

BEHARRLICH

Von Peter De Coensel, CEO DPAM



Von einer vorübergehenden Inflation im Zusammenhang mit pandemiebedingten Lieferkettenunterbrechungen sind wir zu einer anhaltenden Inflation übergegangen. Eine langwierige Störung der Energieversorgung und der Druck durch Lohnsteigerungen haben sich als Haupttreiber erwiesen. Die OECD-Zentralbanken haben sich für eine vorgezogene Normalisierung der Leitzinsen entschieden. Sie gehen davon aus, dass die Kern- und die Gesamtinflationsrate mit einer gewissen Verzögerung auf einen desinflationären Kurs einschwenken und bis Ende 2023 einen Wert von 2 % erreichen werden. Ein solches Basisszenario beruht auf Annahmen, die eine breit angelegte Neuausrichtung der Angebots- und Nachfragebedingungen bei allen Produkten und Dienstleistungen zulassen. Es stützt sich auf einen kurzfristigen Einbruch der Nachfrage, einen Anstieg der Arbeitslosenzahlen und rückläufige Lohnforderungen. Im besten Fall könnten verringerte geopolitische Spannungen, ein Waffenstillstand im Russland-Ukraine-Krieg und mehr Diplomatie in globalen Handelskonflikten zu weniger volatilen Wirtschafts- und Finanzmarktbedingungen führen.

Es gibt jedoch eine Ankündigung: "Okay, Houston, wir hatten hier ein Problem". **Wir stellen fest, dass sich die Hartnäckigkeit bei allen Indikatoren und Ergebnissen verfestigt.** Erstens stoßen wir auf eine hartnäckig hohe geopolitische Unsicherheit, die mit einem anhaltenden Null-Wachstum oder leichten Rezessionsvorboten einhergeht. Zweitens stellen wir nach Jahrzehnten stagnierender oder niedriger Reallohnzuwächse zunehmende Spannungen zwischen den Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital fest. Aus dem vereinzelten Aufschrei freundlicher Gewerkschaften, könnten anhaltende Arbeitskämpfe werden, die von der gesamten Gesellschaft und weniger freundlichen Konsortialklagen getragen werden. Drittens stellen wir fest, dass die Volatilität von Aktien, Spreads, Zinssätzen und Devisen nicht zum Mittelwert zurückkehrt, sondern auf einem höheren Niveau verharrt. Wir werden kurz auf jeden der genannten Punkte eingehen.

Die geopolitischen Variablen haben sich vervielfacht. Die **Großmachtpolitik** feiert ein Comeback, indem sie die Wirtschaftspolitik zur Waffe macht. Sanktionsbasierte Vorgaben offenbaren und verstärken Reibungen und Bruchlinien. Das globale Wachstum wird jenseits der Konsenserwartungen zum Opfer. Protektionismus gedeiht gut in einer von Sanktionen geprägten Wirtschaftslandschaft. Die Rezession - schwach, aber anhaltend - und die geopolitische Unsicherheit werden sich beharrlich halten. **Die politische Elite sieht keinen anderen Ausweg, als sich dem Protektionismus anzuschließen.** Einem Protektionismus, der andernfalls zur Spielwiese der Populisten wird. Der US-Protektionismus ist im Inflation Reduction Act oder CHIPS Act verankert. Auch Protektionismus-light Programme der EU erleben einen neuen Aufschwung, ja, auch durch ein Chips-Gesetz sowie verschiedenen EU-Programmen, die auf die Stärkung des Binnenmarktes

ausgerichtet sind. Der REPowerEU-Plan zur Einsparung von Energie, zur Erzeugung sauberer Energie und zur Diversifizierung unserer Energieversorgung wird auf EU-Ebene finanziert. EU-weit werden Branchen und Unternehmen bei der Realisierung der erforderlichen großen Infrastrukturprojekte unterstützt.

Es ist zu erwarten, dass im Rahmen der ESG-Prüfung die genaue Untersuchung sozialer Faktoren zu einer größeren Sichtbarkeit der Arbeitsbedingungen im Allgemeinen und existenzsichernder Löhne im Besonderen führen wird. Die zunehmende Unsicherheit in Bezug auf die Erschwinglichkeit von Gesundheitsversorgung und Energie wird die Unternehmen dazu veranlassen, die Arbeitnehmer über die gesamte Wertschöpfungs-(Liefer-)Kette hinweg angemessen zu entlohen. Die Achtung des Humankapitals wird zu einer besseren Bewertung des Geschäftsmodells und einem geringeren Reputationsrisiko führen, was wiederum zu höheren Bewertungen führen kann. Dennoch wird der soziale Faktor im Vergleich zur Vorherrschaft des Kapitalfaktors nach wie vor geringer berücksichtigt. Das derzeitige liberale System kann auf unterstützende monetäre und steuerliche "Subventionen" zählen, um sich selbst zu erhalten. Auch hier werden Bruchlinien sichtbar. Wenn wir zu unserer globalen Beobachtung zurückkehren, stellen wir fest, dass sich starke und anhaltende Spannungen für einen gemeinsamen Wohlstand zwischen der kurzfristigen liberalen Politik des Westens und der autokratischen, zentralistisch gesteuerten langfristigen Politik aufbauen. Diese neuen Realitäten schaffen Ängste und Unbehagen, da sie sich beharrlich aufbauen.

Die beständig hohe gesellschaftliche und geopolitische Unsicherheit sowie die anhaltende Volatilität der Wirtschaftsindikatoren haben zu einer nicht nachlassenden Volatilität in allen Anlageklassen geführt. Zwischen März 2020 und heute lag der Aktien-VIX-Angstindex im Durchschnitt bei 25. Es scheint, dass der pandemiebedingte Stress andere Stressfaktoren verformt hat, die den VIX in einer Spanne zwischen 20 und 30 gehalten haben, während er in den letzten zehn Jahren zwischen 10 und 20 lag. Ein ähnliches Bild zeigt sich an den Anleihemärkten. Der MOVE-Index (ein Maß für die implizite Volatilität der US-Zinsen) bewegt sich in einer Spanne von 100 bis 150, während nach der Finanzkrise von 2008 bis Ende 2021 eine Spanne von 50 bis 100 üblich war. Der JP Morgan Global FX Volatility Index lässt sich perfekt auf den MOVE-Index übertragen. Es ergibt sich die selbe Schlussfolgerung:

Die Devisenvolatilität wird bleiben. Die Normalisierung der Leitzinsen durch die Zentralbanken und das Verharren dieser an der oberen Grenze für eine längere Zeit untermauern diese Schlussfolgerung. Schließlich haben sich die Spreads in den CDS-Indizes für Investment-Grade- und Hochzinsanleihen in Richtung einer höheren Bandbreite verschoben, was auf höhere Ausfall- und Restrukturierungswahrscheinlichkeiten hindeutet.

Ein Regimewechsel wurde im Jahr 2022 vollzogen. Der Beweis dafür liegt in der Beständigkeit der Indikatoren und Ergebnisse. Wir sehnen uns nach einer Trendumkehr, aber wir bekommen keine. Wir werden uns anpassen müssen. Bei anhaltend hoher Unsicherheit werden die Realzinsen noch länger unangenehm hoch bleiben.

Momentum-Investitionen oder ein Bulk-Beta-Ansatz (passive Lösungen) sollten Platz für researchgetriebene Prozesse machen. Auf Fachwissen basierende Überzeugungen zu verschiedenen Branchen und eine handverlesene Wertpapierauswahl werden überdurchschnittliche risikobereinigte Renditen liefern. Das aktive Management wurde durch passive Produkte immer wieder unter Druck gesetzt. Dies könnte der einzige Bereich des Marktes sein, in der die Beharrlichkeit unterbrochen wird.