

Macht, graue Haare und Inflation: Risiken für diese Dekade



Von Thomas U. Fischer, CFA
Chief Investment Officer
Berner Kantonalbank BEKB

Die vergangenen zwei Jahre waren für Anleger und Unternehmen aussergewöhnlich: Pandemie, Knappheit, Krieg, Inflation und stark steigende Zinsen sind Aspekte, welche heute beruflich aktive Generationen bis vor Kurzem nur aus Büchern kannten. Gerne tendiert man dazu, jüngere Ereignisse in die Zukunft fortzuschreiben oder extremen Vorhersagen nachzurrennen, mit kostspieligen Folgen. Die Prognosen sind im aktuellen Umfeld schwierig und die untenstehenden Zeilen mögen von pessimistischen Tönen durchzogen sein. Insofern sollen potenzielle Risiken aufgezeigt werden. Nicht investiert zu sein und auf bessere Zeiten zu hoffen, bleibt allerdings das Hauptrisiko.

Macht:

Protektionismus und Multipolarität

Die in den späten 1990er Jahren einsetzende Globalisierungswelle hat Ge-

winner und Verlierer hervorgebracht. Der Anstieg der ökonomischen Ungleichheit hat in manchen Ländern zu Unzufriedenheit geführt und den Aufstieg populistischer Bewegungen begünstigt. Geringere Kooperation und Fokus auf Eigeninteressen haben zugenommen. Protektionistische Massnahmen, Sanktionen und höhere Fiskalausgaben sind Auswüchse davon.

Der Angriff Russlands gegen die Ukraine hat zwar den westlichen Zusammenhalt vorerst gefördert. Gleichzeitig ist jedoch die Furcht vor weiteren militärischen Eskalationen gestiegen. Insbesondere die Situation um Taiwan ist dabei das geopolitisch heisseste Eisen. Immerhin: Der Versuch einer chinesischen Vereinnahmung ist in den nächsten fünf Jahren wenig wahrscheinlich. Erhöhte Abhängigkeit vom globalen Handel und von westlichen Technologien, die Gefahr von Sanktionen, die Überwindung der Pandemie und heimische Schuldenprobleme dürften das Reich der Mitte vorerst anderweitig beschäftigen. Ein Restrisiko bleibt allerdings: China zeigt einen gestiegenen Nationalismus und ist deshalb sensibler geworden. Dass eine Regierung Entschiede abseits ihrer materiellen Fähigkeiten fällen kann, hat Russland 2022 bewiesen.

Der von der Trump-Regierung ausgelöste Handelskrieg gegen China erfährt denn auch unter der Biden- und einer späteren Regierung seine Fortsetzung als Teil des «strategischen Wettbewerbs» zwischen den beiden Grossmächten. Politische Dominanz baut auf wirtschaftlicher und technologischer Vorherrschaft. Die Beschränkungen des Austauschs von Waren und Ideen zwischen West und Ost werden deshalb zunehmen, ähnlich wie in den 1930er Jahren. Ein Baustein dazu werden auch

finanzielle Sanktionen gegen einzelne Länder sein. Die Pandemie-bedingten Lieferkettenprobleme begünstigen diese Deglobalisierung insofern, als dass Wertschöpfungsketten eine teilweise Regionalisierung erfahren werden.

Die Situation ist dabei nicht auf die zwei Parteien beschränkt. Vielmehr werden bedeutende Volkswirtschaften zunehmend dahin agieren, ihren Einflussbereich zu sichern und zu erweitern. Man spricht derweil von Multipolarität, ähnlich zur Situation zu Beginn des 20. Jahrhunderts. Ein Indiz liefert das Verhalten des vermeintlich mit westlichen Ländern verbündeten Indien. In der UNO-Abstimmung vom 3. März 2022 gegen Russlands Angriffskrieg enthielt sich das Land der Stimme und betreibt militärische Übungen mit westlichen Staaten als auch mit Russland. Multipolarität ist vergleichsweise instabil, da Bündnisse opportunistisch geschlossen und gebrochen werden. Ein zufälliger Schock kann in einem solchen Umfeld eher zu einer Eskalation führen, die allerdings primär im digitalen oder wirtschaftlichen Bereich ablaufen dürfte.

In einem multipolaren Umfeld wird jedoch eine dringend nötige Intensivierung der Kooperation gegen den Klimawandel zunehmend schwieriger. Die physischen Risiken könnten nun angesichts der bereits heutigen Wertschwankungen schon früher Realität werden als in den Modellen allgemein prognostiziert. Gerade für manche Schwellenländer wird dies zu einer Herausforderung.

Der neue Zusammenhalt zwischen demokratischen Ländern ist ermutigend, wird aber mehrfach auf die Probe gestellt werden, so beispielsweise in der Eurozone. Das Projekt eines integrierten Europas wird zunächst Belastungen

erfahren, bevor die Geld- und Fiskalpolitik in der Eurozone mediterraner wird.

Graue Haare: Überalterung schlägt in den 2020ern durch

Eine schrumpfende Arbeitsbevölkerung wird in manchen Ländern bereits in dieser Dekade Realität. In Japan und der Eurozone dürfte die Bevölkerung der 15- bis 64-Jährigen bis 2030 um ca. 0,5 Prozentpunkte pro Jahr schrumpfen, in China und Osteuropa um ca. 0,3 Prozentpunkte. Diese Entwicklung wird den Fachkräftemangel nochmals akzentuieren. Wenn die schrumpfende Arbeitsbevölkerung nicht produktiver wird, ist ein tieferes Wirtschaftswachstum die Folge. Ob technologische Aspekte wie Automatisierung und künstliche Intelligenz diese Entwicklung kompensieren können, ist fraglich.

Die Rentensysteme werden deshalb Belastungen erfahren, sofern keine umfassenden Reformen stattfinden. Letztere könnten aufgrund ihrer Brisanz durchaus auch intergenerationelle Konflikte auslösen. Zudem könnten soziale Konflikte entbrennen, falls aufgrund früher einsetzenden Klimaveränderungen Migrationsströme vom Süden in den Norden markant zunehmen.

Diese Entwicklungen betreffen auch zunehmend Schwellenländer. China hat ein Rentenalter von 60 für Männer und 55 für Frauen und plant eine Erhöhung, dürfte sich dabei allerdings Zeit lassen. Sinkende Ersparnisse in China und andernorts werden folgen. Die Ersparnisschwemme, die zu tieferen Zinsen beigetragen hat, wird somit umgekehrt und damit auch der seit den 1980er Jahren eingesetzte Trend sinkender Zinsen.

Inflation: Zinssenkungen bleiben eine Illusion

Die Zinsentwicklung hängt selbstverständlich auch unmittelbar von der Inflation ab. Unter Ökonomen wurde über Jahre hinweg debattiert, wann sich die seit der Finanzkrise massive Ausweitung der Geldmenge in steigenden Preisen manifestiert. Die Frage ist nun hinfällig. Nach einem 30-jährigen Tief schlaf meldet sich die Inflation wieder zurück. Besonderes Augenmerk verdient dabei der Energiepreis-Anstieg. Normalerweise schauen Zentralbanken über

Energiepreissteigerungen hinweg, da sie oft temporärer Natur sind. Der aktuelle Anstieg von rund 30% zum Vorjahr erreicht jedoch eine Dimension, wie sie zum letzten Mal in den 1970er Jahren zu beobachten war. Diese Erfahrung brennt sich nun auch in den Köpfen derjenigen Generationen ein, die den letzten grossen Preisschub vor knapp 50 Jahren nicht erlebt haben.

Deglobalisierung, expansivere Fiskalpolitiken, Fachkräftemangel durch Überalterung, Klimawandel und die Energiewende sind Gründe, weshalb der Trend fallender Inflationsraten eine Umkehr erfahren dürfte. Die letzten beiden Punkte verdienen insofern nochmals Aufmerksamkeit, weil höhere Energie- und Lebensmittelpreise politische Spannungen anheizen können.

Entscheidend sind nun die Dauer und Intensität der Preissteigerungen. Eine konjunkturelle Delle in den nächsten zwei Jahren ist sehr wahrscheinlich und damit auch eine Entspannung der Inflationsraten. Unter Fernbleiben eines deflationären Schocks wie Anfang der 1980er oder Mitte der 1990er Jahre dürfte der Rückgang jedoch bescheiden ausfallen und etwas mehr Zeit in Anspruch nehmen. Markante Leitzinssenkungen sind deshalb in den nächsten Jahren wenig wahrscheinlich. Angesichts der nun höheren Sensibilisierung der Konsumenten und Zentralbanken besteht die Gefahr, dass ein erneuter Preisanstieg zu wiederum steigenden Inflationserwartungen und Lohnforderungen der Arbeitnehmer führt. Einer derartigen Entwicklung würden einige Zentralbanken mit stärkeren Zinserhöhungen entgegentreten – wie bereits in den späten 1970er Jahren.

Als positiver Aspekt bleibt zu erwähnen, dass moderat höhere Inflationsraten die Schuldenlast reduzieren werden. Höhere Zinsen dürften zudem zu mehr Disziplin in der Schuldenaufnahme führen.

Gedanken zur Anlagestrategie

Das jährliche globale Wirtschaftswachstum dürfte in den nächsten 10 Jahren demographisch bedingt um ca. 0,4 Prozentpunkte tiefer ausfallen als in der vergangenen Dekade. Gleichzeitig dürften Inflationsraten im Mittel um ca. 1 bis 2 Prozentpunkte pro Jahr höher

ausfallen als bisher. Höhere Zinsen werden die nächsten 5 Jahre prägen.

Bargeld in Schweizer Franken wird die Kaufkraft nicht erhalten können. Noch schlimmer sind Fremdwährungen. Eine bescheidene Obligationenallokation bietet wieder etwas mehr Balance. Langfristig bieten Aktien und Immobilien einen besseren Inflationsschutz und werden akzeptable nominale Erträge bieten; inflationsbereinigt werden diese jedoch tiefer sein als in den vergangenen 20 Jahren. Nach einer erwarteten Bodenbildung bis Ende 2022 werden sich die langfristigen Chancen für Aktien wieder verbessert haben. Die Häufung politischer Schocks und eine eventuell höhere Lagerhaltung werden jedoch zu höherer Volatilität und tieferen Gewinnmargen führen.

Die rasant gestiegenen Immobilienpreise seit der Pandemie werden angesichts der steigenden Zinsen inflationsbereinigt sinken. Immobilienkrisen werden jedoch in den nächsten Jahren aufgrund mehrheitlich robuster Haushaltsbilanzen länderspezifische Einzelfälle bleiben. Die Schweiz weist hier wie in vielen anderen wirtschaftlichen Bereichen eine höhere Resilienz auf.

Die erhöhten Sanktionsrisiken dürften die Frage der Investierbarkeit von aufstrebenden Märkten zunehmend in den Fokus rücken. Die Entwicklungen um russische Wertpapiere im Jahr 2022 können insofern als Exempel betrachtet werden. Die verlangte Risikoprämie auf Schwellenländeranlagen wird eher ansteigen als sinken.

Die grösste Herausforderung

Die grösste Herausforderung für die Anlagestrategie wäre ein anhaltend inflationäres Umfeld, würde es doch zu nochmals deutlich höheren Zinsen und damit zu Kurskorrekturen von Aktien, Immobilien und Anleihen führen. Investments mit unmittelbarem Inflationsschutz sind in vielen Portfolios untervertreten. Gerade unter der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten ist deshalb das Finden einer passenden Lösung Gegenstand laufender Untersuchungen und Diskussionen.

thomas.fischer@bekb.ch
www.bekb.ch