dass der unterliegende Inflationsdruck 2% nicht signifikant überschreitet. Außerdem – und das betont Lagarde bei jeder sich bietenden Gelegenheit – sollten die Inflationserwartungen zwingend entsprechend verankert bleiben und die geldpolitische Transmission muss adäquat funktionieren. Noch im Juni war Lagarde nicht zufrieden – und zwar in Bezug auf jeden einzelnen dieser drei Aspekte.

Fed und EZB dürften ab dem Sommer (oder Spätsommer) in einen „Wait-and-see“-Modus übergehen, in dem sie zuwarten, inwieweit die erfolgte Straffung die volkswirtschaftliche Nachfrage und somit die Inflation abkühlt. Sollten sich bis Jahresende Erfolge abzeichnen, sind Zinssenkungen in der ersten Jahreshälfte des Jahres 2024 realistisch. Wobei die Fed voraussichtlich wieder den Anfang machen wird. Allerdings – und das ist ein entscheidender Punkt – dürfte es keinesfalls eine Lockerung geben, welche vom Ausmaß her der erlebten Straffung gleicht. Eine Lockerung mit Augenmaß, die vorerst auf einem „neutralen“ Leitzinsniveau endet, erscheint wesentlich wahrscheinlicher. In der Eurozone liegt dieses nicht berechnete oder beobachtbare Niveau schätzungsweise in der Größenordnung von 1,5% bis 2,0%, in den USA dürfte es hingegen aufgrund des stärkeren Produktivitätswachstums etwas höher zwischen 2,5% und 3,0% notieren. Somit stünden uns perspektivisch Senkungen um die 200 Basispunkte in Haus.

Wo sind die „Sweet Spots“ am Rentenmarkt?



Quelle: ARAMEA, Bloomberg

1. Outperformance von riskanteren Segmenten des Anleihemarktes hat sich in Q2 fortgesetzt.
2. Durationsverlängerung mit Augenmaß bleibt ein Gebot der Stunde.
3. In den USA wird Risiko kaum mehr adäquat entlohnt – aber auch in Europa gewichten wir gute Bonitäten und Sicherheit nach wie vor über.

Volatil seitwärts: Das war der Kurs deutscher Bundrenditen längerer Laufzeiten seit Jahresbeginn. Am kurzen Ende ging es hingegen spürbar aufwärts, sodass die Kurve aktuell so invers ist wie seit den 80ern nicht mehr. Das stagflationäre Konjunkturmilieu bzw. das Ausbleiben einer bis dato stärkeren Rezession hat gleichzeitig eine Outperformance von Emittenten schwächer Bonität zur Folge gehabt, da sich die Spreads tendenziell seit Jahresbeginn eingengt haben. Diese recht engen Spreads sprechen für uns jedoch nun für eine „Safety-First-Strategie“.

Das große Comeback der Rentenmärkte lässt weiter auf sich warten. Abermals höhere Terminal Rates vor dem Hintergrund hartnäckiger Inflationsraten haben sowohl die Bund- als auch die Treasury-Kurve in Q2 stärker invertieren lassen. Die Rentenmärkte schreien also weiterhin lauthals: „Rezession!“. Sobald Fed und EZB mit ihren Leitzinsanhebungsprozessen am Ende sind, steht hier jedoch eine Normalisierung ins Haus.

Aufgrund des neuen Zentralbankregimes werden die Zinssenkungen ab 2024 allerdings nicht sonderlich umfangreich ausfallen, sodass die Renditerückgänge gerade am langen Ende von Bund- und Treasurykurve in eher homöopathischen Dosen erfolgen dürfte. Dennoch wird die Verkündung des Endes der Anhebungsschritte voraussichtlich für eine gewisse Erleichterung unter den Rentenmarktteilnehmern sorgen, die bspw. die zehnjährige Bundrendite in Richtung der Marke von 2,25% treiben dürfte. Dies könnte dann jedoch eine Art temporäres Tief markieren, bevor sich die Renditen dann auf einem strukturell höheren Niveau einpendeln.

Mit Blick auf das dritte Quartal erscheint uns die Gefahr von Kursrücksetzern bei „Top-Notch-Emittenten“ derweil gering. Die jüngsten Sitzungen von Fed und EZB haben trotz ihrer jeweils durchaus (überraschend) hawkishen Tonalität nicht für einen Anstieg der längeren Kapitalmarktrenditen in Richtung der alten Jahreshochs gesorgt. Das lässt vermuten,

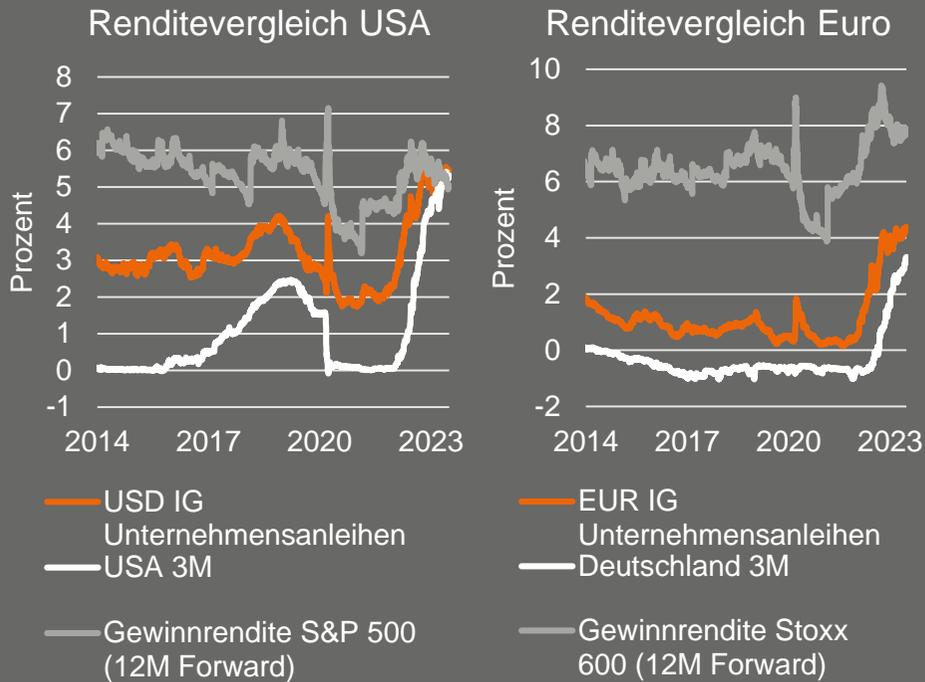
dass selbst eine weitere moderate Anpassung der Terminal Rates nach oben keinen allzu großen Impact haben dürfte.

Vor dem Hintergrund eines gewissen Wiederanlagerisikos bleiben wir darüber hinaus bei unserer Durationsverlängerung mit Augenmaß ohne bereits jetzt „Duration outright long“ zu gehen, da bspw. zehnjährige Bunds angesichts der erwarteten Terminal Rate aktuell recht teuer anmuten.

An der Creditfront hat der enorme Zufluss in Unternehmensanleihen die Risikoaufschläge stark zusammenschmelzen lassen. Egal wohin man schaut: Die Spreads sind erstaunlich eng, was gleichbedeutend damit ist, dass ich als Anleger nur noch unterdurchschnittlich entlohnt werde, falls ich bereit sein sollte in immer riskanteren Bereichen des Rentenmarktes zu investieren – das gilt vor allem für die USA (siehe Abb.). Insofern erscheint eine Übergewichtung von bonitätsstarken Emittenten im Portfolio das Gebot der Stunde zu sein. Weiterhin bevorzugen wir zudem Nachranganleihen gegenüber Hochzinsanleihen. Beide Segmente bieten ähnlich Renditen – allerdings ist das Emittentenrating im ersten deutlich besser als im zweiten Segment, was wiederum einen besseren Schutz gegen steigende Ausfallraten bei einer schwächelnden Konjunktur bietet.

Andererseits notiert der EUR-Swap-Spread nach wie vor auf erhöhtem Niveau, was die Entscheidung zugunsten von „swapnahen“ Produkten zusätzlich einfacher macht.

Können die Aktienmärkte weiterhin der Konjunktorentwicklung trotzen?



Quelle: Bloomberg

1. Die Aktienmärkte scheinen reif für einen Rücksetzer zu sein.
2. Die Dispersion an den Märkten ist hoch und bleibt hoch. Sowohl regional als auch was die Sektoren betrifft.
3. Mit einsetzender Rezession und nach dem Ende der geldpolitischen Straffung sollte sich der Blick auf die breiten Aktienmärkte deutlich verbessern.

2023 ist bislang ohne Frage das Aktienjahr der Megacaps. So performte etwa der Euro Stoxx 50 in Europa alles in Grund und Boden. In den USA waren es weniger als zehn Aktien der allergrößten Firmen, welche den S&P 500 alleine so deutlich ins Plus hieven konnten. Die geringe Marktbreite lässt nicht allzu viel Gutes erwarten für die zweite Jahreshälfte an den Aktienmärkten. Während die Anfälligkeit kurzfristig erhöht sein dürfte, sind die mittelfristigen Aussichten für die Aktienmärkte allerdings durchaus gut.

Für die Outperformance der Megacaps seit Jahresbeginn gibt es verschiedene Erklärungen. Neben der starken Präsenz von Retail-Investoren, die sich traditionell mit Vorliebe in den großen Titeln tummeln, spielt in diesem Jahr sicher auch eine Rolle, dass viele institutionelle Investoren die Rally seit Jahresbeginn ein Stück weit verpasst haben und sich mit jedem (nicht erwarteten) weiteren Kurssprung nach oben quasi gezwungenermaßen näher an die Benchmark „heranrobben“ mussten.

Zudem dürfte die besonders hohe Preissetzungsmacht von internationalen Megakonzernen bei steigender Inflation eine Rolle spielen. Laut IWF sind steigende Unternehmensgewinne für fast die Hälfte des Anstiegs der Inflation in Europa in den letzten zwei Jahren verantwortlich, da gerade die sehr großen Unternehmen ihre Preise stärker anhoben als die Kosten für importierte Energie. Die inflationsbereinigten Gewinne lagen im ersten Quartal dieses Jahres etwa 1% über dem Niveau vor der Pandemie. Jetzt, da die Arbeitnehmer auf Lohnerhöhungen drängen, um den Kaufkraftverlust auszugleichen, müssen die Unternehmen möglicherweise einen geringeren Gewinnanteil akzeptieren.

Auch angesichts des konjunkturellen Abschwungs dürften die Margen perspektivisch etwas zurückgehen. Da auch die Positionierung der Anleger nicht mehr durch ein Unter- sondern mittlerweile durch ein Übergewicht bei Aktien gekennzeichnet ist, sind die Aussichten für den breiten Aktien-

markt entsprechend in der kurzen Frist nicht sonderlich gut (in mehr als zwei Drittel aller Handelstage seit 2010 lag die Positionierung unter dem aktuellen Niveau). Die Zeit für einen Rücksetzer scheint somit reif zu sein.

Regional erkennt man jedoch recht schnell unterschiedliche Anfälligkeiten für Kurskorrekturen. Grundsätzlich wird am Aktienmarkt ähnlich wie am Rentenmarkt zusätzliches Risiko nicht besonders gut entlohnt – auch hier gilt diese Aussage aber vor allem für US-Aktien, die im Vergleich zur Historie recht teuer bewertet sind und entsprechend stärker von einem Rücksetzer bedroht zu sein scheinen. Das dürfte insbesondere für die jüngst stark „gehypten“ Werte gelten. Europäische Aktien liefern hingegen eine Risikoprämie die ungleich Null ist, was auch an der derzeit eher unterdurchschnittlichen Bewertung des breiten Aktienmarktes in Europa liegt. Somit halten wir europäische Aktien für durchaus attraktiv – zumindest aus einer relativen Perspektive.

Mit Blick auf die kommenden Wochen erscheint uns darüber hinaus eine eher vorsichtige Positionierung am Aktienmarkt sinnvoll zu sein. Vor dem Hintergrund der schwächelnden Industrie machen wir einen Bogen um die besonders zyklischen Aktien – etwa im Bereich der Chemieunternehmen, die Stand heute wohl noch keine Kaufkurse erreicht haben. Nach einem reinigenden Gewitter und angesichts der näher rückenden Rezession sowie der Aussicht auf ein Ende der geldpolitischen Straffung öffnet sich dann aber wohl wieder ein Fenster für freundlichere Aktienmärkte.

Welche Entwicklungen erwarten wir für die unterschiedlichen Assetklassen?

Assetklasse	Aktuell	6M-Prognose
Euro Stoxx 50	4.399	4.500
S&P 500	4.458	4.500
10J DEU	2,39%	2,25%
10J USA	3,84%	3,25%
Gold	1.920\$	2.100\$
Öl (Brent)	74,9\$	85\$
EUR/USD	1,09	1,12

Stand: 30.06.2023

Aktien Europa

Relativ günstige Bewertungen lassen europäische Aktien im internationalen Vergleich weniger anfällig für einen Rücksetzer erscheinen. Kurzfristig sind wir aber auch in Bezug auf europäische Aktien eher skeptisch, was die Kursentwicklung im Sommerquartal angeht. Erst gegen Jahresende rechnen wir mit einer abermaligen Erholung.

Aktien USA

Die Dispersion im S&P 500 war zuletzt enorm. Große Namen, die sich im Kurs seit Jahresbeginn mehr als verdoppelt oder – wie NVIDIA sogar verdreifacht – haben, konnten den breiten Markt nach oben ziehen. Wir glauben jedoch, dass diese Werte in Q3 nicht erneut in der Lage sein werden, den Markt aus eigener Kraft weiter zu befeuern. Vielmehr dürfte der wachsende Margendruck auf breiter Front die US-Aktienmärkte belasten, bevor sie sich dann ebenfalls in Q4 wieder erholen.

10-jährige deutsche Staatsanleihen

Zehnjährige deutsche Staatsanleihen erscheinen angesichts einer rekordverdächtigen Invertierung der deutschen Zinskurve aktuell recht teuer zu sein, zumal sich das Pricing ein Stück weit von der Entwicklung der gepreisten Terminal Rates in der Eurozone abgekoppelt hat (siehe „Rentenmärkte“). Wir rechnen mit einer fortgesetzten Seitwärtsbewegung zehnjähriger Bundrenditen bevor es dann nach Ende des Leitzinsanhebungszyklus der EZB (kurzfristiges) Potenzial für Kursgewinne gibt.

10-jährige US-Treasuries

Auch die UST-Kurve ist mit -100 Basispunkten Steigung zwischen 2 und 10 Jahren Restlaufzeit enorm stark invertiert. Ausgehend von dem aktuellen Niveau ist das kurzfristige Potenzial für weiter fallende Renditen kurzfristig wohl begrenzt. Ähnlich wie in der Eurozone gilt: Erst nach Ende des Zinsanhebungsprozesses der Fed ergibt sich weiteres Renditerückgangspotenzial.

Gold

Das Edelmetall konnte in Q2 seine starke Performance der Vorquartale nicht fortsetzen. Die sich anbahnende Rezession könnte Gold jedoch wieder zur Stärke verhelfen.

Öl

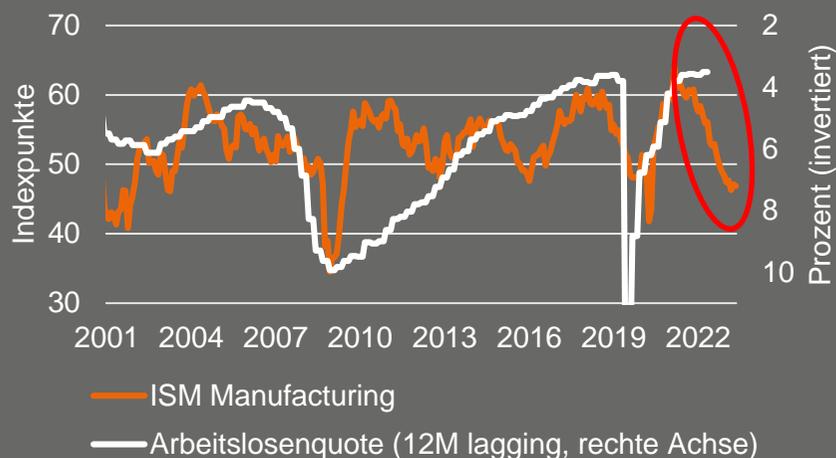
Der Ölpreis bleibt ein Spielball politischer Interessen. Während die Sorte Brent knapp über 70\$ einen Boden gefunden zu haben scheint, haben wir unsere 6M-Prognose angesichts der konjunkturellen Situation etwas nach unten angepasst.

EUR/USD

Eine zunehmende Risikoaversion bei womöglich kurzfristig fallenden Preisen für Risikoaktiva dürfte zunächst Gegenwind für den Euro bedeuten. Richtung Jahresende dürfte die Gemeinschaftswährung dann jedoch davon profitieren, dass die US-Notenbank wohl früher die Zinsen senkt als die EZB.

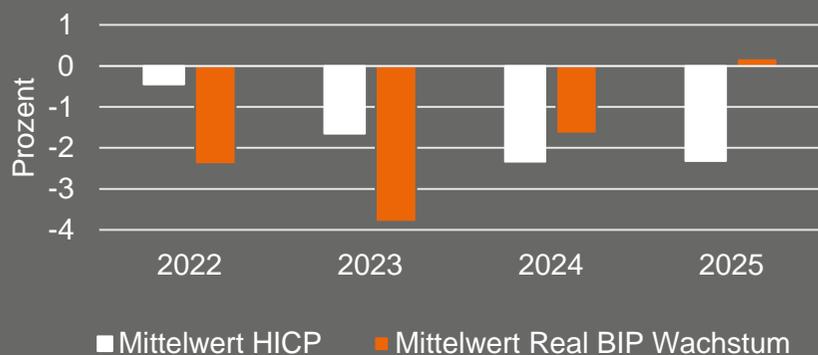
Woran hapert es derzeit bei der geldpolitischen Transmission?

ISM Manufacturing versus Arbeitslosenquote in den USA



Quelle: Bloomberg

EZB-Schätzung: Einfluss der geldpolitischen Straffung auf Wachstum und Inflation



Quellen: EZB, Makronom

Zentralbanken können die Inflation nicht direkt steuern. Vielmehr wirkt Geldpolitik indirekt über verschiedene Kanäle auf die Realwirtschaft ein, wobei die Übertragung des geldpolitischen Impulses als geldpolitische Transmission bezeichnet wird. Über die Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage steuert die Zentralbank die Inflation. Blöd nur, wenn diese Transmission gleich an mehreren Stellen gestört ist.

Wichtige Transmissionskanäle sind der Zins-, der Wechselkurs-, der Vermögens-, der Bilanz- und der Kreditkanal. Über diese beeinflusst die Geldpolitik private und öffentliche Investitionen bzw. den privaten und öffentlichen Konsum. Parallel spielt eine veränderte Erwartungsbildung in Bezug auf die zukünftige Preisentwicklung eine wichtige Rolle – vor allem bei der Lohnsetzung. Ohnehin nimmt der Arbeitsmarkt für die Zentralbanken eine zentrale Rolle ein – schließlich hat etwa die Fed in den USA auch gleich ein duales Mandat, welches Vollbeschäftigung als ein zusätzliches Ziel vorsieht. Aber auch die EZB schaut nicht nur in diesen Tagen stark auf die Entwicklungen am Arbeitsmarkt.

Über den groben Daumen gepeilt wirken die Maßnahmen der Zentralbanken mit einer zeitlichen Verzögerung von 12 bis 18 Monaten. Geldpolitische Transmission folgt dabei allerdings nie einem starren Automatismus, da einerseits bereits jeder Zyklus seine eigenen Besonderheiten mitbringt. Zudem „flucht“ die Transmission tendenziell umso schneller je zinssensitiver eine Volkswirtschaft ist – besonders zinssensitive Währungsräume sind etwa Großbritannien oder die USA. In der Eurozone dauert die Transmission hingegen traditionell etwas länger.

Gerade in Extremsituationen wie der Coronazeit kann dann zusätzlich vieles anders kommen, denn durch die zahlreichen Strukturbrüche seit der Coronapandemie stehen Zentralbanken gleich vor einer Vielzahl an neuen Herausforderungen,

welche die Transmission in erster Linie deutlich verlängern.

Angefangen beim bereits erwähnten Arbeitsmarkt. Der enorme Fachkräftemangel führt dazu, dass die Straffung der Geldpolitik und der induzierte Rückgang von Investitionen und Konsum die Unternehmen bislang kaum dazu bewegt, Arbeitskräfte zu entlassen um Kosten zu sparen – zu groß ist die Sorge, im kommenden Aufschwung ohne fachmännisches Personal dazustehen. Die normalerweise zu beobachtende Abkühlung der Arbeitsmärkte im Zuge einer geldpolitischen Straffung, die selbstredend ebenfalls die Inflation beeinflussen würde, findet somit nur abgeschwächt statt.

Darüber hinaus haben viele Schuldner die Niedrigzinsphase genutzt, um sich langfristig zu niedrigen Zinssätzen zu refinanzieren. Folglich ist die jährlich zu refinanzierende Schuld geringer als vor der Niedrigzinsphase – der Zinskanal ist entsprechend weniger durchlässig. In die gleiche Richtung wirkt der Umstand, dass weltweit mehr auf festverzinsliche denn auf variable Kreditzinsen gesetzt wird. Auch die hohen Sparquoten der Verbraucher während der Pandemie verstopfen in Teilen den Zinskanal: schließlich ist mein Konsum weniger zinsabhängig, wenn ich viel Geld auf der hohen Kante habe.

Unter dem Strich muss man also davon ausgehen, dass es in diesem Zyklus noch länger dauert als ohnehin schon, bis die Geldpolitik ihre volle Wirkung entfaltet. In der Eurozone bis zu zwei Jahren.

Disclaimer

Diese Publikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in diesem Dokument genannten Investmentfonds dar oder einen Investmentempfehlung.

Vor Durchführung einer Transaktion sollte das jeweilig Fondsprospekt gelesen werden.

Investoren sollten sich vor Durchführung einer Transaktion über rechtliche Bedingungen und steuerliche Konsequenzen der Transaktion informieren, um über Angemessenheit und Konsequenzen des Fondsinvestments urteilen zu können.

Die ARAMEA Asset Management AG gibt keine Garantie, weder explizit noch indirekt, und trägt weder Verantwortung noch Haftung für Exaktheit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen.

Auf eine Änderung des Inhalts dieses Dokuments muss die ARAMEA Asset Management AG nicht hinweisen.

Die ARAMEA Asset Management AG ist ferner nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren oder zu verändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Bei der Berechnung der Wertentwicklung werden weder Vermittlerprovisionen noch die im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile angefallenen Kosten berücksichtigt.