

Russische Invasion in die Ukraine erhöht konjunkturelle Abwärtsrisiken: Neue Szenarien

Bei der russischen Invasion in die Ukraine sind weiterhin keine spürbaren Zeichen einer Entspannung erkennbar. Laufend erreichen uns neue verstörende Bilder und Nachrichten von unermesslichem menschlichem Leid und enormer Zerstörung. Wir sind bestürzt und zutiefst besorgt über diesen Krieg in Europa. Die Gefahr einer zunehmend unkontrollierten Entwicklung und die Ohnmacht um die ganze Unsicherheit haben dazu geführt, dass sich die globale Risikoaversion an den Finanzmärkten erneut akzentuiert hat.

Entsprechend wurden risikobehaftete Anlagewerte, primär in Europa, jedoch auch der restlichen Welt, auf breiter Front abgezogen. Dabei weisen nahezu sämtliche traditionellen Anlageklassen innert Jahresfrist erhebliche Kursverluste aus. Stark nachgefragt waren hingegen praktisch alle Rohstoffe sowie die bekannten «sicheren Häfen» wie Schweizerfranken, US-Dollar, Japanische Yen und das Gold. Tatsächlich erachten wir im Anlagekomitee, angesichts der Entwicklungen der vergangenen Wochen, eine Anpassung unserer Szenarien zur zukünftigen Konjunkturentwicklung als notwendig. Dabei ist uns bewusst, wie schwierig die globalen wirtschaftlichen und geopolitischen Auswirkungen in einem Umfeld von sehr hoher Unberechenbarkeit einzuschätzen sind. In welcher Form die, unter anderem vom deutschen Bundeskanzler Olaf Scholz ausgesprochene, «Zeitenwende» eintreten wird, lässt sich aktuell nur erahnen. Dennoch: Einige Fakten sind bekannt, und auf diesen versuchen wir uns abzustützen und die möglichen Szenarien daraus abzuleiten.

Russland und die Ukraine sind für rund 2% der globalen Wirtschaftsleistung und ebenfalls für die gleiche Quote des weltweiten Güterhandels verantwortlich. Die direkten Effekte auf das Wachstum der Weltwirtschaft sind somit begrenzt. Die Sanktionen sowie die wirtschaftliche und finanzielle Isolation Russlands wirken sich täglich spürbarer auf den Rest der Welt aus. Zahlreiche Energieunternehmen und Finanzinstitute mit namhaften Beteiligungen in Russland kalkulieren mittlerweile mit Milliardenverlusten. Kumulierend kommt hinzu, dass eine beträchtliche Anzahl von Unternehmen von sich aus bereits weit über die geltenden Sanktionen hinausgehen. Die enorm angestiegenen Rohstoffpreise werden sich unmittelbar in einer abnehmenden Konsumfreudigkeit von Haushalten und einer Zurückhaltung bei Firmeninvestitionen niederschlagen.

Überarbeitete Makro-Szenarien aufgrund russischer Invasion in der Ukraine

Basisszenario: Graduelle Konjunkturalnormalisierung BIP Global 2022: 2.5% - 4.0% BIP Schweiz 2022: 1.5% - 2.5% Inflation Schweiz 2022: 1.5% - 3.5%	Positivszenario: Erneute Dynamisierung BIP Global 2022: > 4.0% BIP Schweiz 2022: > 2.5% Inflation Schweiz 2022: < 2.5%	Negativszenario 1: Entwicklung in Stagflation BIP Global 2022: 0.5% - 2.5% BIP Schweiz 2022: 0.0% - 1.5% Inflation Schweiz 2022: > 3.5%	Negativszenario 2: Unkontrollierte Eskalation BIP Global 2022: < 0.5% BIP Schweiz 2022: < 0.0% Inflation Schweiz 2022: > 5.0%
<p>Russland-Ukraine-Konflikt erhöht konjunkturelle Abwärtsrisiken: Massiv angestiegene Rohstoffpreise, dadurch belasteter Konsum, Sanktionierungen und Lieferunterbrüche als Hauptursachen Keine unmittelbare Entspannung erkennbar Globales und Schweizer Konjunkturtempo brems ab, bleibt aber dank solidem Fundament um den langfristigen Durchschnitt Inflation steigt mit massiv erhöhten Rohstoffpreisen nochmals akzentuiert an Mittelfristig stützend: Erhöhte Staatsausgaben (Investitionen in Verteidigung und unabhängige Energieversorgung, Repatriierungen von wichtigen Wertschöpfungsketten) Pandemie am abklingen und dadurch Abbau Covid bedingter Engpässe Notenbanken mit genügend Weitsicht bei Gratwanderung zwischen Inflationsschock und Konjunkturrisiken</p>	<p>Friedensvertrag: Kriegshandlungen werden eingestellt und Sanktionen schrittweise gelockert Konjunkturtempo gewinnt erneut an Fahrt und beschleunigt wieder über Trendwachstum Angebotsbedingte Engpässe können durch Kapazitätsausbau abgebaut werden, Nachfragedynamik nimmt zu Positive Aussichten fördern Investitionstätigkeit Inflation bewegt sich mit auslaufenden Effekten wieder in Richtung der Zielbänder und entlastet Zentralbanken in der geldpolitischen Straffung</p>	<p>Russland-Ukraine-Konflikt ohne Aussicht auf erkennbare Entspannung Verschärfung von Sanktionen wirkt sich stark belastend auf Angebotsentwicklung und Investitionstätigkeit aus Energiepreise und Inflation steigen weiter signifikant an Konsumentenstimmung trübt sich im Zuge des Inflationsschocks massiv ein und führt zu Einbruch auf der Nachfrageseite Zentralbanken kämpfen gegen galoppierende Inflation an Konjunktur brems stark ab und stagniert</p>	<p>Russland-Ukraine-Konflikt bewegt sich in unkontrollierbare Eskalation, weitere (westliche) Staaten involvieren sich in einem sich ausweitenden kriegerischen Konflikt Einführung einschneidender Kapitalverkehrskontrollen, Exportverbote als Gegenreaktion Zuerst explodierende Rohstoffpreise und damit Inflation, anschliessend rezessive Konjunkturentwicklung: Einbruch der Nachfrageseite und Investitionen, Rückgang des Angebots und als Folge hohe Arbeitslosigkeit Notenbanken handeln uneinheitlich und wirkungslos</p>
Wahrscheinlichkeit: 55%	Wahrscheinlichkeit: 5%	Wahrscheinlichkeit: 35%	Wahrscheinlichkeit: 5%

Lassen Sie uns in der Folge auf die wesentlichen und zentralen Treiber unserer überarbeiteten Basis- und Alternativszenarien eingehen: Der erwähnte und nicht zu unterschätzende Gegenwind trifft auf eine Weltwirtschaft, die sich vor diesem Konflikt in einer soliden Verfassung befunden hat. Die durch Omikron verursachte Wachstumsdelle scheinen wir überwunden zu haben. Durch das Abklingen der Pandemie dürften sich die globalen Lieferengpässe trotz des Konflikts langsam entspannen. Dies sollte es den Unternehmen erlauben, die nach wie vor prall gefüllten Auftragsbücher abzuarbeiten und damit die Konjunktur merklich zu stützen. Auch der Arbeitsmarkt entwickelte sich in den vergangenen

Quartalen erfreulich. Zahlreiche Stellen wurden geschaffen und die Arbeitslosenraten gingen zurück, was grundsätzlich den Konsum stützen und somit gewisse Effekte der hohen Energiepreise abfedern dürfte. Zu guter Letzt erkennen wir aus den Ankündigungen zahlreicher Staaten Investitionsabsichten in die Verteidigung oder in Richtung eines unabhängigeren Energiesektors, welche sich mittelfristig wachstumsfördernd auswirken sollten. Insgesamt erwarten wir daher, basierend auf dem jetzigen Informationsstand, dass der Ukraine-Konflikt zwar konjunkturelle Bremsspuren verursachen wird, diese jedoch dank dem soliden Fundament verdaubar sein werden. Wir erwarten daher in unserem Basisszenario der **«graduellen Konjunktornormalisierung»** weiterhin ein solides globales Wirtschaftswachstum zwischen 2.5% und 4% (Schweiz 1.5% bis 2.5%) und attestieren diesem Szenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 55%.

Einer der grössten Risikofaktoren erkennen wir bei einem nochmals massiven Anstieg der Rohstoffpreise und der damit verbundenen verschärften Inflationsrisiken. Diese würden insbesondere mit ergänzenden und zusätzlichen Sanktionen abermals befeuert. Das Risiko ist deutlich gestiegen, dass die Inflation bei weiteren Anstiegen der Rohstoffe in Sphären vordringt, welche die Konsumentenstimmung massiv eintrübt und zu einem deutlichen Einbruch der Nachfrage führt. Im schlimmsten Fall würde dies das Wachstum soweit belasten, dass wir in ein Stagflationsähnliches Umfeld schlittern würden. Das globale Wirtschaftswachstum könnte auf 0.5% bis 2.5% (Schweiz 0% bis 1.5%) einbremsen. Wir nennen dieses Szenario **«Entwicklung in Stagflation»** und attestieren eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 35%.

Ebenfalls nicht auszuschliessen ist eine Entwicklung in eines unserer beiden Extremszenarien mit Wahrscheinlichkeiten von je 5%. Im Szenario der **«erneuten Dynamisierung»** bilden wir einen Friedensvertrag mit eingestellten Kriegshandlungen und sukzessive abbauender Sanktionen ab. Das globale Wachstumstempo würde wiederum stärker als 4% wachsen (Schweiz über 2.5%). Das mit Abstand gefährlichste Szenario, die **«unkontrollierte Eskalation»** zeichnet eine weitere Involvierung zusätzlicher (westlicher) Staaten im militärischen Konflikt mit verheerenden Auswirkungen, Kapitalverkehrskontrollen, einer enormen und unkontrollierten Inflationsentwicklung und einem gleichzeitigen Angebots- und Nachfrageeinbruch. Die Weltwirtschaft würde in diesem Szenario (je nach Eskalationsstufe sogar deutlich) unter 0.5% (Schweiz unter 0%) fallen.

In unseren vier Szenarien nehmen die Zentralbanken eine zentrale Rolle ein, denn diese stehen vor einer äusserst anspruchsvollen Gratwanderung: Zum einen gegen die steigende Inflation anzukämpfen, zum anderen nicht die Konjunktur abzuwürgen. Was aus unserer Sicht jedoch unbestritten ist: Notenbanken können Angebotsschocks nur bedingt durch geldpolitische Massnahmen bekämpfen. Dies ist vor allem bei einer nachfragegetriebenen Inflationsentwicklung möglich. Die Märkte haben in den letzten Tagen ihre Erwartungen bezüglich den zukünftigen Leitzinserhöhungen bereits etwas nach unten revidiert. Dabei gilt es weiterhin, zwischen den Entwicklungen in den USA und Europa zu unterscheiden. In den USA steigen die Preise und Löhne aufgrund der Vollbeschäftigung auf breiter Front. Entsprechend dürfte die amerikanische Zentralbank trotz des Energiepreisschocks dieses Jahr mehrere Zinserhöhungen durchführen. In der Eurozone hingegen ist der Inflationsschub primär den hohen Energiepreisen zuzuschreiben. Gegen diese Entwicklung ist die EZB weitgehend machtlos und dürfte daher weit expansiver als die Fed agieren.

Für Anlegerinnen und Anleger sind die aktuellen Zeiten angesichts der enormen geopolitischen Unsicherheit und der damit verbundenen heftigen Börsenreaktionen verständlicherweise belastend. In Panik zu verfallen hat sich in der Vergangenheit oftmals als falscher Ratgeber gezeigt. Unsere langfristig bewährte Anlagephilosophie ändert sich auch im aktuell äusserst herausfordernden Umfeld nicht. Das risikogerechte Investieren, die breite Diversifikation sowie den langfristigen Fokus im Auge zu halten, bleiben die zentralen Pfeiler für den Anlageerfolg.

Entsprechend unserem Basisszenario halten wir uns anlagepolitisch nahe an unseren strategischen Aktienquoten. In einem Umfeld lange anhaltender stark negativer Realverzinsung beurteilen wir Sachwerte als deutlich attraktiver als Nominalwerte. Entsprechend favorisieren wir weiterhin Aktien, Schweizer Immobilienfonds, Wandelanleihen und Gold gegenüber den Obligationen. Trotz der sich abkühlenden Wirtschaft erwarten wir weiterhin moderat steigende Renditen, welche Obligationen zusätzlich unter Druck bringen dürften. Dagegen haben Aktien mittlerweile stark korrigiert, handeln auf vernünftigerem Niveau und liefern gerade in der Schweiz ansehnliche Dividenden ab. Solange wir uns in unserem Basisszenario bestätigt fühlen, werden wir fundamental nicht gerechtfertigte weitere Rückschläge für schrittweise Zukäufe nutzen, wenn auch die Volatilität hoch und der Weg steinig bleiben wird.

Wir hoffen auf ein baldiges und gewaltfreies Ende der russischen Invasion in die Ukraine.

Mit besten Grüssen

Renato Flückiger, CFA
Chefökonom / Leiter Investment
Valiant Bank AG

Mischa Riedo
Leiter Portfoliomanagement
Valiant Bank AG