

UNRUHIGERE GEWÄSSER

Die Furcht vor Inflationsschüben und Rückschlägen beim Wirtschaftswachstum geht um. Vor allem Signale aus China lassen aufhorchen. Die Rahmenbedingungen für die Märkte haben sich jedoch nicht fundamental verändert.

Es ist eine der bekanntesten Episoden aus dem monumentalen Heldenepos des Homer: Odysseus gerät auf seiner abenteuerlichen Irrfahrt an eine gefährliche Meerenge, beherrscht von einem sechsköpfigen Seeungeheuer auf der einen Seite und einem tödlichen Strudel, der ganze Schiffe verschlingt, auf der anderen. In einer solchen Lage wird es schwierig, ohne Schaden davonzukommen, wie auch Odysseus und seine Gefährten schmerzhaft erfahren müssen. Es gilt, das Schiff geschickt zu steuern, um überhaupt durch die Enge zu kommen.

Auch in der Wirtschaft gibt es Phänomene, die besonders gefürchtet sind. Allen voran sind das wohl die Schreckgespenster von Rezession und Inflation, die in letzter Zeit wieder stärker in den Vordergrund gerückt sind. Vor allem wenn beide gemeinsam auftreten, wird es eng. Just dieses Bild einer Stagflation wurde unlängst in der angelsächsischen Presse heraufbeschworen. Anlass sind Enttäuschungen bei den Wachstumszahlen und steigende Inflationsraten in den grossen Volkswirtschaften der Welt. Stehen wir nach der inzwischen schon viele Monate dauernden Erholungsphase tatsächlich vor unruhigen Zeiten?

Alle Augen auf China

Zunächst ist festzuhalten, dass die Wachstumserwartungen für 2021 gemäss Konsensprognosen sowohl für die USA als auch für China in den letzten Monaten in der Tat etwas zurückgenommen wurden. Dennoch wird weiterhin davon ausgegangen, dass die amerikanische Wirtschaft im laufenden Jahr um über 6% und die chinesische um über 8% zunehmen werden. Auch für 2022 zeigen die Prognosen sowohl für die beiden grössten Volkswirtschaften als auch für Europa, Japan und eine Reihe von wichtigen Schwellenländern ansprechende Wachstumsraten. Von Rezession ist in diesen Zahlen jedenfalls noch nichts zu sehen.

Etwas weniger eindeutig präsentiert sich die Lage bei einigen anderen Indikatoren, die von den Analysten für ihre Einschätzungen herangezogen werden. So ist zum Beispiel der Caixin Einkaufsmanagerindex in China, erstmals seit Juni 2020 wieder unter fünfzig Punkte gefallen und signalisiert somit negative Geschäftsentwicklungen. Auch der chinesische Aktienmarkt, für viele ein guter Indikator für den zukünftigen Gang der Wirtschaft, hat seit Anfang des Jahres deutlich verloren – ganz im Gegensatz zu den US-amerikanischen Aktienmärkten, wie die Grafik auf der nächsten Seite eindrücklich zeigt.

Ganz allgemein scheint sich die Verunsicherung dieses Mal stärker von China als von den USA aus zu verbreiten. So gibt es seit einiger Zeit Anzeichen für verstärkte Eingriffe des Staates in die Wirtschaft: Milliarden schwere Börsengänge werden in letzter Minute abgeblasen (Ant Group), harsche



Regulierungen für Technologiekonzerne eingeführt (Alibaba, Tencent), Börsengänge im Ausland behindert (Didi), Gewinne in bestimmten Branchen verboten (TAL Education Group, Gaotu Techedu), Transaktionen mit Kryptowährungen untersagt (Bitcoin) oder die Möglichkeiten für Online-Spiele drastisch eingeschränkt. In der Folge sind nicht nur der breite Markt, sondern vor allem Aktien von führenden Technologiekonzernen seit Anfang 2021 in zweistelliger Höhe eingebrochen.

AKTIENMÄRKTE CHINA UND USA SEIT ANFANG 2020

NICHT MEHR SYNCHRON



Quelle: Bloomberg. 1.1.2020 = 100, Performance in Lokalwährung.

Zu den grössten ökonomischen Problemen in China zählt jedoch etwas anderes: Die hohe Verschuldung. Diese lag bei privaten Firmen ausserhalb des Finanzsektors per Ende 2020 bei über 220% des Bruttoinlandprodukts. In den letzten Wochen ist dieses Problem konkret und für alle sichtbar geworden. Während der Staat im August noch das schlingernde Finanzkonglomerat Huarong mit Kapital versorgte, wird nun seit Wochen um die Rettung des Immobilienentwicklers Evergrande gerungen, der Verpflichtungen von über 300 Milliarden US-Dollar haben soll. Noch ist nicht klar, ob es sich dabei um die Spitze eines Eisberges und den Beginn einer grossen Immobilienkrise handelt. Wenn dem so wäre, bleibt die Hoffnung, dass sich die Ansteckungsgefahr für den Rest der Welt in Grenzen hält, da die globalen Verflechtungen mit dem chinesischen Finanzsektor noch nicht weit fortgeschritten sind. In jedem Fall steckt die chinesische Regierung vor einem Dilemma: Wie kann Finanzdisziplin durchgesetzt werden, ohne die Wut von geprellten Wohnungsbesitzern zu riskieren?

Inflation – vorerst eher temporär

Zu Beginn der Corona-Krise haben wir uns an dieser Stelle unter dem Titel «Wenig Reserven» erstmals mit der Frage auseinandergesetzt, ob angesichts unsicherer Lieferketten in der Wirtschaft ein Umdenken hin zum Aufbau von grösseren Lagerkapazitäten, mehr Redundanzen in der Produktion oder auch verstärkter geographischer Diversifikation von Lieferanten einsetzen könnte. Wir hofften, dass dieser Prozess relativ geordnet und ohne grösseren Friktionen verlaufen könnte, falls der Atemstillstand der Wirtschaft durch Covid-19 nicht zu lange dauern würde. Heute glauben wir konstatieren zu können, dass dieser Prozess im Gange ist. Trotz immer wieder aufflackernden Unsicherheiten durch die Pandemie – auch mit Auswirkungen auf Wachstumserwartungen – hat sich die Wirtschaft insgesamt als bemerkenswert resilient erwiesen. Es mag sein, dass gewisse Preissteigerungen mit einem solchen Umbau zu tun haben. Dass sich daraus aber eine dauerhafte Inflationstendenz entwickelt, halten wir für eher unwahrscheinlich – irgendwann nehmen die Umbaukosten ja dann auch wieder ab.

Festzuhalten gilt es in jedem Fall, dass die Konsumentenpreise in den letzten Monaten praktisch in allen Ländern so stark gestiegen sind wie seit vielen Jahren nicht mehr. Neben den eben genannten Anpassungen an ein unsichereres Umfeld ist derzeit noch ein statistischer Effekt von Bedeutung: Da die Preise in der ersten Phase der Pandemie vielerorts deutlich fielen, erscheint die Gegenbewegung aufgrund des Basiseffekts dramatischer als sie wirklich ist. Die Finanzmärkte jedenfalls zeigen aktuell noch keine dauerhafte Inflationsgefahr an – nicht bei den Obligationenrenditen, nicht bei den inflationsgeschutzten Anleihen und schon gar nicht bei den Erwartungen zu Leitzinserhöhungen. Die enorm gestiegenen Geldmengen führen zwar mit grosser Wahrscheinlichkeit zu Anstiegen bei den Vermögenspreisen, in der Geldumlaufgeschwindigkeit und in den Konsumentenpreisen sind sie jedoch (noch?) nicht zu sehen.

In der Vergangenheit entstand hartnäckige Inflation vor allem dann, wenn die Löhne durch Knappheiten am Arbeitsmarkt zu steigen begannen



und damit eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzten. Bislang scheint es, dass in der globalisierten Welt genügend günstige Arbeit angeboten wird – ob physisch, automatisiert oder virtuell. Auch das spricht eher dafür, dass die Inflation zumindest kurzfristig nicht unkontrolliert ansteigen wird. In China jedenfalls, das bekanntlich als erstes Land von der Pandemie getroffen wurde, war der Teuerungsschub temporär, wie unsere Grafik zeigt.

INFLATION CHINA UND USA SEIT ANFANG 2016

HÖHERE WELLEN



Quelle: Bloomberg. Nominale Inflationsraten (Konsumentenpreise).

Kurzfristig stehen die Zeichen also eher auf Entspannung. Mit Blick auf die längere Frist darf allerdings nicht vergessen werden, dass seit einiger Zeit Kräfte wirken, die der Ära von kontrollierter, niedriger Teuerung ein Ende setzen könnten. Da ist erstens die oben erwähnte, gewaltige Ausweitung der Geldmenge, die (falls überhaupt möglich) schmerzhaft zurückgefahren werden müsste, wenn doch einmal ein Inflationsstrudel losbrechen sollte. Und zweitens beginnen sich die demographischen Bedingungen mit dem Ausscheiden der Babyboomer aus dem Arbeitsmarkt fundamental zu ändern, wie es Charles Goodhart und Manoj Pradhan in ihrem bemerkenswerten Buch «The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival» eindrücklich beschreiben. In ein paar Jahren könnte die Welt dann tatsächlich komplett anders aussehen, mit grossen Herausforderungen für die Finanzierung der auch in den westlichen Industrieländern enorm angewachsenen Schuldenberge. Es scheint, als liege das Ungeheuer nicht direkt vor uns, aber ignorieren dürfen wir es sicher nicht.

Vorerst kein perfekter Sturm

Treiben wir also, wie einst Odysseus, auf eine (ökonomische) Meeresenge zwischen Skylla und Charybdis zu? Nein, gemäss unserer Analyse stehen die Zeichen derzeit nicht auf Stagflation: Anlegerinnen und Anleger wären gut beraten, ihre Portfolios nicht einseitig auf ein solches Szenario auszurichten. So verläuft, erstens, die Entwicklung in China und den USA bislang nicht synchron. Zweitens scheinen die Zentralbanken – ob man will oder nicht – weiterhin entschlossen, die Wirtschaft bei Anzeichen von Schwäche mit günstigem Geld zu fluten. Drittens schliesslich hat sich die Geldschwemme bislang noch nicht messbar auf die Teuerungsraten bei Konsumentenpreisen ausgewirkt. Somit bleiben die Zinsen wohl bis auf weiteres historisch niedrig, die Inflation moderat.

Bei Aktien, Immobilien und Privatmarktanlagen haben billiges Geld und die jüngste Erholung dagegen verbreitet zu höheren Preisen und Bewertungen geführt. Dies erklärt auch, warum an den Märkten in letzter Zeit nervöser auf Gerüchte und Nachrichten reagiert wird. Insbesondere eine Rückführung von Liquiditätsprogrammen der Zentralbanken («Tapering») wird von vielen Marktteilnehmern gefürchtet. Das geht so weit, dass schlechte Nachrichten bisweilen positiv aufgenommen werden, weil sie ein späteres «Tapering» erwarten lassen. Uns scheint jedenfalls, dass Korrekturen an den Märkten grundsätzlich notwendig, gesund und mit grosser Wahrscheinlichkeit temporär sind, weil sich an den generellen Rahmenbedingungen bislang nichts Grundlegendes geändert hat. Dafür bräuchte es mehr, etwa eine Wandlung von China zur Importnation, einen Verlust des Vertrauens der Märkte in die Zentralbanken oder eine Schulden- und Immobilienkrise globalen Ausmasses.

Über viele Monate war die Fahrt, zumindest an den Finanzmärkten, relativ ruhig und mit ansprechenden Renditen gesegnet. Es mag sein, dass nun etwas unruhigere Gewässer kommen. Das ist aber noch kein Grund, zu verzagen und die Kursrichtung aus den Augen zu verlieren. Und Kurs halten heisst immer noch, investiert zu sein.

—

IA, 30.09.2021



HALALI! MUNTERE JAGD GEGEN REICHE

Gerade hat die Schweiz wieder einmal abgestimmt. Das tut sie oft, und nicht immer sind die Themen von übergeordneter Tragweite. So durfte man vor ein paar Jahren zu einem Volksbegehren für behorrnte Kühe Stellung nehmen. Das laut Verfassung gewährte Initiativrecht kennt naturgemäss keine inhaltlichen Schranken, und so kommt dann und wann halt auch zeitgeistbedingter Unsinn an die Urne. Doch zumeist hat die Vernunft des Volks bis anhin obsiegt, oder sagen wir mal, mindestens nicht schlechter gewirkt als manch angeblich sachkundiges Parlament im näheren und fernerem Ausland.

An der diesjährigen Notenbanktagung in Jackson Hole stellten drei Ökonomen ein Papier vor, das – etwas verkürzt gesagt – den Reichen die Schuld für die nachhaltig tiefen Zinsen in die Schuhe schiebt.

Vor einer Woche stand eine Sonderbesteuerung für Bürger mit höherem Einkommen zur Debatte. Ein verführerischer politischer Vorstoss, die sogenannte 99-Prozent-Initiative, denn die grosse Mehrheit des Stimmvolks gehörte zu den potenziell Begünstigten, während man einen Raubzug auf die Einkommen derjenigen vorhatte, „die es sich leisten können“. Die gute Nachricht: Die Volksinitiative von Linksaussen wurde wuchtig abgelehnt, nämlich mit 65 Prozent der Stimmen. Ausserdem stimmte kein einziger Kanton für das Vorhaben. Das ist beruhigend. Irgendwie scheint der Kausalzusammenhang zwischen Einkommen, Wachstum und Wohlstand in der Schweiz gut verankert zu sein.

Die Schlechte Nachricht: Die nächste, vergleichbare Initiative steht schon bereit. Nun wird es nicht mehr um die Einkommensbesteuerung gehen, sondern um die grossen Vermögen. Alles, was

mehr als 100 Millionen pro Person beträgt, soll „vergesellschaftet“ werden, sprich: enteignet. Auch dieser Vorstoss wird abgelehnt werden. Darin liegt nicht das Problem.

Vielmehr muss zu denken geben, dass lediglich 30 Jahre nach Zusammenbruch der auf Vergesellschaftung, Enteignung und Zwangsarbeit beruhenden Sowjetunion überhaupt jemand auf die Idee kommt, in diese Mottenkiste kommunistischer Vergangenheit zu greifen. Aber irgendwie liegt die Jagd auf die Reichen im Zeitgeist. Der französische Volkswirtschaftsprofessor Piketty hatte sie eröffnet, und sie wird nun munter fortgesetzt, beispielsweise durch drei amerikanische Ökonomen, die an der diesjährigen Notenbanktagung in Jackson Hole ein Papier vorstellen durften, das – etwas verkürzt gesagt – den Reichen die Schuld für die nachhaltig tiefen Zinsen in die Schuhe schiebt. Weil die Reichen mehr sparen als die Ärmeren. Wie überraschend, möchte man bemerken. Dass aber die Reichen unter anderem so reich geworden sind, weil die Notenbanken durch Zinssenkungen die Vermögenspreise in unvernünftige Höhen schnellen liessen, davon ist die Rede nicht. Was ist Ursache, was ist Wirkung, wer ist wirklich „schuld“?

Auch dieses akademische Paper wird keine direkten Auswirkungen haben. Aber es ist ein weiteres Fanal auf dem Weg in eine eher ungemütliche Welt, in der Leistung und Risikoprämiierung wenig geschätzt und angebliche Gleichheit zum Ideal empostilisiert wird. In der Schweiz hat wenigstens das Volk noch das letzte Wort und kann sich gegen den Zeitgeist stemmen. In angelsächsischen Ländern hat die Beisshemmung gegenüber Eigentum noch stets gewirkt, in UK selbst bei der rötesten von roten Labourregierungen. In allen anderen Fällen wäre ich mir diesbezüglich nicht so sicher.

—

KH, 30.09.2021

