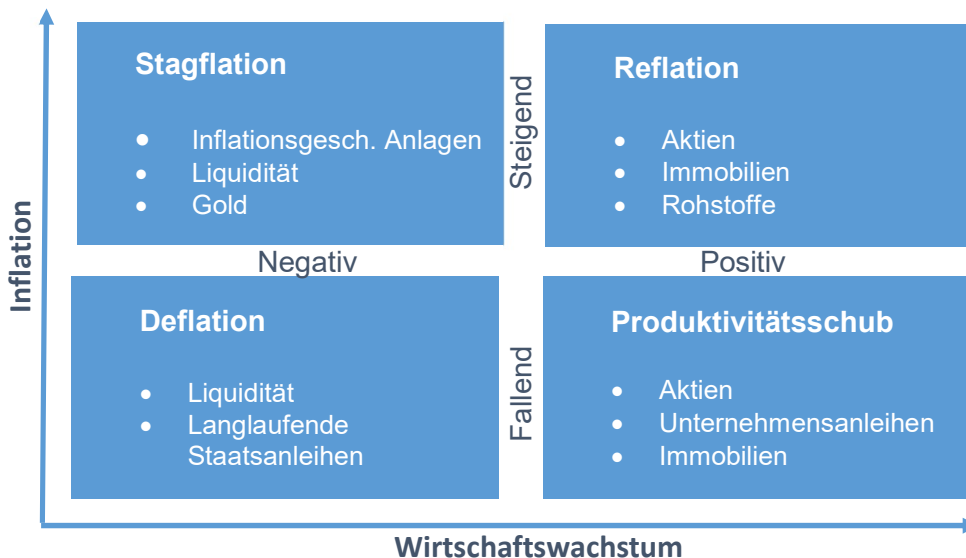


Besteht die Gefahr einer Corona-Inflation? Vier mögliche Szenarien

Die Coronapandemie hat die Wirtschaft und Gesellschaft der Schweiz mit voller Wucht getroffen. Der Bundesrat und die Schweizerische Nationalbank haben rasch gehandelt und dabei massive finanzielle Unterstützungsmassnahmen gesprochen. In diesem Zusammenhang wird immer häufiger die Frage gestellt: Wann kommt die Corona-Inflation? Bevor wir uns mit der Beantwortung dieser Frage auseinandersetzen, versuche ich, die möglichen Konjunktur- und Preisentwicklungs-Szenarien nach der Coronakrise zu skizzieren. Der Einfachheit halber habe ich mich dabei an einer einfachen Matrix-Darstellung orientiert:



Kommt es zur Stagflation: L-Szenario mit Inflationsschub?

Nach einem Jahrzehnt rekordtiefer Inflation trotz noch nie zuvor gesehenen Zentralbankinterventionen, darf die Frage erlaubt sein, wo ein solcher Inflationsschub herkommen sollte. Umso mehr vor dem Hintergrund einer stagnierenden Wirtschaft, Überkapazitäten und einem tiefen Ölpreis. Die erhöhte Umlaufgeschwindigkeit des Geldes dürfte bei einer schwachen Wirtschaftsaktivität kaum zum Problem werden. Was dann? Die Antwort könnte in Zeiten von Covid-19 in einer verstärkten Deglobalisierung und Repatriierung von Wertschöpfungsketten ins Heimatland liegen. Ein Kollaps der Flugrouten, Kreditknappheit durch einen risikoaversen Bankensektor und Exportrestriktionen verängstigter Regierungen könnten in schlimmsten Fall zu spürbar steigenden Preisen führen. Doch sind wir ehrlich: Die Globalisierung stockt nicht erst seit dem sino-amerikanischen Handelskonflikt, und dies ohne Ansteigen der Inflation. Es ist schwer zu prognostizieren, wann die Deglobalisierung die Teuerung steigen lässt, zumal mit der Digitalisierung der nächste strukturelle Inflationsdämpfer am Wirken ist. Im, unseres Erachtens, nicht wahrscheinlichen Stagflationsszenario wären Inflationsgeschützte Anleihen (TIPS), Liquidität und Rohstoffe wie Gold gefragt, während Nominalwerte wie Obligationen leiden würden. Fazit: Sehr tiefe Wahrscheinlichkeit.

Kommt es zur Deflation: L-Szenario mit fallender Inflation?

Wenn die Stimuli auf der fiskalen und monetären Ebene eine Wiederbelebung der Konjunktur nicht herbeiführen, wäre eine langanhaltende Konjunkturschwäche eine reelle Möglichkeit. Die Produktivität sinkt aufgrund der, im Zusammenhang mit dem Coronavirus angehäuften, Schulden der Regierungen und Firmen, was nötige Investitionen erschwert oder sogar verunmöglicht. Auch die Psychologie des Menschen könnte diesen Trend verstärken: Risikoaverse Manager, die nach den Erfahrungen mit Corona die über die letzten Jahre maximal ausgeschöpften Effizienzen bezüglich Liquidität und Versorgungsketten womöglich hinterfragen. Dazu kommt eine deutlich höhere Arbeitslosenquote als vor der Krise, welche den Konsum der privaten Haushalte sichtlich hemmt. Ein solches Szenario würde Aktien unter Druck bringen und wohl am ehesten für Bargeld und langlaufende Staatsanleihen sprechen, die sich historisch während Krisen relativ gut halten konnten. Fazit: Eher tiefe bis moderate Wahrscheinlichkeit.

Kommt es zur Reflation: U-Szenario mit Inflationstendenzen?

Die fiskalen und monetären Massnahmen greifen, um Firmenkonkurse und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verhindern. Die Konjunktur fängt sich 2021 wieder und bewegt sich in Richtung der alten Stärke zurück. Der Anstieg der Nachfrage sorgt für eine höhere Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und führt in Kombination mit den gewaltigen Geldmengen der Notenbanken zu steigender Inflation. Dies würde Nominalwerte, insbesondere Staatsanleihen deutlich unter Druck bringen, während Realwerte wie Immobilien, Aktien und Rohstoffe profitieren würden. Fazit: Eher tiefe Wahrscheinlichkeit.

Kommt es zum Produktivitätsschub: U-Szenario mit Null-Inflation oder negativer Inflation?

Auch hier sind die Massnahmen der Regierungen und Zentralbanken erfolgreich, um die Konjunktur nach dem dramatischen Schock zu stabilisieren. Ähnlich wie nach der Finanzkrise führen jedoch die erwähnten Massnahmen, inklusive die Geldmengenausweitung der Zentralbanken, nicht zu hoher Inflation. Wir befinden uns momentan bereits in einem deflationären Umfeld und hohe Schuldenstände bei Regierungen und Firmen dürften den Geldmultiplikator wahrscheinlich weiter hemmen. Durch Produktivitätsfortschritte wie Automatisierung und Digitalisierung sind gewisse Entlassungen und ein Anstieg der Arbeitslosigkeit wohl unumgänglich, was einen spürbaren Anstieg der Löhne eher unwahrscheinlich macht. Diese Entwicklung könnte durch die harte Realität, welche die sogenannte «Gig Economy», also Freiberufler, während Corona erleben mussten, verstärkt werden. Diese fielen teilweise durch das wirtschaftliche Auffangraster und wurden aus Kostengründen als erste Massnahme freigestellt oder einfach nicht mehr abgerufen. In der erwähnten Gruppe dürften sich viele nach zusätzlicher Sicherheit sehnen und eine feste Arbeit suchen, was die Löhne weiter unter Druck bringen dürfte. In einem solchen Szenario profitieren vor allem Aktien und Unternehmensanleihen, doch auch Immobilien dürften das Portfolio aufgrund der tiefen Zinsen unterstützen. Fazit: mittlere bis eher hohe Wahrscheinlichkeit.

Auf welches Szenario sollte man sein Portfolio ausrichten?

Grundsätzlich gehen wir nach wie vor davon aus, dass sich die Wirtschaft mittelfristig erholen wird, wenn auch nicht in einem allzu forschen Tempo. Dabei sehen wir in einem Umfeld von Überkapazitäten nur wenig Potenzial für grössere Inflationsschübe. Aus diesem Grund erachten wir das Szenario «Produktivitätsschub», möglicherweise mit einer auf längere Sicht sehr sanft ansteigenden Teuerung als realistisch. Das Deflationsszenario sollte man trotz der eher geringen Eintrittswahrscheinlichkeit nach wie vor nicht gänzlich negieren und sorgt in unseren Gedanken rund um die Portfoliokonstruktion für den nötigen Qualitätsgedanken.

Unsere Anlagepolitik

Die letzten Wochen waren einmal mehr Beweis dafür, dass es nicht ratsam ist, sich von kurzfristigen Bewegungen leiten zu lassen. Krisensituationen gibt es immer wieder, auch wenn die Aktuelle eine unerwartete und vor allem auch sehr heftige ist, die viel Geduld und Nerven braucht. Die Aktienmärkte haben nun ungefähr die Hälfte des Rückschlags seit den Tiefstständen in der zweiten Märzhälfte aufgeholt. Die Erholung hat mit den jüngsten Konjunkturdaten und den Sorgen rund um einen möglicherweise neu aufflammenden Handelskonflikt zwischen den USA und China an Dynamik verloren. Es ist gut möglich, dass sich die Wirtschaft in zwei Geschwindigkeiten entwickeln wird: Unter dieser Annahme kann erwartet werden, dass sich das verarbeitende Gewerbe eher rascher erholen könnte und der Dienstleistungs- und Einzelhandelssektor eine spürbar flachere Erholungskurve zeichnen würde. In dieser von Unsicherheit geprägten Phase halten wir die defensiven und qualitativ soliden Schweizer Aktien Übergewichtet. Dagegen positionieren wir den zyklischen europäischen Aktienmarkt in einem taktischen Untergewicht. Neben Unternehmensanleihen mit einer guten Bonität bleiben das Gold und Immobilienfonds aus der Schweiz wichtige Bausteine in einem gemischten Anlageportfolio. Wir sind überzeugt, dass der langfristige Anlagehorizont kombiniert mit einer vernünftigen Diversifikation nach wie vor zwei zentrale Faktoren des erfolgreichen Investierens sind.

Beste Grüsse und gute Gesundheit
Renato Flückiger, CIO Valiant

Der cio-update dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Aufforderung oder Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von bestimmten Produkten dar. Die Information wurde von der Abteilung Investment unseres Institutes erstellt und ist nicht das Ergebnis unserer Finanzanalyse. Für alle Angaben haben wir zuverlässige Quellen benutzt, trotzdem müssen wir eine Garantie für deren Richtigkeit ablehnen. Die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Prognosen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Soweit gesetzlich zulässig, schliesst die Valiant Bank AG jegliche Haftung für irgendwelche Verluste aus, sei es gestützt auf diese Informationen oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.