

# Newsletter

Juli 2022

## Q2 2022

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Zunächst einmal hoffen wir, dass es Ihnen allen gut geht und Sie den Sommer ausserhalb der chaotischen Zustände an den Flughäfen und trotz barbarischer Hitze geniessen können! Eigentlich könnten wir die Einleitung unserer letzten Berichterstattung "wie schön die Welt doch vor ein paar Monaten noch war" eins zu eins übernehmen, da die globalen Probleme (Krieg, Lieferketten, Energiepreise, Nahrungsmittelknappheit, Lockdowns in China etc.) und damit zusammenhängend die Inflationsentwicklung nach wie vor allgegenwärtig sind. Entsprechend haben auch die Märkte mit dem schlechtesten Start seit 1970 reagiert. Inflation und damit auch die Frage nach deren Höhepunkt werden weiterhin das Thema schlechthin bleiben! Wir fühlen uns an die siebziger Jahre erinnert, als unter Nixon die Inflation grassierte, ebenfalls begleitet von Zinserhöhungen (wenn auch auf höherem Niveau als heute). Sein damaliger Vorsitzender des *Council of Economic Advisors* (1972 bis 1974), Herb Stein, antwortete etwas frustriert auf die sich ständig wiederholende Frage, weshalb die Inflation so zunehme, mit "if you take out all the things in the Consumer Price Index that have gone up, the index would actually go down!". So einfach können Erklärungen sein! Schade nur, dass wir alle nicht den Luxus haben unsere Markt- und Weltanschauung auf so simple Art und Weise zu begründen, auch wenn die Aussage sicherlich nicht falsch ist...

**Organisatorisch** hat sich ausnahmsweise einiges geändert. Wir erfüllen die verschiedenen finanziellen, persönlichen sowie organisatorischen Anforderungen der FINMA und derer (neuen) Aufsichtsorganisation (AO) und haben entsprechend im Mai die Lizenz von der FINMA erhalten. Bis jetzt haben offenbar nicht einmal 20% der Verwalter ein Gesuch eingereicht, obwohl dies eigentlich spätestens jetzt hätte erfolgen müssen. Gut können wir uns von diesem anstehenden Chaos fernhalten!

Nun zu unserer **Ampel**. Grosse Änderungen gibt es nicht. Die monetäre Ampel war schon auf Gelb, weil die zurückhaltende Haltung der Notenbanken gegenüber der Inflation für Fragen sorgte. Die Angst vor unterwartet (starken) Zinsüberraschungen wird die Märkte, solange

keine Beruhigung der Inflation feststellbar ist, auch weiterhin beschäftigen. Das gleiche gilt sodann auch für die ökonomische Ampel, welche in erster Linie von der geldpolitischen Haltung bedroht ist. Die Markttechnik hingegen hellt sich so langsam wieder auf. Eine Mehrheit der Indikatoren spricht zwar nun für einen Boden, aber eben nicht alle, weshalb wir den gelben Farbton (noch) beibehalten. Wir berücksichtigen hierdurch auch, dass ein hohes Mass an Unsicherheit bezüglich Inflation und konjunktureller Entwicklung besteht, welche für eine anhaltend erhöhte Volatilität sorgen wird. Das muss nicht zwangsweise bedeuten, dass die Finanzmärkte weiterhin stark fallen (viele erscheint bereits eingepreist), aber es ist auch nicht zu erwarten, dass wir kurzfristig vor neuen Hochs an den Börsen stehen. Hierfür muss der Markt zuerst an Vertrauen gewinnen, dass die Probleme geld- und wirtschaftspolitisch angegangen werden. Glaubt er an eine realistische Lösung, ob diese letztlich ihr Ziel erfüllt oder nicht, werden sich die Börsenkurse wieder erholen, da der Markt sich ja nach vorne richtet. Eine einfache Herangehensweise à la Herb Stein wird wohl nicht genug sein, aber es könnte bereits ausreichen, wenn sich nur eines der Problemfelder beruhigt. Der langfristige säkulare Bullenmarkt ist schliesslich (noch) intakt.



**Monetäre Lage:** Die Geldpolitik gestaltet sich (noch) mit Zurückhaltung, was entsprechend Gefahren birgt. Wird sich die Inflation beruhigen? Was ist, wenn dies nur auf hohem Niveau erfolgt? Wie reagieren dann die Zentralbanken?



**Ökonomische Lage:** Nebst der angespannten Situation rund um die Lieferketten belastet nun auch der Krieg. Die stark erhöhten Energiepreise bergen v.a. für Europa drastische Gefahren. Das Rezessionsrisiko in den USA ist gestiegen, scheint aber 2022 (noch) eher gering zu sein.



**Technische Lage:** Die Markttechnik deutet auf einen möglichen Boden und eine Gegenbewegung hin, der jedoch aufgrund der Unsicherheiten noch nicht zu trauen ist. Der langfristige säkulare Trend ist intakt.

## Marktkommentar

Da unsere Ausführungen im April 2022 (und vorher) zur Inflation und zur konjunkturellen Lage immer noch gültig sind, brauchen wir uns nicht zu wiederholen und werden daher unseren Fokus auf den Markt richten, ehe wir die obengenannten Aspekte etwas vertiefen.

### Haben wir einen Boden erreicht?

Zunächst gilt es festzustellen, dass der Markt dabei ist sich neuen Gegebenheiten anzupassen. Wir alle bzw. der Markt sind von einem neuen "Normal" umgeben, welches die Spielregeln ändert.

#### Das neue Normal

Die letzten 40 Jahren waren von einem moderaten bis niedrigen Inflations- und damit Zinsumfeld begleitet, welches durch Globalisierung, Marktöffnungen, einen immensen technologischen Fortschritt, abnehmende Energiekosten, etc. ermöglicht wurde. Man muss sich einmal vorstellen, dass über diesen Zeitraum der effektive US-Leitzins von rund 14% auf heute 1.6% gefallen ist, was einer Abnahme von 90% entspricht! Nun ist offensichtlich ein neues Zeitalter angebrochen, in welchem dieselben Faktoren in dieser Form nicht mehr gegeben sind. Zunehmende Energiekosten, weniger bedeutende technologische Paradigmenwechsel (Internet, Erfindung des PCs, Handy etc.), Marktschliessungen und eine sich "abschwächende" Globalisierung sorgen für eine sich strukturell verankernde Inflation, was wiederum bedeutet, dass wir uns in einem Zinsanstiegszyklus (dem vermutlich politisch gewisse Grenzen gesetzt sind) befinden. Willkommen in der neuen (realen) Welt! Und wie das häufig so ist mit neuen Welten, man muss sich zuerst anpassen. Also genau das, was der Markt zurzeit macht! Er wägt alle Faktoren ab und richtet sich schrittweise neu aus. Gleichzeitig ist er sich dessen bewusst, dass die Leichtigkeit der letzten 10 Jahre vermutlich vorbei ist und ein neues Regelwerk benötigt wird, um durch die Gewässer zu navigieren. Ein mehr taktisches, selektives und flexibles Vorgehen wird erforderlich sein, um in Zukunft zu bestehen, was natürlich mit entsprechenden Implikationen in der Portfolioallokation verbunden ist. Es muss mehr Fokus auf die Sektoren und Einzeltitel gelegt werden, welche besser mit der bleibenden Inflation (Weitergabe der erhöhten Kosten an die Kunden in Form von Preiserhöhungen) und einem erhöhten Zinsniveau (Zugriff auf Finanzierungsquellen) klarkommen.

Dass Obligationen in einem solchen Umfeld eine wichtigere Rolle, d.h. mehr als nur "leichte" Beimischung, einnehmen werden, erscheint weiterhin unrealistisch. Selbst

eine Obligation mit einem Coupon von 4% wird bis auf Verfall real betrachtet zu einem Verlust führen, wenn die Inflation auf 5% bleibt. Der Fokus ist also nach wie vor auf Aktien gerichtet. Dies nur als Randbemerkung.

Das neue Normal entspricht im Prinzip unserem altbekannten Szenario II (Inflation bleibt hartnäckig), dessen Wahrscheinlichkeit gegenüber Ende letzten Jahres markant zugenommen hat. Noch sind wir aber in Szenario I (Inflation wird schlimmer, bevor sie sich beruhigt), wobei wir nun so langsam in die Inflationsberuhigungsphase kommen müssten. Wie Sie aus den letzten Berichterstattungen bestens wissen, gibt es hierfür schliesslich genügend Gründe (bzw. Eventualitäten), auch wenn dies "nur" auf hohem Niveau (Szenario II) erfolgen dürfte. In dieser Phase müssten dann auch diejenigen Unternehmen profitieren, welche erfolgreich Preiserhöhungen vorgenommen haben und aufgrund von nun tieferen Kosten (Effekt der geringeren Inflation) ihre Margen wieder steigern. Dass dies nicht von heute auf Morgen erfolgen wird, erscheint klar. Schliesslich gibt es immer eine Verzögerung, bis sich solche Effekte in den Quartalergebnissen bemerkbar machen, was für anhaltende Unsicherheit bzw. Volatilität sorgen dürfte. Dafür wird auch der Anpassungsprozess des Marktes auf das neue Normal, welcher sicherlich noch nicht beendet ist, sorgen. Ein Anstieg auf neue Hochs erscheint aus dieser Sicht entsprechend noch nicht angezeigt, was, wie erwähnt, nicht notwendigerweise bedeutet, dass der Markt (viel) tiefer fällt. Gleichzeitig müssen die wohl anhaltenden Schwankungen ausgenutzt werden, um sich zukunftsgerichteter aufzustellen, womit sich also die Frage stellt, ob zumindest eine Bodenzone schon erreicht worden ist.

#### Technische Sicht

Wie einleitend erwähnt, sprechen eine Mehrzahl an Indikatoren für einen Boden, andere sind hingegen noch nicht so weit. Alle diese detailliert und graphisch aufzuführen, würde den Rahmen dieser Berichterstattung definitiv sprengen, weswegen wir uns auf einzelne Aspekte und eine jeweils kurze Auflistung beschränken. Was spricht also **für einen Boden?**

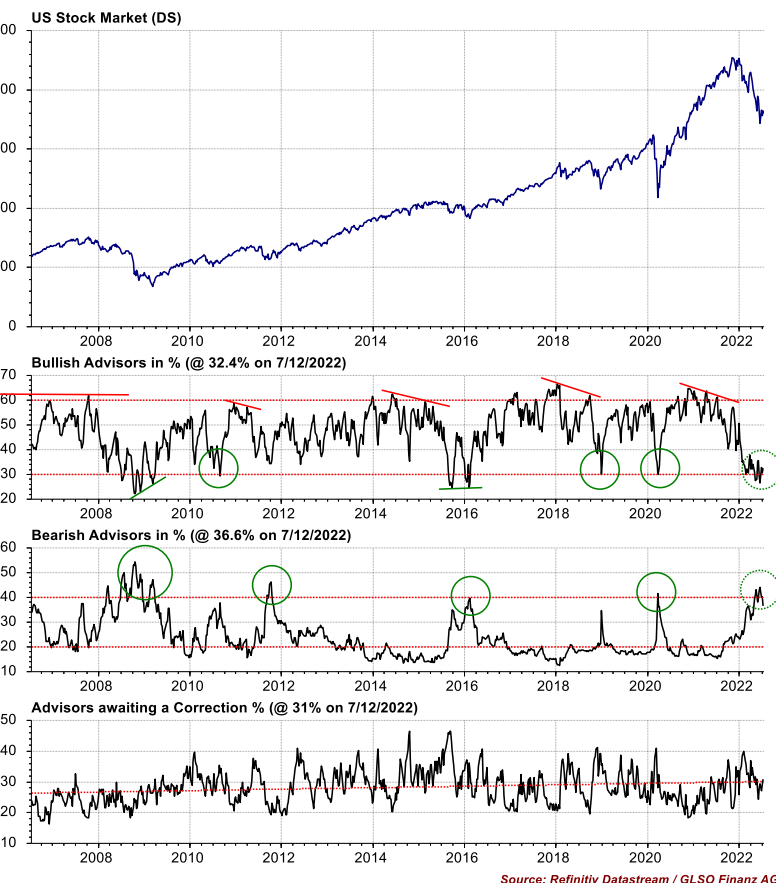
- **Oszillatoren** (Momentum Indikatoren) stehen in diversen Märkten kurz vor einem kurzfristigen Kaufsignal oder haben ein solches schon bestätigt.
- **Marktbreiteindikatoren** haben historische Niveaus erreicht. So z.B. der **Anteil an Aktien** (türkisfarbener, fettmarkierter Text verweist auf eine Graphik) diverser Indizes **über ihrem 50-Tägigen Durchschnitt**. Beim **S&P 500** waren es per 16.06.2022 gerade einmal 1.8%. Werte unter zwei Prozent wurden in den letzten 25 Jahren nur fünfmal

## S&P 500: % of Stocks Above 50 Day Moving Average



erreicht und standen stellvertretend für einen Boden. Ähnliches gilt für Europa und die Schweiz. Auch der **Anteil an Aktien**, welche sich an der **Abwärtsbewegung beteiligt** haben, hat historische Extremwerte erreicht. So partizipierten im S&P 500 Mitte Juni in vier aufeinanderfolgenden Sessions mind. 90% der gehandelten Werte an der Baisse. Am 13.06. wurde mit rund 99% ein Rekord erreicht. In der Regel reichen zwei solche Tage aus (komplette Bereinigung des Marktes), um mindestens eine starke Gegenbewegung auszulösen.

## Investors Intelligence Survey (since 1963)



- **Stimmungsindikatoren** (Kontraindikator) haben die Panikzone erreicht. So z.B. der *Investors Intelligence Survey*, welcher auf Basis von über 100 unabhängigen Newslettern die aktuelle Marktpositionierung des jeweiligen Autors (*bullish*, *bearish* oder Korrektur) bewertet.
- **Spekulant** (d.h. nicht kommerziell aktiv) auf Indizes an den **Terminbörsen** haben sich erstmals defensiv positioniert und sind *net short* (d.h. mehr Leerverkaufspositionen). Dies ist im Sinne eines Kontraindikator zu verstehen.
- **Small Caps** scheinen sich zu stabilisieren, womit die Risikoaversion zumindest nicht zuzunehmen scheint.

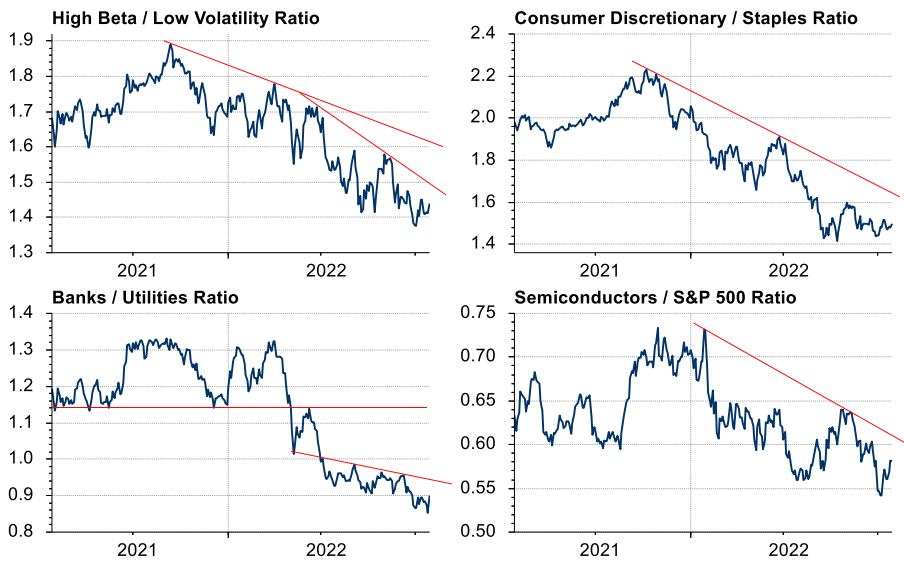
- Der **säkulare Bullenmarkt** ist immer noch intakt.

Es gilt zu verstehen, dass mit Ausnahme der Oszillatoren die aufgeführten Instrumente zwar keine Aussage über das *Timing* zulassen, aber dennoch bei oder in der Nähe von bedeutenden Böden ähnliche Werte erreichten. Die Annahme, dass es sich also effektiv um einen Boden handelt, erscheint folglich aus dieser Sicht zumindest plausibel. Nun, zum dem was **gegen einen Boden** spricht:

- Die **Dow Theory** hat im Mai ein Verkaufssignal ausgelöst. Hierfür müssen sowohl der DJ Industrial als auch der DJ Transportation Index ein vorangegangenes, bedeutendes Tief (hier September 2021), sich zeitnah bestätigend, nach unten durchbrechen, was erfolgt ist. Die *Dow Theory* ist nicht immer richtig, aber häufiger richtig als falsch. Da jedoch andere Indikatoren kein langfristiges Verkaufssignal generiert haben, was in der Regel der Fall sein müsste, liegt die Vermutung nahe, dass es sich um eine vorübergehende Konstellation handelt. Dies muss sich aber zuerst bewahrheiten.
- Der **CBOE Volatility Index (VIX)** ist ein Mass für die in den kommenden 30 Tagen erwartete (implizite) Volatilität (Schwankungsbreite) des S&P 500. Historisch koinzidierten Werte über 40 mit bedeutenden Markttiefs. Zur Zeit liegt der VIX bei rund 24 und hat keinen Ausschlag über 40 verzeichnet. Anzumerken ist, dass dies nicht immer der Fall sein muss, wie z.B. im Dezember 2018 als die FED ebenfalls die Zinsen erhöhte und der Markt gemessen am S&P 500 innerhalb von 65 Sessions 20.21% an Wert verlor.
- Das **Verhältnis risikoreicherer gegenüber defensiveren Sektoren** (nächste Seite) zeigt, dass das Defensive weiterhin dominiert und damit, dass das Vertrauen des Marktes noch nicht geweckt ist. Hierfür müssten zumindest die kurzfristigen Trends (**rote**

## Risk Appetite: Defensives vs Risk

S&P 500 Indices, Updated as of 7/15/2022



**Linien**) nach oben durchbrochen werden.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass zwar realistische Chancen auf einen Marktboden bestehen, aber der letzte Zweifel nicht ausgeräumt ist, dass der Markt diesen Boden zumindest nochmals testen wird. Dies passt zu den Ausführungen im vorherigen Abschnitt, welche an ein nachhaltiges Aufbrechen zu neuen Hochs noch zweifeln lassen. Schliesslich bleibt die Unsicherheit hoch und der Beweis, dass sich die Inflation auch tatsächlich beruhigen wird (erste Anzeichen erkennbar), steht noch aus, womit die geldpolitische Gefahr von unerwartet starken Zinserhöhungen (also über das heutige bekannte Ausmass) noch nicht aus den Köpfen der Marktteilnehmer gebannt ist. Während die ersten Leser nun die Stirn runzeln dürften, nehmen wir aus diesem Abschnitt mit, dass sich der Markt zumindest für eine starke Gegenbewegung positioniert hat (welche zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Berichts gestartet zu sein scheint). Nun fehlt zur Bestätigung unserer Annahme noch die fundamentale Seite des Marktes.

### Fundamentale Sicht

Auch in diesem Abschnitt würde es uns leicht fallen uns zu verlieren, schliesslich gilt es viele Aspekte zu beleuchten. Wir möchten uns an dieser Stelle auf die Unternehmensgewinne und damit zusammenhängend die Aktienbewertung konzentrieren.

Ausgangspunkt ist die im Abschnitt das neue Normal getroffene Aussage, dass es immer eine Verzögerung gibt bis sich solche "Effekte" in den Quartalergebnissen bemerkbar machen. Das Wort Effekte bezieht sich dabei auf die unterschiedlichen Phasen des Szenarios I. Die erste Phase bestand darin, dass die "Inflation zunächst schlimmer wird". Während es plausibel ist anzunehmen, dass die Spitze diesbezüglich erreicht worden ist (vgl. die letzten Berichterstattungen), dürften die

Unternehmensergebnisse diesen Umstand (und damit zusammenhängend die Zinserhöhungen und die wirtschaftliche Abflachung) weiterhin, wenn nicht sogar verstärkt, reflektieren. Es ist also davon auszugehen, dass die Analysten, wie es in der Vergangenheit immer der Fall war, mit einer Revidierung ihrer Analysen bzw. der geschätzten Gewinne nach unten beginnen. Dies müsste sich zunächst negativ auf die Märkte auswirken (obwohl vieles bereits eingepreist scheint), was wiederum noch nicht für einen nachhaltigen Startschuss auf neue Hochs spricht. Schliesslich sind die Unternehmensgewinne der Haupttreiber der Markttrenditen. Gleichzeitig muss aber verstanden werden, dass die stärksten Markterholungen von sich ausweitenden

Bewertungen befeuert werden. Sehen sie selbst ([What drives Stock Market Returns?](#)) auf der nächsten Seite. Während der letzten zwei Rezessionen (2009, 2020) haben die Markttrenditen (oberstes Feld, auf zwölf Monatsbasis) ins Positive gedreht noch bevor die Gewinne (mittleres Feld) die Talsohle erreicht haben. Dies aufgrund von sich wieder ausweitenden Bewertungen (unterstes Feld, Preis/Gewinn-Verhältnis S&P 500), da der Markt sich nicht mit der Vergangenheit befasst, sondern die Zukunft (rund sechs Monate) diskontiert. Der Markt wird also seinen Boden erreichen, noch bevor die Gewinne dies tun. Das ist so klar wie Klossbrühe, was aber nicht für das Wann gilt. In der Graphik ist erkennbar, dass das Wann in den letzten sechs Jahren bei einer Bewertung von 14-16x P/E erfolgte. Dabei gilt es festzuhalten, dass wir in diesem Zeitraum einiges an Negativem erleben mussten. 2015 bis 2016 belasteten u.a. Chinas schwaches Wirtschaftswachstum, der starke Rückgang in den Ölpreisen und die Staatsschuldenkrise in Griechenland. 2018 änderte die FED ihren geldpolitischen Kurs und erhöhte viermal die Leitzinsen. 2020 sollte allen noch ausreichend bekannt sein. Diese Bewertungszone erscheint als Boden also einigermaßen realistisch. Zurzeit befinden wir uns bei einem Niveau von 17.7 (18.07.), womit die Bewertung ihren Tiefpunkt noch nicht ganz erreicht zu haben scheint. Nichtsdestotrotz hat der Markt bereits viel Negatives eingepreist.

Dies deckt sich somit mit den obigen Analysen. Ein Boden ist also durchaus möglich, aber eine nachhaltige Bewegung scheint noch nicht in den Karten zu sein. Die Analysen legen entsprechend nahe, dass die allfällige (technisch angezeigte) Gegenbewegung eher kurzfristiger Natur sein wird und diese ausgenutzt werden sollte, um sich von Positionen, welche im neuen Normal keine Berechtigung mehr haben, zu trennen und anschliessend geduldig die Schwankungen (evtl. Test der bestehenden Tiefs)



# What drives Stock Market Returns?

S&P 500 Index, Updated as of 7/15/2022



abzuwarten, um sich mit neuen Positionen für das neue Normal und eine nachhaltige Bewegung nach oben zu positionieren. Eine solche dürfte dann folgen, wenn sich das Narrativ rund um den Russland/Ukraine Krieg, den Lock-down in China und damit (u.a.) zusammenhängend die Inflation sich ändert. V.a. letzteres dürfte im Falle einer überzeugenden Verbesserung den Ausschlag für einen beständigen, zumindest mittelfristigen Boden geben (unter Szenario I, zweite Phase), sofern wir bis dahin nicht in einer schweren Rezession landen.

Tatsächlich hat das Risiko einer Rezession (Szenario III) zugenommen, scheint aber aufgrund der mehr als nur soliden Situation am Arbeitsmarkt und des immer noch intakten Konsums (schauen sie sich die Flughäfen und Hotels an), eher für nächstes Jahr ein Thema zu sein. Zudem gilt es zu bedenken, dass es eine Verzögerung von i.d.R. mindestens sechs bis neun Monaten gibt bis die wirtschaftlichen Aktivitäten auf die monetären Anpassungen reagieren. Damit scheint Q2/Q3 2023 ein möglicher Zeitraum zu sein. Des Weiteren möchten wir darauf hinweisen, dass eine Rezession mehr als "nur" eine Kontraktion des BIP über zwei Quartale ist. Hierzu benötigt es auch einen Anstieg der Arbeitslosigkeit, einen sinkenden

Einzelhandelsumsatz, schrumpfendes Einkommen und eine fallende Produktion. Offenkundig ist dies noch nicht der Fall. Eine "schwere" Rezession ist damit noch nicht angezeigt. Natürlich werden wir die Situation weiterhin genauestens verfolgen.

Was uns zurzeit viel wichtiger erscheint, als darüber zu philosophieren ob, wann und wie eine Rezession erfolgen kann, ist die Frage wie weit die Zinsen im neuen Normal gehen werden bzw. wie stark die Notenbanken die strukturelle Inflation unter Szenario II bekämpfen werden. Schliesslich dürfte dies am Schluss ausschlaggebend sein, ob es zu einer schweren Rezession kommt oder nicht und ob aus diesem zuvor bezeichneten mittelfristigen Boden auch ein langfristiger wird. Damit wären wir gezwungen noch "kurz" das Thema Inflation aufzunehmen.

## Strukturelle Inflationsbekämpfung

### Ausgangslage

Aus Marktsicht liegt das Hauptproblem der hohen Inflation in der Angst vor einem unterwarteten, zu aggressivem Vorgehen der Zentralbanken und einem dadurch

ausgelösten Abwürgen der Konjunktur (*Hard Landing*), welche sich immer noch von den Folgen von Corona erholt. Gleichzeitig befürchtet der Markt aber auch, dass bei einem zu verhaltenen Vorgehen die Inflation weiterhin aus dem Ruder läuft, was dann ebenfalls die Konjunktur kollabieren lassen würde. Keine einfache Situation. Man kann es drehen, wie man will, die Inflation muss sich also beruhigen. Doch was ist, wenn die Inflationsrate (unter Szenario I, Phase 2) sich nicht auf das gewünschte Ziel der Notenbanken (2%) zurückzieht (Szenario II)? Wie werden sie dann reagieren?

Als kurze Randnotiz: Die FED erwartet, gemessen an den persönlichen Konsumausgaben (PCE) für 2023 eine Inflation von 2.6% (im Mai bei 6.3%!) und für 2024 2.2%. Die EZB ihrerseits visiert, ausgehend vom Harmonisierten Konsumentenpreisindex (HICP) und bei Ausbleiben schwerwiegender Störungen der Energieversorgung, für 2023 3.5% (im Juni bei 9.6%!) sowie 2.1% 2024 an. Die Frage ist also berechtigt!

### Paul Volcker

Um dies zu beantworten, möchten wir auf die Frage eingehen, ob die Inflation tatsächlich ausschliesslich monetär bekämpft werden kann. Hierfür erinnern wir Sie an die 1970er und 80er Jahre und etwas spezifischer an das aggressive Vorgehen von Paul Volcker (von 1979 bis 1987 Vorsitzender der FED) zur Inflationsbekämpfung. Bei seinem Amtsantritt war dieser sogleich gefordert. Die Inflation betrug rund 9% und schoss im April 1980 auf fast 15% hoch, gleichzeitig grassierte die Arbeitslosigkeit (bei seinem Amtseintritt rund 6%, Höhepunkt Ende 1982 mit fast 11%), was heute (3.6%) nicht der Fall ist. Volcker war determiniert, das Rückgrat der Inflation zu brechen und hob die Zinsen auf stratosphärische Höhen an. Er hatte auf den ersten Blick Erfolg und leitete hierdurch einen fast 40-jährigen wirtschaftlichen Boom ein. Doch was, wenn andere Faktoren determinierend und nicht die Zinsen das ultimative Instrument zur erfolgreichen Inflationsbekämpfung waren?

### Determinierende Faktoren

Wir möchten an dieser Stelle keinen Aufsatz schreiben und fokussieren uns deshalb auf eine Auflistung der Faktoren:

- Der starke **Preisanstieg für Rohöl** war einer der Hauptfaktoren für die Inflation der 70er Jahre. Nun ist es aber so, dass hohe Preise auch eine höhere Produktion inzentivieren. Das Problem war nur, dass die amerikanische Politik dem im Wege stand. Erst als Ronald Reagan 1981 die staatliche Ölpreiskontrolle und die (idiotische) *Windfall Profit Tax* (Zufallsgewinnsteuer auf Energiekonzerne), übrigens auch hierzu-lande ein heiss diskutiertes Thema, abschaffte, sprang

die Produktion rapide an. Der Markt wurde trotz verzweifelter Produktionskürzungen seitens OPEC mit Erdöl überschwemmt und der Preis kollabierte. Man kann also festhalten, dass nicht die Zinserhöhungen, sondern die deregulierende Politik für die Abnahme des Rohölpreises verantwortlich war.

- 1981 verabschiedete Reagan diverse **Budget- und Steuerpakete**, welche die Steuern senkten und die Unternehmensinvestitionen ankurbelten. Dadurch wurden die Produktion und damit das Angebot erhöht, was letztlich dabei half die Inflation zu zähmen. Entsprechend war das Handeln der Wirtschaftspolitik und nicht die Zinserhöhungen ausschlaggebend.
- Diverse **Deregulierungen im Transportwesen** (Eisenbahn, LKW-Transport und Fluggesellschaften) Ende der 70er und Anfangs der 80er Jahre entfachten einen dramatischen Preiswettbewerb sowie einen Innovations- und Investitionsschub. Hierdurch kollabierten die Preise für Transport, womit auch hier wieder die Politik und nicht die Zinserhöhungen für den Effekt verantwortlich war.
- Auch Reagans **hartes Vorgehen** gegen die (streichende) Interessenvertretung der **Fluglotsen** 1981 hatte seinen Verdienst. Dies reduzierte zwar die Löhne für eine ganze Generation an Arbeitern, war aber sicherlich nicht inflationär. Gleichzeitig beschleunigte sein Vorgehen den Untergang der Gewerkschaftsbewegungen und, noch wichtiger, deren militantes Vorgehen, was letztlich zu einer höheren Effizienz und damit zu tieferen Kosten für den Konsumenten führte. Auch hier hatten nicht die Zinserhöhungen ihre Hand im Spiel.
- Zu guter Letzt müssen die **Babyboomers**, i.P. die zunehmende Geburtenrate nach dem Weltkrieg, erwähnt werden, welche zu diesem Zeitpunkt um die 36 Jahre alt waren und zur massiven Ausweitung der arbeitenden Bevölkerung beitrugen. Hierdurch reduzierten sich die Löhne, was sich positiv auf die Inflation auswirkte.

Es reicht, wir glauben Sie verstehen, worauf wir hinauswollen. War nun die kurzfristige, scharfe Zinserhöhung, welche ein paar Jahre später wieder rückgängig gemacht wurde oder waren die langfristigen wirtschaftspolitischen Massnahmen und politischen Deregulierungen, welche das Angebot entfesselten durch die Schaffung von gesundem Wettbewerb und höhere Effizienz für die Abnahme der Inflation verantwortlich? Nun offensichtlich war es nicht Volcker allein, sondern eine Kombination, wobei unserer Ansicht nach die Politik und Wirtschaftspolitik mehr Lob verdient. Das gibt uns zu denken!

### Heute

Die Parallelen zur heutigen Situation sind frappierend. Auch heute sind wir politisch vom Wahn befallen, alles

und jeden regulieren zu müssen (die politischen Technokraten lassen grüssen) und die Schuld für die Inflation allein auf die Geldpolitik zu schieben, erscheint zu einfach. Entsprechend stellt sich die Frage, ob die heutige Bekämpfung nur der Geldpolitik überlassen werden sollte oder ob nicht vielleicht doch die Politik im Allgemeinen und die Wirtschaftspolitik die Inflation kontrollieren. Natürlich ist das Zusammenspiel zwischen diesen drei Elementen gross, aber es lässt sich schlussfolgern, dass die Zinsen evtl. gar nicht so stark hochgeschraubt werden müssen, wie dies der Markt befürchtet, sofern die Politik sich ihrer Verantwortung bewusst wird. Schliesslich scheinen Zinsen keinen Einfluss auf den Ölpreis zu haben und ein zu harsches Eingreifen der Notenbanken könnte entsprechend ein Fehler sein bzw. sogar verhindert werden. Hoffentlich wissen das die betroffenen Akteure!

Nun, das Risiko von "Fehlern" ist und bleibt gross (Einsicht ist halt so eine Sache) und muss unter Szenario II ernst genommen werden. Entsprechend sehen wir uns gezwungen, auch wenn Szenario I, Phase 2 eintritt, die Entwicklung der Inflation und das Verhalten der Akteure genauestens im Blick zu behalten. Zuvor nehmen wir aber eine schon allein dem Basiseffekt geschuldete Beruhigung gerne an!

## FAZIT

Die Inflation hat uns alle weiterhin im Griff. Eine Beruhigung erscheint plausibel und dürfte im Falle einer überzeugenden Verbesserung dem Markt, zumindest vorübergehend, Vertrauen in das Handeln der geldpolitischen Akteure zurückgeben. Bis dies der Fall ist, darf einer technisch angezeigten Gegenbewegung nicht getraut werden, da die anhaltende Unsicherheit gegenüber der Geldpolitik und der Konjunktur weiterhin für Schwankungen sorgen wird. Auch ist ein erneuter Test oder gar ein (leichtes) Unterbieten der Tiefs ist nicht ausgeschlossen, weil nicht alle technischen Indikatoren grünes Licht geben. Dies gilt umso mehr, als auch fundamental betrachtet die Unternehmensbewertungen noch nicht die mögliche Bodenzone erreicht haben. Viel scheint hierfür jedoch nicht zu fehlen, womit so einiges bereits eingepreist ist. Es darf nicht vergessen werden, dass die Bewertungen die Kurse befeuern werden, noch bevor die Gewinne die Talsohle durchschritten haben. Dies gilt natürlich nur, insofern wir nicht in einer schweren Rezession landen, was in dieser Form noch nicht angezeigt ist. Realistischer erscheint eine kurze Rezession im zweiten oder dritten Quartal 2023, weil es ungefähr diese Zeit brauchen wird bis sich die geldpolitischen Massnahmen in den wirtschaftlichen Aktivitäten widerspiegeln. Aber auch das steht noch in den Sternen, da hierfür die Situation am Arbeitsmarkt und der Konsumenten noch (zu) stabil ist. Wir haben zumindest noch nie so ein reges Treiben an den Flughäfen, Hotels und Läden während einer Rezession feststellen können.

In der Zwischenzeit, also bis sich die Inflation überzeugend verbessert, sollten Bewegungen ausgenutzt werden, um sich bzw. ein Portfolio auf ein neues Normal einzustellen. Nach 40 Jahren mit moderaten bis niedrigen Inflations- und Zinsraten müssen wir uns auf eine neue Realität einstellen. Sie sind zurück! Es stellt sich die Frage, welches Ausmass diese Konstellation erreichen wird, was damit zusammenhängt, wie weit sich die Inflation aufgrund der getroffenen Massnahmen, eines evtl. Waffenstillstandes im Russisch-Ukrainischen-Krieg, sich verbessernden Lieferketten oder weil China mit seiner Null-Covid-Toleranz-Politik aufhört, beruhigen kann. Dies wird entscheidend sein, ob ein mittelfristiger auch zu einem langfristigen Boden wird. Die Gefahr ist schliesslich gross, dass das Niveau über dem langfristigen Inflationsziel der Zentralbanken von 2% bleibt und sich diese entsprechend veranlasst sehen die Zinsen, wie dazumal Paul Volcker, in stratosphärische Höhen hochschnellen zu lassen. Dies dürfte sich als Fehler erweisen, da zur Bekämpfung einer strukturellen Inflation nicht nur die Geldpolitik, sondern auch ein politisches Umdenken (z.B. Deregulierung) und wirtschaftspolitisches Handeln (z.B. Unternehmenssteuersenkungen) von Nöten ist. Reagan hat dies in den 80er Jahren in den USA vorgemacht. Hoffentlich erkennen das die heutigen Protagonisten dieser drei Elemente auch!

In Anlehnung daran, dass sich die Politik im Allgemeinen und die Wirtschaftspolitik ihrer Rollen in der Inflationsbekämpfung bewusst werden und hierfür die notwendigen Strukturen schaffen sollten - diese Aufgabe kann nicht allein von der Geldpolitik angegangen werden, was aber zuerst eingesehen werden müsste -, verabschieden wir uns mit den weisen Worten von Lucius Annaeus Seneca (römischer Philosoph, Dramatiker, Naturforscher, Politiker und Vertreter der stoischen Schule, †65 n. Chr. irgendwo in der Nähe Roms): "Errare humanum est, sed in errare perseverare diabolicum", also Irren ist menschlich, aber auf Irrtümern zu bestehen ist teuflisch. Fehler sind also vermeidbar!

Freundliche Grüsse



Dr. Gianluigi Socchi



Igor Socchi



Philipp Wille

#### Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der GLSO Finanz AG (nachfolgend «GLSO») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. GLSO gibt jedoch keine Zusicherung bezüglich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dessen Inhalts und lehnt jede Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Informationen ab. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen der GLSO zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und ist ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse oder die Finanzlage eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Es stellt weder eine Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. GLSO empfiehlt dem Empfänger, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen professionellen Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, die jeweiligen finanziellen Risiken sowie auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliches Einverständnis der GLSO weder stellenweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, denen der Zugang zu solchen Informationen unter der geltenden Gesetzgebung aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes untersagt ist. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Die bisherige Performance einer Anlage und historische Finanzmarktszenarien stellen keine Garantie für zukünftige Performanceentwicklungen dar. Bei Anlagen in Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden.