



Tiefe Zinsen und Inflationsrisiko – wie investieren?



Noch nie in der modernen Geschichte der Menschheit wurden so grosszügig Wirtschaftsunterstützungsprogramme seitens der Regierungen bewilligt sowie von den Zentralbanken Geld gedruckt. Dabei drängt sich die Frage auf, wie sich diese extrem expansive Fiskal- und Geldpolitik global auf die Zinsen sowie die Inflation in den nächsten Jahren auswirken wird und was das für die Anleger bedeutet.

Wie werden sich die Zinsen entwickeln?

Wir gehen davon aus, dass die kurz- aber auch die langfristigen Zinsen noch sehr lange auf den aktuell tiefen Niveaus bleiben werden. Warum?

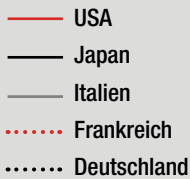
Die Unterstützungsmassnahmen der Regierungen liessen die Verschuldungsniveaus von vielen Ländern auf neue Rekordstände ansteigen. Der internationale Währungs-

fonds (IWF) schätzt, dass Ende 2020 die Bruttoverschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung in den USA 141% betragen wird. Ende 2019 lag diese Zahl bei 108%, vor dem Ausbruch der Finanzkrise bei 64% (Grafik *Staatsverschuldung und Prognose*). Auf dem letzten Höhepunkt nach dem zweiten Weltkrieg betrug diese in den USA 118%. Weiter rechnet der IWF für 2020 unter anderem mit einem Verschuldungsanstieg in Italien (+31% auf 166%) Frankreich (+27% auf 125%), Deutschland (+17% auf 75%) oder Japan (+30% auf 268%).

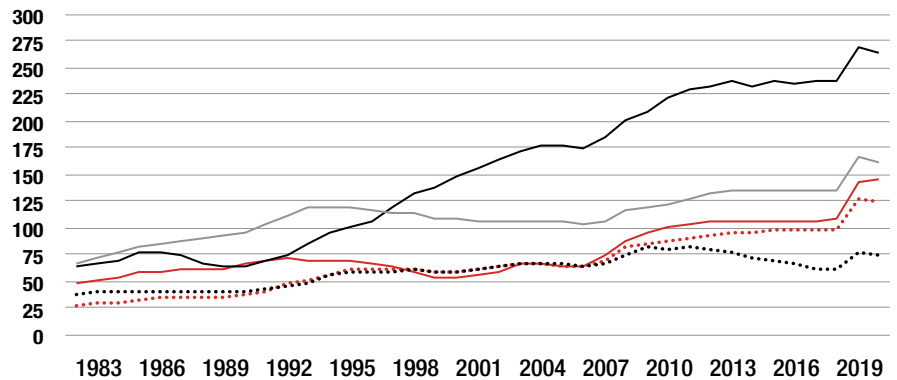
Der Anstieg der Verschuldungsniveaus kann von den Staaten nur verkraftet werden, wenn die Zinskosten tief bleiben (Grafik *Zinsen Staatsobligationen 10 Jahre*). Ein Anstieg der Zinsen dürfte die Tragbarkeit der Schulden in Frage stellen und eine erneute Finanzkrise auslösen. Aus diesem Grund haben sich die grössten und mächtigsten Zentralbanken entschieden, mittels verschiedener Massnahmen die

Staatsverschuldung und Prognose 2020

in % vom BIP

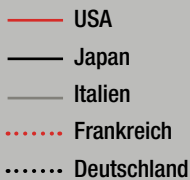


Quelle: IWF, WKB

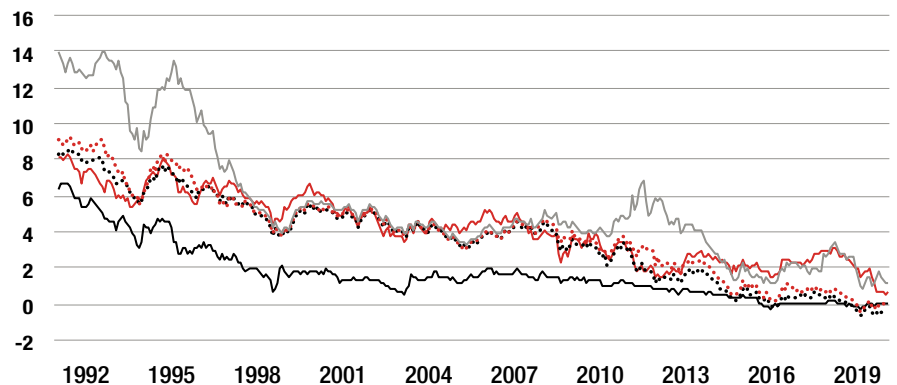


Zinsen Staatsobligationen 10 Jahre

in %



Quelle: Refinitiv, WKB



Zinsen der Staaten tief zu halten. Dabei wurde von diesen implizit kommuniziert, dass die kurzfristigen Zinsen noch sehr lange tief bleiben. Um die langfristigen Zinsen zu drücken, haben die Zentralbanken direkt Obligationen mit mittel- bis langfristigen Laufzeiten aufgekauft. Das Ausmass der Intervention wird im Anstieg der neu geschaffenen Geldmenge dargestellt. So hat die amerikanische Zentralbank innerhalb von wenigen Monaten virtuell 3'000 Milliarden USD (14% vom BIP) sowie die europäische EZB 1'800 Milliarden EUR (13% vom BIP) geschaffen (Grafik *Bilanzen der Zentralbanken*).

Kommt die Inflation?

In den nächsten Quartalen wird die Teuerung, welche sich in den entwickelten Ländern seit den 80er Jahren stetig abgeschwächt hat, auf einem tiefen Level verharren (Grafik *Inflationsentwicklung in den Ländern der OECD*). Seitens Regierungen sowie Zentralbanken bestehen jedoch mittel- bis langfristig ein erhöhtes Interesse, signifikant höhere Inflationsraten zu haben. Warum?

Hohe Schuldenlevel haben einen negativen Einfluss auf zukünftige Entwicklungsmöglichkeiten. Deshalb werden die Länder nach der Bewältigung der Coronakrise ein Interesse haben, die aktuell historisch hohen Schulden auf ein gesundes Niveau zu senken. Schulden können mittels nachhaltigem Wirtschaftswachstum und Staatshaushaltsbudgetdisziplin (d.h. die Gewinne werden verwendet, um die Schulden zurückzubezahlen), Schuldenrestrukturierung oder aber Inflation gesenkt werden. Wir stufen die letzte Option als die plausibelste ein. Das Ziel wird es sein, die hohen Schuldenberge wegzuinflationieren. Aufgrund der höheren Preise und der höheren Einnahmen können die Nominalschulden, welche stets gleich hoch sein werden, schneller zurückbezahlt werden.

Dabei stellt sich die Frage, wann die Inflation kommen wird? Wir gehen davon aus, dass in der kurzen Frist das Inflationsniveau weltweit weiterhin tief bleiben wird. Mittelfristig sprechen jedoch folgende Faktoren für eine höhere Inflation:

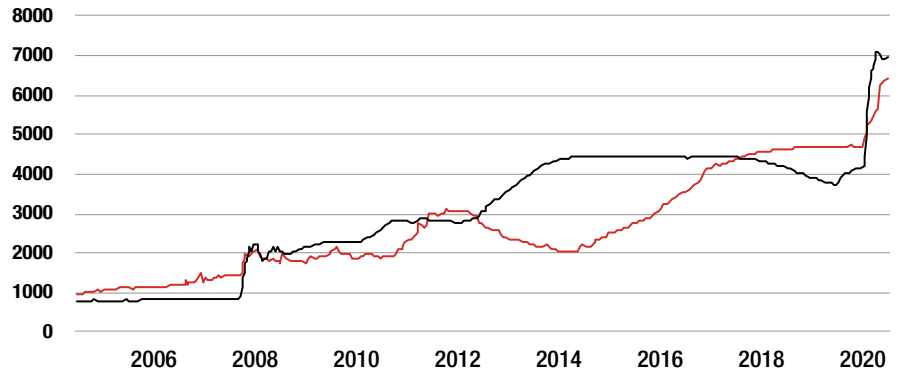
- 1) rekordhohes Geldmengenwachstum durch die expansive Geldpolitik der Zentralbanken,

Bilanzen der Zentralbanken

in Milliarden EUR/USD

- Europäische Zentralbank
- Amerikanische Zentralbank

Quelle: Refinitiv, WKB

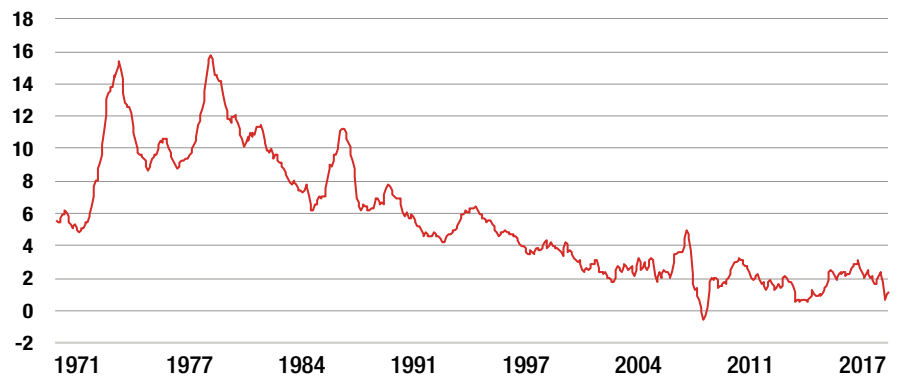


Inflationsentwicklung in den Ländern der OECD

Jahresänderung, in %

- Teuerungsrate

Quelle: Refinitiv, WKB



- 2) Anstieg der Preise da vermehrt lokal produziert werden dürfte,
- 3) Infrastrukturinvestitionen in neue Technologien, welche nachhaltig die Nachfrage ankurbeln könnten. Die Konsumnachfrage hat sich seit Mai bereits stark erholt. So befinden sich die Detailhandelsumsätze in den entwickelten Ländern heute wieder auf Vorkrisenniveau,
- 4) Inflationshüter, d.h. die Zentralbanken, welche ein stabiles Preisniveau zum Ziel haben, sehen dieses Ziel nicht mehr als sakrosankt an. So hat die amerikanische Zentralbank Ende August ein neues Kapitel bezüglich Zinspolitik aufgeschlagen. Währenddem bis dahin das Ziel der Zentralbank darin bestand, die Inflation auf ein Niveau von 2% zu bringen, so peilt diese in Zukunft nur noch ein durchschnittliches Inflationsziel von 2% an. Das bedeutet, dass die Inflation ohne weiteres in Zukunft oberhalb dieses Zielbandes liegen kann.

Beim Gegenargument, welches eher gegen einen starken Anstieg der Inflation spricht, wird oft Japan erwähnt. Das Inflationsniveau liegt trotz expansiver Geld- und Fiskalpolitik seit ungefähr 30 Jahren auf einem tiefen Level.

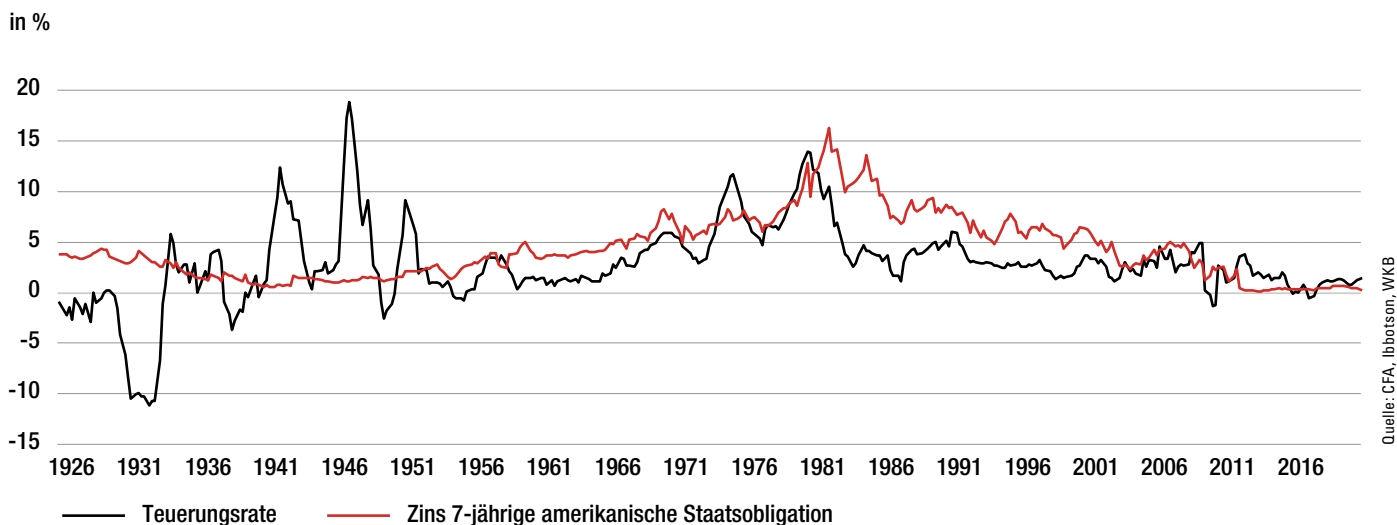
Wie werden die Zentralbanken handeln, sollte die Inflation ansteigen?

«Wir gehen davon aus, dass falls es zu höheren Inflationsraten kommen sollte, die Zentralbanken die Leitzinsen auf den aktuell tiefen Niveaus belassen werden.»

In den letzten Jahrzehnten haben die Zentralbanken die Inflation jeweils mittels Leitzinsänderungen stabilisiert. Stieg die Inflation, so wurden die Zinsen erhöht, sank diese, so wurden die Zinsen gesenkt. Wir gehen davon aus, dass, falls es zu höheren Inflationsraten kommen sollte, die Zentralbanken die Leitzinsen auf

den aktuell tiefen Niveaus belassen werden. Ist ein solches Szenario überhaupt vorstellbar? Dabei verweisen wir auf die Periode zwischen 1940-1950 in den USA. Die Epoche

Inflations- und Zinsentwicklung in den USA ab 1926



des zweiten Weltkrieges sowie der Nachkriegszeit war geprägt von stark schwankenden sowie hohen Inflationsraten. Die Kosten der Kriegsführung und die anschließenden Wiederaufbauinvestitionen wurden durch erhöhte Staatsverschuldung mittels Geldmengenausweitung der Zentralbanken finanziert. Trotz der steigenden Inflation blieben die Zinsen auf tiefen Niveaus (Grafik *Inflations- und Zinsentwicklung in den USA ab 1926*). Zu dieser Zeit kontrollierte die amerikanische Zentralbank die Zinskurve aktiv. Als Konsequenz konnten die Staatsschulden erneut auf ein gesünderes Niveau reduziert werden.

«Wir können zusammenfassen, dass in der mittel- bis langfristigen Sicht Sparer und Anleiheninvestoren zu den grossen Verlierern gehören werden.»

Was bedeutet das für die Anleger?

Aufgrund der Fortführung der anhaltend tiefen Zinsen im kurz- sowie langfristigen Bereich bleibt das Anlageumfeld unabhängig von der Inflation für konservativ ausgerichtete Investoren herausfordernd. Sparer werden weiterhin noch lange mit Zinsen nahe Null und teils sogar im Negativbereich leben müssen. Sollte sich in Zukunft weiter die Inflation dazugesellen, dann werden Sparer sowie Obligationeninvestoren noch stärker an Kaufkraft einbüßen. Sicher ist, dass die Höhe des angesparten Betrages nicht abnehmen wird (unter der Annahme dass keine Negativzinsen angewendet werden). Jedoch wird die Kaufkraft dieses Betrages durch

die Inflation reduziert. So konnte man beispielweise mit 100.- am Anfang der 1940 Jahre 100 Brote kaufen. Durch die Tatsache, dass zwischen 1940 und 1950 die Inflation gestiegen ist, die Zinsen jedoch tief geblieben sind, konnte man in den 50 Jahren mit demselben Betrag nur noch 50 Brote kaufen. Wie dieses Beispiel aufzeigt, kann die Kaufkraft im Laufe der Zeit sehr stark abnehmen.

Wir können festhalten, dass in der mittel- bis langfristigen Sicht Sparer und Anleiheninvestoren zu den grossen Verlierern gehören werden. Um sich möglichst gut auf das Szenario einer global erhöhten Inflation vorzubereiten

empfehlen wir im Obligationenbereich inflationsgeschützte Anleihen. Dabei wird der Coupon oder der Nominalwert jeweils an die Inflation angepasst. Weiter sehen wir in Realwertanlagen wie Immobilienanlagen, Gold oder globale Rohstoffe eine interessante Anlagemöglichkeit. Abschliessend sollten auch Aktien einen gewissen Schutz gegen Inflation bieten. Steigende Preise sollten sich auch in steigenden Nominalumsätzen und -gewinnen niederschlagen.

Sitten, den 5. Oktober 2020