

INTERVIEW

Kampf gegen die Inflation ist durch“

Wir stehen vor einem **schwierigen zweiten Halbjahr**, ist **Paul Jackson** überzeugt. Der Anlagestrategie von Invesco sagt, wie sich Anleger **im letzten Viertel dieses Wirtschaftszyklus** am besten positionieren.

von HEIKE BANGERT

Ökonomen sprechen stets mit großer Gewissheit über die Zukunft. Doch ob ihre Prognosen zutreffen, ist ungewiss. Lassen Sie mich also fragen: Welche Ihrer zehn Punkte auf Ihrer Ideenliste für 2023 waren bisher zutreffend und welche nicht?

Paul Jackson: Nun, was ich heute schon sagen kann, ist, dass ich mich geirrt habe in der Annahme, Boris Johnson könnte als Premierminister zurückkommen. Ich denke, diesen Punkt kann ich von der Liste streichen. Richtig hingegen war, dass die Dinge weder für Rishi Sunak noch für die Konservative Partei gut laufen werden. Wir werden dann im Herbst sehen, ob die Rugby-Idee funktioniert hat (Anm. d. Red.: Irland gewinnt die Rugby-Weltmeisterschaft in Frankreich). Die meisten Ideen allerdings brauchen ihre Zeit. Die kann man erst beurteilen, wenn das Jahr zu Ende ist.

Eine davon betrifft die Inflation. Sie prognostizierten, dass die Kerninflation in den USA unter vier Prozent fallen wird...

Jackson: Der Kampf gegen die Inflation ist so gut wie entschieden. Ich sage das schon seit geraumer Zeit. Bis zum Ende des Jahres werden die Fed und die EZB zum Schluss kommen, alles Notwendige getan zu haben. Die USA sind Europa voraus. Doch für beide gilt, wenn die Gesamtinflation sinkt, wird die Kerninflation folgen. Das ist darin begründet, dass sich die Lohnforderungen an die Inflationsentwicklung anpassen und also moderater werden. Die Gesamtinflation wird auch deshalb zurückgehen, weil nach wie vor die Rohstoff- und Erzeugerpreise sinken. In Deutschland lag die Erzeugerpreisinflation im August 2022 gegenüber dem Vorjahresmonat bei



OB ES MIT SEINER HEIMAT YORKSHIRE zusammenhängt, vermag Paul Jackson nicht mit Gewissheit zu sagen. Doch der Invesco-Strategie kauft lieber Dinge, die günstig sind. Das gilt auch für Aktien.

Vita

Paul Jackson

Geb. 1961 in York, **Studium der Wirtschaftswissenschaften**, London School of Economics und Universität Oxford

Jackson begann 1986 seine Laufbahn bei **Morgan Stanley** in London und New York, 1997 wechselte er als Makro-Spezialist zur **Société Générale**

Als **Global Head of Asset Allocation Research** analysiert und kommentiert er seit 2014 bei **Invesco** makroökonomische Entwicklungen und Auswirkungen auf die Kapitalmärkte.

rund 46 Prozent. Im Juni 2023 waren es noch 0,1 Prozent. Großbritannien hinkt da ein wenig hinterher. Doch auch da wird die Kerninflation angesichts der sich verlangsamenden Konjunktur und der steigenden Arbeitslosigkeit ihren Abwärtstrend fortsetzen.

Könnten die Notenbanken mit ihren Bemühungen auch übers Ziel hinausschießen?

Jackson: Durchaus. Das hängt von der Entwicklung der Rohstoffpreise ab. Ich denke, dass wir bei der Gesamtinflation auf das Niveau von vor der Pandemie zurückkehren werden. Aber für die Kerninflation wird es länger dauern als ursprünglich erwartet. Diese muss auch nicht auf zwei Prozent fallen. Ich halte es für einen Fehler, dass die Zentralbanken am Zwei-Prozent-Ziel festhalten. Daraus resultierten schon in den vergangenen zehn Jahren die Probleme einer zu geringen Preissteigerung und die Sorge vor der Deflation.

Was spricht dagegen, sich davon zu verabschieden?

Jackson: Nun, die Zentralbanken tun sich verständlicherweise schwer damit, das laut zu sagen – eine Frage der Glaubwürdigkeit.

Wann wird der Zinshöhepunkt erreicht sein?

Jackson: Bei der Fed sehe ich den Höhepunkt mit der Anhebung der Leitzinsen von vergangener Woche um 0,25 Prozentpunkte auf die Spanne von 5,25 bis 5,50 Prozent erreicht. Das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich, die Inflation geht zurück. Damit dürfte die Arbeit erledigt sein.

Ist damit auch die Rezession vom Tisch?

Jackson: Eine technische Rezession hatten wir in den USA ja schon im vergangenen Jahr. Doch das war eher eine technische Sache und hatte mit den Exportdaten und den Lagerbeständen zu tun. Ich halte es aber durchaus für möglich, dass die USA bereits in der Rezession

stecken. Die Investitionsausgaben sind in jedem der vergangenen vier Quartale geschrumpft. Normalerweise sind diese stets der beste Gradmesser für die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Doch noch lagen die Verbraucherausgaben als größte Komponente des BIP bei rund vier Prozent auf Jahresbasis, was ziemlich verwunderlich in Anbetracht des Drucks auf die realen Einkommen ist. Es ist ein Nachholeffekt der Corona-Pandemie. Doch jetzt sind die Ersparnisse aufgebraucht.

Damit fällt eine wichtige Unterstützung weg...

Jackson: Richtig. Die Munition ist ausgegangen. Seit 2019 wurde netto mehr gespart. Diese Sparquote ist danach auf ein sehr niedriges Niveau gesunken und steigt jetzt wieder an. Das Ausgabenwachstum der US-Verbraucher ist also geringer als das Einkommenswachstum. Damit sollte sich der Konsum verlangsamen. Die Rezession dürfte aber nur von kurzer Dauer sein, weil die sinkenden Inflationsraten den Druck von den Realeinkommen nehmen. Damit steigt die Kaufkraft wieder.

Was sind die größten Herausforderungen in diesem Umfeld?

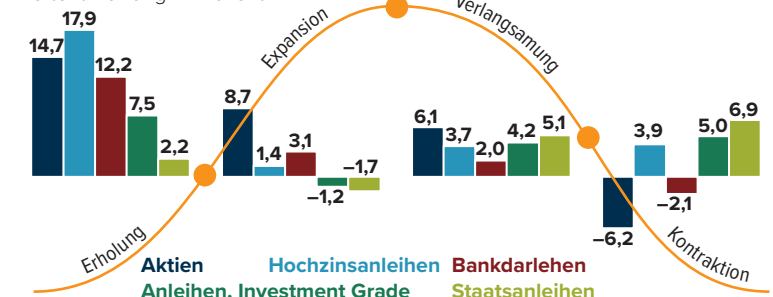
Jackson: Für die Haushalte bestehen die größten Herausforderungen in den gestiegenen Finanzierungskosten, etwa durch höhere Hypothekenzinsen. Bei den Unternehmen sind es ebenfalls die Schulden. Die Schuldendienstquoten sind teils drastisch gestiegen. Das drückt auf die Gewinne. Auch die Regierungen in den Industrieländern stehen vor dem Problem, ihre durch die Pandemie stark gestiegene Verschuldung in den Griff zu bekommen, weil langfristig die demografische Entwicklung gegen sie arbeitet. Weil die Bevölkerung altert, werden künftig die Steuereinnahmen weniger schnell ansteigen – dafür umso mehr die Kosten für das Gesundheitswesen, die Pflege und die Rente. ▶

Zeichen stehen auf Kontraktion

Der Wirtschaftszyklus neigt sich dem Ende zu. Das letzte Viertel des Zyklus brachte in den vergangenen Jahren vor allem Aktien unter Druck. Staatsanleihen gewinnen hingegen in den Zeiten der Kontraktion.

US-Anlageklassen im Wirtschaftszyklus

Wertentwicklung in Prozent



Quelle: Invesco, annualisierte monatliche Renditen von Januar 1970 – Dezember 2021

Wie sollte dem begegnet werden?

Jackson: Da die Demografie nicht zu ändern ist, müssen Regierungen ehrlich zu ihren Bürgern sein. Die Regierungen müssen erklären, warum wir so nicht mehr weitermachen können und uns als Gesellschaft die versprochene Gesundheitsversorgung und Rente nicht mehr leisten können, es sei denn, wir erhöhen die Steuern. Aber das will niemand.

Das ist leichter gesagt als getan, wie der politische Rechtsruck in Europa zeigt...

Jackson: Absolut, ehrlichen Politikern weht ein rauer Wind entgegen. Das geht dem französischen Präsidenten Emmanuel Macron so, der die Wahrheit über das Rentensystem in Frankreich ausspricht. Theresa May, die auf das Pflegeproblem älterer Menschen in Großbritannien hingewiesen hat, wurde als Erfinderin der Demenzsteuer abgestempelt. Es hat sie die Wahl gekostet. Eine Wahlperiode dauert vier oder fünf Jahre. Die Probleme hingegen ziehen sich über die kommenden 30, 40 oder 50 Jahre hin. Mit dem Klimawandel ist es das Gleiche. Da geht es schon längst nicht mehr um das 1,5-Grad-Ziel, sondern ums Überleben. Da müssen wir uns ehrlich machen. Wir müssen die staatlichen Leistungen überdenken, die Steuern ausweiten und sicherstellen, dass jeder seinen gerechten Anteil zahlt. Meist zahlen die Armen die Zeche und die Reichen kommen davon.

Zuletzt sind die Sozialleistungen eher noch gestiegen...

Jackson: Verständlich, aber hinsichtlich der nachrückenden Generation problematisch. Damit steigen die Staatsschulden weiter. Wir müssen effizienter werden. Ich bin heute mit dem Zug gekommen. Es ist schockierend, wie unpünktlich die Züge sind. In Großbritannien haben wir uns längst an den Gedanken gewöhnt, dass die öffentlichen Systeme nicht richtig funktionieren. Doch wir müssen Kinderbetreuungsangebote ausweiten, um die Geburtenrate und die Erwerbsquote zu erhöhen. Und wir müssen alle länger arbeiten. Ich habe vor, bis mindestens 70 zu arbeiten.

Das ist nicht nur bei uns ein Thema. Die Geburtenraten gehen weltweit zurück. Seit 1990 sank die Geburtenrate von durchschnittlich 3,2 Kindern pro Frau auf heute 2,3 Kinder. Nach den Prognosen der Vereinten Nationen sinkt die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in Südkorea bis zum Ende des Jahrhunderts um zwei Drittel. In Japan halbiert sie sich. In den USA bleibt sie stabil. Doch das Wachstum kommt künftig aus Ländern wie Indien, Indonesien und vor allem aus Afrika. Gemessen an der Weltbevölkerung im erwerbsfähigen Alter dürfte der Anteil Afrikas bis zum Ende dieses Jahrhunderts von derzeit 15 auf 42 Prozent ansteigen. In Asien sinkt er hingegen von derzeit rund 60 auf 42 Prozent.

Der chinesische Wachstumsmotor stottert bereits. Wird China noch-

”
**Machen Sie
 sich keine Sorgen
 darüber,
 was nicht in
 Ihrem Portfolio
 ist. Sorgen Sie
 sich nur um
 das, was drin
 ist.“**

mals einen Gang höher schalten können?

Jackson: Die Zeiten des sehr starken Wachstums um die zwölf Prozent pro Jahr der chinesischen Wirtschaft kommen nicht mehr zurück. Mitte der 70er-Jahre lag China gemessen am Pro-Kopf-Einkommen auf dem damaligen Stand vieler afrikanischer Länder. China war in einer sehr schlechten Verfassung, als Mao Tse-tung starb. Dann wurden Reformen durchgeführt, ein Teil Landbevölkerung wurde in die Städte umgesiedelt. Die Menschen kamen aus der Armut heraus. Die Bevölkerung wuchs und mit ihr die Wirtschaft. Die Investitionsausgaben betrug damals 40 Prozent des BIP. Problematisch aber war, dass China dann mehr sparte als investierte und sich durch die Ein-Kind-Politik das Bevölkerungswachstum umkehrte. Damit sank das Wachstumspotenzial. Hinzu kommt, dass man jemanden nur einmal aus der Armut holen kann. Heute rechnen wir mit fünf bis sechs Prozent Wachstum. Die Zeiten, in denen China die Weltwirtschaft gerettet hat, liegen hinter uns.

Immerhin hat China so viel Geld auf der hohen Kante, dass China nicht gerettet werden muss. Oder könnte uns das Immobilienproblem noch auf die Füße fallen?

Jackson: Nein, die chinesische Regierung wird da mehr Unterstützung leisten, weil sie verhindern möchte, dass es sich zu einer Bankenkrise auswächst. Und China hat die Mittel dazu. Ich denke, es werden mehrere Pakete sein, die schrittweise erfolgen werden. Aber China ist nicht auf den Rest der Welt angewiesen. China hat sein Schicksal selbst in der Hand.

Für Anleger war an den chinesischen Aktienmärkten in den vergangenen Jahren nicht viel zu holen. Lohnt ein Investment jetzt?

Jackson: Nun, es gibt gute Gründe, warum Anleger dabei bei zögern: die Politik, die Regulierung, die staatlichen Eingriffe in die Märkte. Doch die chinesische Wirtschaft bewegt sich in die richtige Richtung. Im Gegensatz zu manchen US-Technologiewerten sind chinesische Technologieaktien günstig. Doch vor einigen Jahren wollte jeder in China investiert sein. Warum also nicht jetzt, wo die Kurse günstiger sind? Ich bin der festen Überzeugung, dass der beste Zeitpunkt für den Kauf von Vermögenswerten dann ist, wenn sie günstig sind.

Ein Problem der menschlichen Psyche?

Jackson: Absolut. Psychologisch gesehen ist es beim Kauf eines Vermögenswerts einfacher, sich davon zu überzeugen, dass es eine gute Idee ist, wenn die Preise steigen. Wenn jemand einen Fondsmanager für seine Vermögensanlage auswählt, werden nicht viele Leute sagen: ‚Ich werde den Fondsmanager wählen, der in den letzten fünf Jahren eine schlechte Performance gezeigt hat.‘ Normalerweise entscheiden sie sich für den, der in den letzten Jahren erfolgreich war. Das ist die menschliche Natur. Bei Aktien ist es sehr oft

dasselbe. Doch alle meine Analysen über Anlagerenditen legen nahe, dass man schlechte Renditen erzielt, wenn man eine Aktie kauft, wenn sie teuer ist.

Und welche Märkte erachten Sie derzeit als teuer?

Jackson: Ich sehe vor allem Risiken in den USA. Viele Technologiewerte sind teuer – vieles, was mit künstlicher Intelligenz in Verbindung gebracht wird. Ich bin kein Momentum-Spieler. Eher ein Contrarian. Ich kaufe lieber Dinge, die günstig sind als solche, die teuer sind. Vielleicht hängt es damit zusammen, dass ich aus Yorkshire komme. Wir stehen jedenfalls vor einem schwierigen zweiten Halbjahr. Doch wenn ich in Betracht ziehe, dass sich danach die Weltwirtschaft wieder erholt, würde ich in den USA eher Valüewerte und Nebenwerte bevorzugen.

Haben Sie keine Angst, etwas zu verpassen, etwa das Thema KI?

Jackson: Absolut nicht. Mir hat einmal ein Investor gesagt: „Machen Sie sich keine Sorgen darüber, was nicht in Ihrem Portfolio ist. Sorgen Sie sich nur um das, was drin ist.“ Ob es nun Japan war, das Ende der 80er-Jahre durch die Decke ging, die Dotcom-Blase im Jahr 2000, die Kryptowährungen oder jetzt KI: Wer diese Blasen meidet, begrenzt seine Verluste.

Wo sehen Sie Chancen für Anleger?

Jackson: Bei Immobilienaktien. Wenn ich mir die potenziellen Renditen von REITs (Real Estate Investment Trusts) ansehe, sieht das derzeit sehr interessant aus. Die Probleme des Immobilienmarktes dürften größtenteils eingepreist sein. Noch verlangsamt sich das Weltwirtschaftswachstum. Doch sollte sich der Trend umkehren, dürften Schwellenländermärkte davon profitieren. Vor allem die lateinamerikanischen Aktienmärkte sind derzeit sehr günstig. Und wenngleich es eigentlich nicht der Zeitpunkt im Konjunkturzyklus ist, in Kreditverbriefungen (Bank Loans) zu investieren, so sind diese so stark unter Druck gekommen, dass sie selbst dann attraktiv erscheinen, wenn man mögliche Zahlungsausfälle berücksichtigt.

Und wie sieht es in Europa aus?

Jackson: Die europäischen Märkte sind deutlich günstiger bewertet als die US-Märkte. Ich erwarte, dass sich europäische Value-Aktien besser abschneiden als US-Value-Werte. Der Dollar könnte gegenüber dem Euro schwächer werden. Das spricht eher für Aktien aus der Eurozone, die sich auf die inländische Seite konzentrieren.

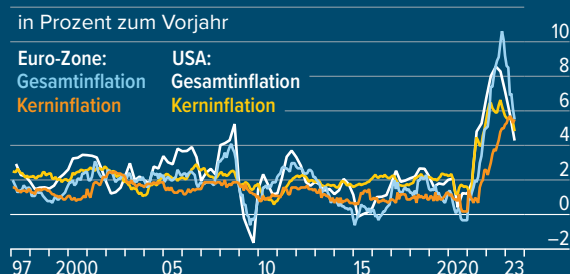
Und was bedeutet die Dollar-Entwicklung für Gold?

Jackson: Ich denke, dass der Dollar seinen Höhepunkt erreicht hat, und rechne mittelfristig mit 1,15 bis 1,20 Dollar zum Euro. Das hilft den Rohstoffpreisen und auch Gold. Doch Gold hat gerade einen Preis erreicht, bei dem es mir schwerfällt, mir vorzustellen, dass er real noch sehr viel höher steigen könnte. Gold ist auch historisch teuer gemessen an einem Korb von Verbraucherpreisen, die einige Hundert Jahre zurückgehen, oder an Kupfer oder Öl. Der Preis ist vielleicht auch deshalb überzogen, weil Zentralbanken, insbesondere die russische, im vergangenen Jahr viel Gold gekauft haben. Ich bin im Moment nicht in Gold investiert. ■

Inflation geht zurück

Der Preisauftrieb hat deutlich nachgelassen. Das macht sich sowohl bei der Gesamtinflation bemerkbar, als auch bei der Kerninflation, bei der Lebensmittel und Energiepreise nicht berücksichtigt werden.

Inflation in der Euro-Zone und den USA

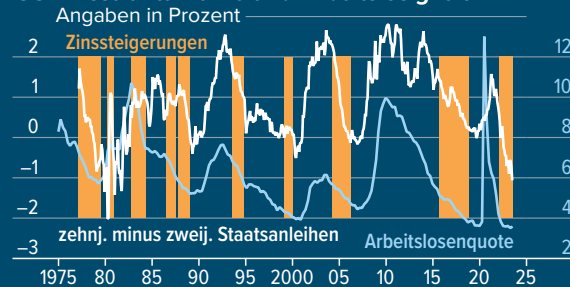


Quelle: Bloomberg, Juli 2023

Rezession ist angezeigt

Inverse Zinsstrukturkurve: Die zehnjährigen US-Staatsanleihen weisen niedrigere Renditen auf als zweijährige. Das deutet auf eine Rezession hin. Dann dürfte auch die Arbeitslosenquote steigen.

US-Zinsstrukturkurve und Arbeitslosigkeit

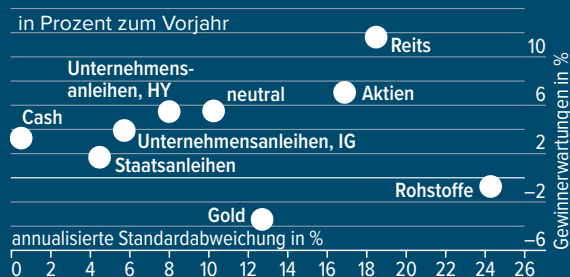


Quelle: Bloomberg, Juli 2023

Gutes Chance-Risiko-Verhältnis

Reits, börsennotierte Immobilienaktien, weisen auf Sicht von zwölf Monaten ein gutes Chance Risiko-Verhältnis auf. Wer es weniger risikoreich mag, könnte mit Unternehmensanleihen gut fahren.

Rendite-Risiko-Matrix für das kommende Jahr



Quelle: BAML, Barclays Bloomberg, MSCI, GSCI, FTSE, Refinitiv Datastream, Invesco