

WSH Werte als Kontinuum

**WSH TELEX**

Montag, der 30. Januar 2023



# Update Ökonomie und Kapitalmärkte „Konjunkturelle versus strukturelle Risiken“

## Konjunkturelle versus strukturelle Risiken

von Univ.-Prof. Dr. André Schmidt

Verfolgt man die gegenwärtigen Diskussionen auf dem Börsenparkett oder auch in den Finanzteilen der renommierten überregionalen Tageszeitungen, so stellt man fest, dass diese in der Hauptsache von kurzfristigen, konjunkturellen Aspekten dominiert werden. Im Mittelpunkt stehen dabei vor allem die Fragen nach dem Ende bzw. einer Verlangsamung der Zinswende, weil die aktuelle Phase der Stagflation von einer Rezession abgelöst werden könnte. Unklar ist dabei, wie stark die bevorstehende Rezession ausfallen wird. Nach den eher pessimistischen Erwartungen der Weltbank und der OECD im Oktober des vergangenen Jahres, ist noch immer von der Rezession nichts zu sehen. Auch die schon gemilderten Rezessionsbefürchtungen des Sachverständigenrates wurden durch den Jahreswirtschaftsausblick des Bundeswirtschaftsministeriums in der vergangenen Woche noch einmal deutlich in Richtung einer optimistischeren Sicht verschoben. Im Moment ist von einer Rezession noch nicht viel zu spüren und die ersten Frühindikatoren lassen weder eine tiefe noch lang anhaltende Rezessionsgefahr erkennen. Vielmehr findet noch immer das Bild des letzten Jahres seine Bestätigung, dass zwei entgegengesetzte Entwicklungen, Angebotsschock und zurückgestaute Nachfrage, die konjunkturelle Entwicklung bestimmen. Dabei zeigt sich, dass der Angebotsschock noch nicht ausreichte, um tatsächlich im volkswirtschaftlichen Aggregat zu einem Rückgang der Nachfrage zu führen. Vor diesem Hintergrund sind alle konjunkturellen Prognosen für die nächsten zehn bis zwölf Monate mit einer hohen Unsicherheit behaftet, die Entwicklung kann noch immer sowohl in die eine Richtung (weiterhin hohe Inflationsraten) als auch in die Richtung einer Rezession (Beginn eines deutlichen Desinflationsprozesses) führen. Die Finanzmärkte haben sich aktuell zunächst einmal mehrheitlich für die zweite Richtung entschieden, wie die deutlichen Zugewinne bei den Techwerten oder auch die Empfehlungen, dass das kommende Jahr ein Jahr der Anleihen werden könnte, zeigen.

Aus der Sicht des Vermögensanlegers ist jedoch zu fragen, ob die aktuellen Diskussionen über die Fragen des Konjunkturverlaufs nicht den Blick für die wahren und relevanten Risiken verstellt. Denn im Mittelpunkt der Vermögensanlage sollten nicht die taktischen, sondern vor allem die langfristigen strategischen Aspekte stehen. Aus diesem Grund soll daher vor allem auf die strukturellen Risiken der zukünftigen volkswirtschaftlichen Entwicklungen hingewiesen werden, die durchaus dafür sprechen, dass auch in Zukunft die Inflationsraten weitaus höher ausfallen werden, als gemeinhin erwartet. Unabhängig von den aktuellen konjunkturellen Entwicklungen sind für die nächsten Jahre zwei Trends zu identifizieren, die langfristig die ökonomische Entwicklung prägen werden.

## Update Ökonomie und Kapitalmärkte „Konjunkturelle versus strukturelle Risiken“

Da ist zum einen, mit der Ausnahme Frankreichs, in allen Industriestaaten in den nächsten Jahren mit einer starken Alterung des Erwerbspersonenpotenzials zu rechnen. Auch China kann sich diesem Trend nicht entziehen und sieht sich genauso den Herausforderungen des demografischen Wandels ausgesetzt, wie die meisten westlichen Industriestaaten auch. Im Grundsatz wird dies dazu führen, dass in Zukunft der Lohnkostendruck für die Unternehmen deutlich wachsen wird. Gleichzeitig sind nur in den wenigsten Industriestaaten die sozialen Sicherungssysteme ausreichend auf den demografischen Wandel vorbereitet. Insbesondere in den so genannten Bismarck-Staaten, in denen Gesundheits- und Rentenleistungen aus dem Generationenvertrag finanziert werden, wird die intergenerative Umverteilung sehr schnell an ihre Grenzen stoßen. Soll ein gravierender Abbau des Sozialstaates vermieden werden, wird den Regierungen nichts anderes übrigbleiben, als die Sozialausgaben verstärkt über die öffentlichen Haushalte zu finanzieren. Damit droht eine Ausweitung der öffentlichen Verschuldung, welche zu einem Anstieg der Kapitalnachfrage bei einem aufgrund des demografischen Wandels verringerten Kapitalangebots, führt. Die Konsequenzen werden dabei steigende Zinsen an den Kapitalmärkten sein. Soll der Zinsanstieg verhindert werden, wird den Zentralbanken keine andere Wahl bleiben, als die gestiegene Kapitalnachfrage der sozialen Sicherungssysteme ihrerseits durch ein höheres Geldangebot zu akkommodieren. Die Ausweitung der Geldmenge bei gleichzeitig gestiegenen Lohnkosten würde dann auch zu einem höheren inflationären Potential führen.

Der zweite langfristige Trend, der zum anderen besteht, wird vor allem durch die Klimapolitik beschrieben. In den traditionellen Industriezweigen der Automobilindustrie, des Maschinenbaus und den energieintensiven Industriezweigen begünstigt die Klimapolitik disruptive Marktentwicklungen, von denen noch niemand vorhersagen kann, welche Technologien sich am Ende im Wettbewerb behaupten können. Gleichzeitig führt der Zwang von Reduktionen der Kohlendioxidemissionen dazu, energetisch effiziente Energieträger durch weniger energetisch effiziente Energieträger zu substituieren. Auch dieser Wandel erfordert einen hohen Kapitalbedarf und führt zu einer wesentlichen Verteuerung von Energie. Beides wird den Druck auf die Zinsen erhöhen. Der Kapitalbedarf führt zu einer höheren Kapitalnachfrage und die Verteuerung der Energie und der für ihre Erzeugung notwendigen Ressourcen führen zu einem Anstieg des inflationären Potenzials.

Die hier aufgezeigten strukturellen Entwicklungen sollen die Sensibilität dafür wecken, dass zwar kurzfristig der inflationäre Druck im Rahmen der konjunkturellen Entwicklung gemildert wird, aber dass es durchaus sehr gute Gründe dafür gibt, dass es eher einen mittel- bis langfristigen Trend gibt, der durchaus dafür sprechen kann, dass der inflationäre Druck und die mit ihm einhergehenden höheren Zinsen durchaus noch längere Zeit an den Märkten bestehen werden, unabhängig davon, was in kurzfristiger konjunktureller Sicht passiert.

# Update Ökonomie und Kapitalmärkte „Konjunkturelle versus strukturelle Risiken“

Dieser Trend würde noch eine deutliche Verschärfung erfahren, sollten die Zentralbanken tatsächlich gezwungen werden, durch bilanzverkürzende Maßnahmen den Märkten in höherem Umfang als bisher Liquidität zu entziehen. Dann würden die Zinsen viel stärker und vor allem schneller steigen als erwartet, woraus deutlichere Risiken auch für die Finanzmärkte erwachsen könnten. Aus diesem Grund sollten daher die Anleger an den Finanzmärkten nicht den Blick für die strukturellen Risiken durch eine breite, langfristige strategische Diversifikation aus den Augen verlieren.

Herzliche Grüße aus Düsseldorf

Ihre



Christoph Weber  
Geschäftsführender Gesellschafter



Professor Dr. André Schmidt  
Geschäftsleiter Strategie



Maximilian Klein  
Bereich Kapitalmarkt