



Schweden hat es geschafft, eine erfolgreiche Start-up-Kultur zu etablieren. Prinz Daniel von Schweden (Dritter v.l.) und Kronprinzessin Victoria (in Pink) führen Besucher durch den Co-Working-Hub im Norrskens-Haus, Stockholm.



Eine Fähre von Blue Star Ferries in Piräus, Griechenland. Seit 2016 ist die chinesische Reederei Cosco Mehrheitseigner des Hafens. Dank den Investitionen ist Piräus zum wichtigen Güterschlagzentrum im Mittelmeerraum geworden.

Long-Short kehrt zurück

FONDS Anleger müssen Strategien wählen, die von steigenden und fallenden Kursen profitieren.

Malte Heiningner

Weltweit hatten Aktien, Anleihen und Vermögenswerte im Allgemeinen über die letzten zehn Jahren einen sehr guten Lauf. Immer niedrigere beziehungsweise negative Renditen aus Staatsanleihen und ein Überschuss an Liquidität führten zu einer Inflation von Vermögenswerten und einer Erhöhung des KGV, während preiswerte Energie und die durch zunehmende Globalisierung bedingten günstigen Arbeitskräfte sowie niedrigere Steuern die Gewinne ansteigen ließen. Wer auf eine Long-Position – in egal welcher Anlageklasse – idealerweise mit Hebelwirkung, setzte, verfolgte die richtige Strategie.

Die Rückkehr der Inflation beendet diese Phase jedoch abrupt und veranlasst Investoren, sich nach alternativen Strategien umzusehen, wobei insbesondere Long-Short-Aktienstrategien wieder in den Vordergrund rücken sollten.

QUITTING IST NUN ANGEKOMMEN Die Quittung für die geld- und fiskalpolitischen Exzesse der Ära nach der Finanzkrise ist angekommen. Alle für den Anstieg der Vermögenspreise verantwortlichen Faktoren geraten ins Wanken.

Der Krieg in der Ukraine und die daraus resultierende Energiekrise haben zu einem starken Anstieg der Energiekosten

geführt. Die Pensionierung der Babyboomer, eine strengere Einwanderungspolitik und eine politisch motivierte Kehrtwende der Globalisierung haben die Arbeitskosten und die Lohninflation in den entwickelten Märkten strukturell erhöht. Die daraus resultierende Inflation sowohl bei Löhnen als auch bei Energiekosten hat die Inflation auf den höchsten Stand seit mehreren Jahrzehnten gebracht und so die Zentralbanken gezwungen, die Zinsen zu erhöhen, was zu höheren Zinsausgaben und schliesslich zu höheren Steuern führt, da die Regierungen für ihre wachsende Zinslast aufkommen müssen.

KEINE EINFACHE LÖSUNG IN SICHT Dies führt dazu, dass sowohl die Multiplikatoren als auch die Gewinnspannen sinken. Hinzu kommt, dass die Zinssätze in einer sich abkühlenden Wirtschaft steigen, in der die Verbraucher, besonders in Europa, durch höhere Energiepreise und höhere Zinssätze unter Druck geraten.

Dies wird durch die Stärke des US-Dollars gegenüber den lokalen Währungen noch verstärkt und hat zum bisher schlechtesten Jahresauftakt für die weltweiten Vermögenspreise seit Jahrzehnten geführt.

Leider gibt es keine einfache Lösung für diese schwierige Situation, und eine schnelle Rückkehr zu einem Investitionsfeld mit Nullzinsen ist sehr unwahrscheinlich. Steigende Zinsen und eine

globale Rezession werden dazu führen, dass die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen sinkt, aber sie werden weder die Energiekrise noch die strukturelle Verknappung auf dem Arbeitsmarkt lösen. Da die expansive Geldpolitik der letzten zehn Jahre keinen Einfluss auf die gemessene Inflationsrate hatte, ist es nicht zwingend plausibel, davon auszugehen, dass steigende Zinsen das Inflationsproblem lösen werden. Wie der Federal Reserve-Vorsitzende (Fed) Jerome Powell immer wieder betont, ist die Inflation extrem komplex, und viele Faktoren liegen nicht im Einflussbereich des Fed.

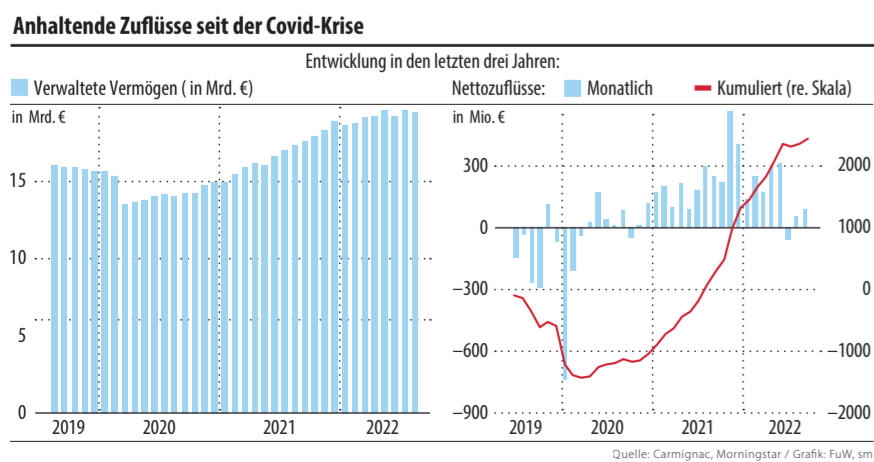
Aus all diesen Gründen bleibt das Umfeld für Vermögenswerte schwierig. Allerdings bietet eine Krise in der Regel auch attraktive Investitionsmöglichkeiten, und über einen überschaubaren Zeithorizont werden einzelne Unternehmen deutlich an Wert gewinnen, während andere scheitern werden. Da sich Anleger jedoch nicht auf den kräftigen Rückenwind der Zentralbanken verlassen können, den sie in der Vergangenheit erlebt haben, ist es sinnvoll, auf Strategien zu setzen, die sowohl von steigenden als auch fallenden Kursen profitieren können.

NEUES PARADIGMA

Seit der Covid-Krise lässt sich ein verstärktes Investoreninteresse an Strategien feststellen, die die Gesamtmarktrisiken verringern können. Die Zuflüsse in europäische Long-Short-Aktienfonds sind seit der Covid-19-Krise stetig gestiegen, laut Morningstar von 13,3 Mrd. € auf 19 Mrd. € zwischen April 2020 und August 2022. Anleger sind nach wie vor unsicher, in welche Richtung sich der Markt entwickeln wird und wie sie von diesem neuen Paradigma profitieren können.

In diesem Kontext können Long-Short-Aktienfonds mit einer starken Erfolgsbilanz auf der Short-Seite vom aktuellen Umfeld profitieren und den Abwärtsschutz bieten, den Investoren benötigen. Was alt ist, ist wieder neu – für die guten Leerverkäufer.

Malte Heiningner, Portfoliomanager Long-Short Equities, Carmignac



Ein Fluch und ein Segen zugleich

TAKTIK Europa ist derzeit strukturell im Nachteil.

Thomas Heller

Die Schaffung des europäischen Binnenmarktes und die Einführung des Euros standen je nach Lesart für das Versprechen, die Hoffnung, die Vision oder die Gewissheit, dass ein Wirtschafts- und Währungsraum entstehen würde, der es mit den USA aufnehmen kann. Gut zwanzig Jahre nach dem Start des Euros fällt die Bilanz enttäuschend aus, der alte Kontinent kann mit den USA nicht mithalten.

Der Euro hat die Vergleichbarkeit der Preise zwischen den Ländern des Währungsraums und damit den Wettbewerb erhöht sowie die Transaktionskosten reduziert. Eine gute Basis für überdurchschnittliche Produktivitätsfortschritte. Doch die Eurozone bleibt diesbezüglich im Wettlauf mit den USA deutlich zurück (vgl. Grafik). Das schlägt sich auch im Wirtschaftswachstum nieder. Die amerikanische Wirtschaft ist real in den letzten zwanzig Jahren mehr als doppelt so viel gewachsen wie die der Eurozone.

«Der Vertiefung der europäischen Integration sind Grenzen gesetzt.»

Das Hinterherhinken Europas lässt sich auch an der Kursentwicklung an den Aktienmärkten ablesen. Während der amerikanischen Aktienmarkt seit 2002 gemessen am S&P 500 jährlich deutlich mehr als 7% zugelegt hat, fällt der Wertzuwachs in der Eurozone mit gut 2% pro Jahr wesentlich bescheidener aus.

Ein Teil dieser Differenzen zwischen den USA und Europa ist auf die unterschiedliche Zusammensetzung der Realwirtschaft beziehungsweise des Aktienmarktes zurückzuführen. Zukunftsreiche, innovationsstarke Sektoren sind in den USA klar stärker vertreten als auf

dem alten Kontinent. Aber auch die Ländergrenzen beziehungsweise die nationalen Rahmenbedingungen hemmen relativ zu den USA die Produktivität und das Wachstum. Dies trotz Binnenmarkt und Einheitswährung. Der Euro bildet eine Klammer um die europäische Integration, als «greifbares Symbol der europäischen Identität» (Zitat EU).

Er ist allerdings Fluch und Segen zugleich. Segen, weil er das Leben vereinfacht und, wie beschrieben, weil er Preisvergleiche erleichtert, den Wettbewerb erhöht und die Transaktionskosten reduziert. Davon profitieren private Haushalte und auch die Unternehmen.

FEHLKONSTRUKTION EURO

Er ist hingegen auch ein Fluch, weil schlicht eine Fehlkonstruktion. Damit ist weniger die Währung selber als vielmehr der strukturelle Rahmen gemeint. Euro-kritische Stimmen monieren oft, die Eurozone sei kein optimaler Währungsraum. Die regionalen Unterschiede seien zu gross, als dass eine gemeinsame Währung die zitierte Klammer um die Mitgliedsstaaten bilden könnte.

Das ist jedoch nicht der Punkt. Die regionalen Unterschiede innerhalb der USA, die sich solchen Vorwürfen nicht ausgesetzt sehen, sind kaum geringer als in der Eurozone. Doch es gibt wesentliche strukturelle Unterschiede zwischen dem Bundesstaat USA und dem Staatenbund EU. So belaufen sich die Ausgaben der Bundesregierung in den USA – die nicht als übermäßig zentralisiertes Land gelten – auf rund die Hälfte aller Staatsausgaben (Bund, Bundesstaaten, Gemeinden). Das EU-Budget entspricht hingegen nur wenigen Prozentpunkten sämtlicher Staatsausgaben der EU-Länder. Es gibt somit zwar für 85% der EU eine gemeinsame Geldpolitik, die Fiskalpolitik wird hingegen zu über 95% in den einzelnen Ländern gemacht.

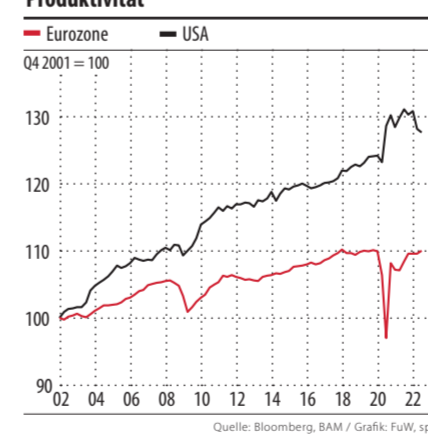
Die EU sowie die Institutionen der Eurozone haben folglich nur beschränkte fiskalpolitische Gestaltungsmöglichkeiten. Zudem sind die Arbeitnehmer in den USA um einiges flexibler. Denn in der EU

Es bieten sich aber Chancen für mutige Anleger.

Kurs-Gewinn-Verhältnis Euro Stoxx



Produktivität



hemmen stark regulierte Arbeitsmärkte und sprachliche Hürden die Mobilität. Ein Kalifornier zieht eher nach New York als ein Portugiese nach Finnland. Das erschwert die Anpassungsprozesse zwischen den Regionen bei unterschiedlicher wirtschaftlicher Entwicklung. Und wegen der Einheitswährung fehlt der Wechselkurs als ausgleichendes Ventil.

Das Subsidiaritätsprinzip – die Delegation von Aufgaben an die kleinste mögliche Einheit – ist im Grunde richtig. Doch soll der Euro nicht nur ein politischer Willensakt bleiben, sondern effektiv eine Klammer bilden, sind Forderungen, wie besonders der französische Präsident Macron sie immer wieder vor-

bringt, eigentlich richtig. Macron möchte die europäische Integration vorantreiben und die Eurozone in Richtung einer Fiskalunion entwickeln. Die Initiierung des Programms NextGenerationEU (NGEU) im Jahr 2020 zur Behebung der Coronaschäden ist ein Schritt in diese Richtung. Das NGEU-Paket, beziehungsweise seine Finanzierung über gemeinschaftliche Schulden, ist allerdings kaum der Beginn von mehr Fiskalunion. Es bleibt eine aussergewöhnliche Massnahme in aussergewöhnlichen Zeiten.

Die Zeit für die Abgabe nationaler Souveränität, die Vergemeinschaftung von Schulden und die Ausweitung von Transferzahlungen ist nicht reif und politisch kaum durchsetzbar. Der Vertiefung der europäischen Integration sind somit Grenzen gesetzt. Der Euro bleibt eine Fehlkonstruktion.

EUROPAS DEFIZITE ALS CHANCE

Was heisst das für Anleger? Strategisch spricht wenig für den Euroraum oder die EU als Ganzes. Die erwähnten strukturellen Faktoren werden nicht von heute auf morgen verschwinden. Derzeit kommen die grössere Betroffenheit vom Ukrainekrieg, seine Folgen für die Energieversorgung und letztlich die daraus resultierende stärkere konjunkturelle Abkühlung (um nicht zu sagen Rezession) hinzu. Es gibt somit auch taktisch wenig Argumente für ein starkes Engagement in Europa. Wobei genau hier auch eine Chance für europäische Anlagen liegt.

Dass man Europa «nicht haben muss», ist Konsens, alle sind untergewichtet. Das heisst aber auch, dass in den Kursen viel Negatives eingepreist ist. Zudem sind die Bewertungen günstig. Schon eine geringfügige erwartete oder effektive Verbesserung der Lage kann den Kursen Auftrieb verleihen. Gänzlich auf europäische Anlagen zu verzichten, ist folglich nicht angezeigt. Mutige Investoren könnten gar den Einstieg wagen.

Thomas Heller, CIO und Mitglied der Geschäftsleitung, Belvédère Asset Management

Mit natürlichen Ressourcen

OBLIGATIONEN Unternehmen, die ihr Nachhaltigkeitsprofil verbessern, werden am Markt belohnt.

Matthew Bullock und Sabrina Geppert

Der Umgang mit den aktuell ansteigenden Lebenshaltungskosten und der Energiekrise hat Regierungen weltweit in ein Dilemma bezüglich ihrer Nachhaltigkeitsziele manövriert. Es stellt sich die Frage, was den Regierungen und Gesellschaften wichtiger ist, die Versorgung der Industrie und Bevölkerung, indem kurz- und mittelfristig die Nutzung fossiler Brennstoffe erhöht wird, oder sich auf die langfristige ökologische Nachhaltigkeit zu konzentrieren und das Risiko der Energieknappheit einzugehen. Eine einfache Lösung dafür gibt es nicht. Politiker auf der ganzen Welt dürften beide Wege anstreben – auch wenn sie sich auf den ersten Blick ausschliessen.

Die Umsetzung nachhaltigen Investierens wird zu einem monumentalen Strukturwandel führen, der in diesem Jahrhundert eine besondere Rolle spielen wird. Dies wird sich vor allem in den Bereichen natürliche Ressourcen, Technologie und Obligationen spiegeln.

BEISPIEL VIEHHALTUNG

Mehr als 120 Länder haben sich dem Ziel verschrieben, bis 2050 ihre Treibhausgasemissionen zu reduzieren. Dies erfordert einen drastischen Wandel in der Art und Weise, wie Gesellschaften und Volkswirtschaften produzieren und konsumieren. Natürliche Ressourcen sind eines der Kernelemente. So kann etwa der wachsende Bedarf an künftigen Energiequellen nur durch natürliche Ressourcen gedeckt werden. Jede Windturbine, jedes Elektrofahrzeug, jedes Solarpanel wird aus natürlichen Ressourcen hergestellt. Die Identifikation dieser Ressourcen und Investitionen in Unternehmen, die sie auf verantwortungsvolle Weise abbauen, bieten auf lange Sicht bedeutende Chancen.

Beispiel für die Relevanz natürlicher Ressourcen ist die Viehhaltung: Auf die Rinderhaltung entfallen etwa 65% aller Emissionen aus der Viehhaltung. Eine Senkung dieser Emissionen hätte einen spürbaren Einfluss auf das Erreichen des

Futtermittelzusätze hemmen die Methanproduktion um ca. 30%

Die Verfüterung an eine Kuh spart den Gegenwert von 127 000 Smartphone-Ladungen.

Die Verfüterung an drei Kühe entspricht der Ausserbetriebnahme eines Familienautos.

Die Verfüterung an 1 Mio. Kühe ist vergleichbar mit der Anpflanzung eines Waldes mit 45 Mio. Bäumen.

Quelle: Janus Henderson / Grafik: F&W, sp

Netto-Null-Ziels. Ein innovativer Weg zur Reduzierung von Emissionen bei der Tierhaltung sind Futtermittelzusätze, auf die sich bereits verschiedene Unternehmen konzentriert haben (vgl. Grafik).

Technologieinnovation ist naturgemäss deflationär, indem Prozesse schneller, billiger und effizienter werden. Die wichtigsten Herausforderungen – wie Klimawandel, Ressourcenknappheit, Armut und soziale Ungleichheit – werden alle durch innovative Technologien bewältigt. «Cleantech» lautet der Begriff für Technologieunternehmen, die sich auf saubere Energie und nachhaltige Produkte und Dienstleistungen konzentrieren.

So ist beispielsweise der Technologie-sektor durch Softwareinnovation, Kommunikation und Benutzerschnittstellen ein entscheidender Bestandteil bei der Bereitstellung nachhaltiger Verkehrslösungen für intelligente Städte. Elektrofahrzeuge sind Teil einer emissionsfreien Verkehrslösung, und für ihren Betrieb ist umfangreiche Technologie erforderlich. Diese Technologie unterstützt auch die Umstellung auf eine kohlenstoffarme Infrastruktur, beispielsweise durch die digitalen Demokratisierung des Gesundheitswesens, der Finanzdienstleistungen und der Bildung.

Der Obligationenmarkt spielte in der Vergangenheit diesbezüglich nur eine untergeordnete Rolle, bietet jedoch ein erhebliches Aufwärtspotenzial im nachhaltigen Anlegen. In den vergangenen zehn Jahren konzentrierte sich der Markt

vor allem auf Aktienlösungen, wenn es um nachhaltiges Investieren ging. In jüngster Zeit hat sich dies jedoch geändert, da Anleger nun eine breitere Palette von Anlageklassen, wie eben Obligationen, in Betracht ziehen.

Auf den Aktienmärkten gibt es trotz der grossen Aufmerksamkeit der Investoren noch keinen Konsens darüber, wie Nachhaltigkeit zu bewerten ist, so dass Kreditratings stark fragmentiert sind.

CHANCE FÜR OUTPERFORMANCE

Für aktive Kreditinvestoren, die sich die Zeit und Mühe nehmen, die Kreditintendenzen zu verstehen, und gleichzeitig mit ihren Pendants an den Aktienmärkten zusammenarbeiten, bietet dies eine Chance auf Outperformance.

Warum? Unternehmen, die ihr Nachhaltigkeitsprofil deutlich verbessern, sollten mit niedrigeren Kapitalkosten belohnt werden und daher ein höheres Potenzial für Outperformance haben. Umgekehrt geraten Kurse von Anleihen unter Druck, wenn ein Unternehmen wesentliche Nachhaltigkeitsrisiken aufweist und diese nicht aktiv mindert. Es gibt bereits zahlreiche Beispiele dafür, dass Banken die Finanzierung von Projekten mit einem schlechten Nachhaltigkeitsprofil zurückziehen – und dies ist erst der Anfang dieser Entwicklung.

Matthew Bullock, Sabrina Geppert, Portfoliokonstruktion und Strategie, Janus Henderson Investors

Wachstum versus Inflation

ZENTRALBANKEN Eine Anhebung der Leitzinsen bleibt weiter auf dem Tisch.

Salman Ahmed

Die Inflationsdynamik im Euroraum ist nach wie vor hoch, wobei der Energie-sektor eine wichtige Rolle spielt. Die EZB vertritt derzeit den Standpunkt, dass die Politik zu locker agiert und ein restriktiver Kurs erforderlich ist, um die Preisstabilität wiederherzustellen. Infolgedessen haben die Märkte im Oktober weitere 75 Basispunkte eingepreist, und bis Herbst 2023 wird ein Zins von rund 3% erwartet.

Der durch den Gaspreis bedingte Wachstumsschock dürfte in den nächsten Monaten zu einer Neubewertung durch die EZB führen. Wegen des durch die sehr lockere Haltung des Fed verursachten Abwertungsdrucks auf die Währungen wird die EZB in einen Strafzinszyklus hineingezogen, der die Wirtschaftslage verschlechtern wird.

HANDELSCHOCK GREIFT TIEF

Unsere Konjunkturprognosen deuten bereits auf eine starke Rezession im vierten und im ersten Quartal hin. Eine Dynamik, die sich noch verstärken würde, sollte der Winter überdurchschnittlich kalt werden. Bereits jetzt zeigen die Konsumentenindikatoren schlechtere Werte als während der Finanzkrise von 2008/2009.

Der energiebedingte Handelsschock ist tiefgreifend, was sich auch in der Inflation in Europa spiegelt. Sie ist im Vergleich zu der in den USA stärker durch die Angebotseite getrieben. Was das Wachstum betrifft, so ist ein Rückgang des BIP

um drei Prozentpunkte über den Winter möglich, sollte die Industrie ihre Produktion einstellen müssen, um die Haushalte vor einer Energie rationierung zu bewahren. Die Einführung von Preisobergrenzen würde dies dabei nur noch verschärfen, da sie den Anreiz zur Nachfrage-reduktion verringern würde.

In Bezug auf die Finanzstabilität ist das Problem der Verschuldung der Peripherieländer relevant. Eine aggressive Straffung der Geldpolitik kann grosse Verunsicherung auslösen, was dies im Vereinigten Königreich geschah, als ein suboptimaler Massnahmenmix zu erheblichen Schwankungen auf dem Anleihen- und dem Devisenmarkt führte und die Bank of England zu Notmassnahmen veranlasste. Hier steht das Transmission Protection Instrument (TPI), ein Instrument

zur Sicherstellung des geldpolitischen Kurses in allen EU-Ländern, zur Verfügung und muss möglicherweise aktiviert werden, wenn die EZB den aggressiven Kurs trotz der vorherrschenden angebotsseitigen Faktoren fortsetzt.

Es ist noch zu früh, um über die quantitative Straffung der Geldpolitik (QT) in Europa nachzudenken. Die Regulierung sollte nach dem Winter geschehen. EZB-Mitglieder haben Diskussionen geführt, die darauf hindeuten, dass die quantitative Straffung beginnen wird, sobald die Leitzinsen normalisiert worden sind.

EZB HAT SPIELRAUM

Die EZB wäre hier genau wie die Bank of England mit gewichtigen Beschränkungen konfrontiert und müsste ihre Haltung überdenken. Doch sie führt kein vorgezogenes QT-Programm durch und hat Spielraum, um in den nächsten Monaten eine Neukalibrierung vorzunehmen. Zudem ist die Gasknappheit kein kurzfristiges Problem. Sie dürfte auch nächsten Winter einen wirtschaftlichen und sozialen Einfluss haben, wenn russische Gaslieferungen ausbleiben. Dies wäre ein anhaltender Schock für die Wirtschaft.

Das Zeitfenster für Zinserhöhungen wird sich im Laufe des Winters und mit Zunahme eines realen Finanzstabilitätsproblems schliessen. Eine Anhebung des Leitzinses bleibt auf dem Tisch.

Salman Ahmed, Global Head of Macro, Strategic Asset Allocation, Fidelity International

Konsumentenlaune in Deutschland

