



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

INFLATION MELDET SICH ZURÜCK

Weitere Kaufkrafterosion?

Hinkten die Inflationsraten in den Industrieländern jahrelang hinter den Prognosen und Zielen ihrer Notenbanken her, liegen sie nun vor allem in den USA und in Europa deutlich darüber. Inflation ist ein komplexes Phänomen, das von einer Vielzahl von Parametern beeinflusst wird. Auch Erwartungen und das Verhalten von uns allen spielen eine wichtige Rolle.

Inflationsraten von über 5% – auch in der Schweiz – gab es zuletzt in den frühen Neunzigerjahren und zuvor vor allem im Anschluss an die beiden Ölkrisen in den Siebzigerjahren. Zu jener Zeit wurde die Teuerung durch eine deutliche Anhebung der Leitzinsen bekämpft. Aktuell klafft eine grosse Lücke zwischen den Inflationsraten und diesen Zinsen. Die geldpolitische Trendwende hat in den USA nun aber begonnen und zahlreiche Zinsschritte sind im Preisgefüge schon berücksichtigt.

Trotz dieser willkommenen Abkehr von der Nullzinspolitik bleiben ökonomische und politische «Trade-offs» bestehen. Wir erwarten, dass die Verschuldungssituation und die fragilere Wirtschaftslage dem Zinsanstieg Grenzen setzen und die Inflationsbekämpfung deshalb nicht oberste Priorität geniessen wird. Beim Abbau der Verschuldung helfen Inflation und negative Realzinsen, während sie nominellen Sparern schaden.

Die deutlichen Preissprünge bei zahlreichen Energieträgern sind eine unmittelbare wirtschaftliche Folge des Krieges in der Ukraine. Aus Russland stammen nicht nur 11% der globalen Ölproduktion, mit einem Anteil von gegen 40% ist das rohstoffreiche Land vor allem auch wichtigster Erdgaslieferant Europas. Diese Abhängigkeit ist es, die Europa zögern lässt, dem von den USA verhängten Importverbot von russischen Energieträgern zu folgen. Der europäische Gaspreis verdoppelte sich in den vergangenen Wochen bei enormen Schwankungen und auch der Preis von Rohöl stieg seit Jahresbeginn um über 60%.

Die hohen Energiepreise machen sich inzwischen bereits bei den Heizrechnungen und an den Tankstellen bemerkbar. Der Krieg in der Kornkammer Europas treibt aber auch die Preise bedeutender Grundnahrungsmittel wie Weizen, Mais oder Gerste nach oben. Weil die Konsumentenpreisentwicklung bereits durch die **Coronapandemie** aus dem Gleichgewicht geriet, erfolgt der grösste Rohstoffpreisschock seit den Siebzigerjahren zu einem ungünstigen Zeitpunkt. Die grosszügige wirtschaftspolitische Unterstützung zur Vermeidung bleibender Schäden fand während der Pandemie nicht nur geldpolitisch, sondern auch fiskalpolitisch statt. In den USA erhielten die Bürgerinnen und Bürger beispielsweise direkte Transfers in der Form von «Stimulus Checks». Ein beträchtlicher Teil davon wurde konsumiert. Weil Reisen, Restaurantbesuche und vieles mehr gar nicht erst möglich waren, wurde mehr Geld als üblich für Autos, Möbel oder Elektronik ausgegeben. Diese Kombination von unmittelbar verfügbarem Einkommen und verändertem Konsumverhalten löste einen enormen Nachfrageschub im Bereich dauerhafter Konsumgüter aus. Diese Nachfrage traf auf ein Angebot, das durch Kapazitätsrestriktionen, Lockdowns und Logistikengpässe geprägt war.



Martin Schenk

Vorsitzender der Geschäftsleitung

Die Knappheit im Chipbereich verlangsamte beispielsweise die Automobilproduktion und führte in den USA zu einem noch nie dagewesenen Preissprung bei Gebrauchtwagen, der sichtbare Spuren in der Inflationsentwicklung hinterliess. Ende Februar lag die Jahres-teuerung in den USA bei +7.9% und in der Eurozone bei +5.9%. Im Vergleich dazu stiegen die Konsumentenpreise in der Schweiz mit +2.2% deutlich weniger stark. Neben Unterschieden im Warenkorb sowie im Energie- und Elektrizitätsmix wirkt sich auch der starke Franken dämpfend auf die Teuerungsentwicklung aus. Die untenstehende Abbildung zeigt die Inflationsentwicklung und die wichtigsten Einflussgrössen der letzten Jahre.

Der coronabedingte Preisschub beendete eine lange Phase ausserordentlich stabiler Konsumentenpreise. Diese Entwicklung kam in Anbetracht des **geldpolitischen Experiments**, das als Reaktion auf die Verwerfungen der Finanzkrise ab 2007 in Gang gesetzt wurde, für viele Beobachter überraschend und entsprach nicht unbedingt dem Lehrbuch. Unkonventionelle Massnahmen wie quantitative Lockerung und negative Leitzinsen halfen zunächst, eine Deflationsspirale abzuwenden. Danach wurde die expansive Politik jahrelang weitergeführt und blieb trotzdem ohne Inflationsfolgen. Im Vergleich zu früher gelangte das Notenbankgeld via Geschäftsbanken offenbar nicht in dem Masse in den Einkommenskreislauf,

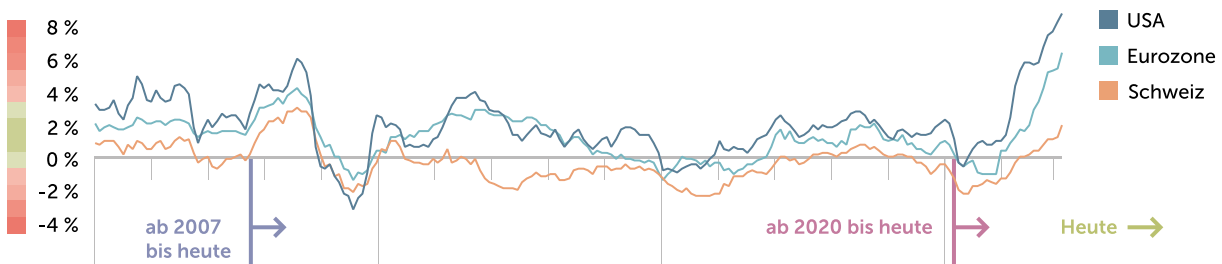
Strukturelle Rahmenbedingungen

- Immer besser für weniger Geld:** Technologischer Fortschritt dämpft Inflation.
- wirken deflationär** →
- Globalisierung** fördert die internationale Arbeitsteilung und erhöht den Lohnwettbewerb.
- Automatisierung** ermöglicht günstigere Produktion von Gütern.

Erhöhte Unsicherheit

- Findet nach der Pandemie eine Deglobalisierung statt?**
- Ungewisse Auswirkung ?** → Kommt eine Lohn-Preis-Spirale in Gang?
- Rohstoffpreisschock:** Wie hoch gehen die Preise und wie lange bleiben sie oben?

Inflation



Coronapandemie

- Geld- und fiskalpolitische Unterstützung:** Stimulus Checks als unmittelbar verfügbares Einkommen.
- wirkt inflationär** ↑
- Verschiebungen im Konsumverhalten:** Nachfrageschub bei dauerhaften Konsumgütern.
- Lockdowns und Kapazitätsrestriktionen** führen zu Lieferengpässen. Die Preise steigen.

Geldpolitisches Experiment

- befürchtete Inflation blieb lange aus** →
- Die unkonventionelle Geldpolitik seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007 führte bislang nicht zur befürchteten Konsumentenpreisteuerung. Das Geld erreichte den Einkommenskreislauf nur geringfügig.

2005

2010

2015

2020

Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

dass es für die Konsumgüterpreise preistreibende Wirkung gehabt hätte. Der Einfluss auf die Vermögenspreise war im Vergleich dazu ungleich grösser.

Für zusätzlichen Spielraum sorgten im betrachteten Zeitraum aber auch **strukturelle Rahmenbedingungen** mit preissenkender Wirkung. Dazu gehörte in erster Linie die fortschreitende Globalisierung, die eine internationale Arbeitsteilung förderte, zahlreiche Schwellenländer in die Arbeitsmärkte integrierte und den Lohnwettbewerb aufrechterhielt. Aber auch die zunehmende Automatisierung und der technologische Fortschritt trugen dazu bei.

Erhöhte Unsicherheit bezüglich der weiteren Entwicklung

Die beschriebenen Phänomene als Folge der Pandemie stellen Preisverschiebungen in Teilmärkten dar, die vorübergehender Natur sind. Der Nachfrageschub wird abflauen und die angebotsseitigen Engpässe werden sich mit der Zeit lösen. Trotzdem ist der Teuerungsschub Tatsache und selbst bei uns spürbar. Durch den aktuellen Rohstoffpreisschock wird er länger anhalten als zuvor erwartet. Dies verkompliziert die Situation und widerspiegelt sich in steigenden Inflationserwartungen für die nächsten Monate. Die langfristigen Erwartungen sind jedoch nach wie vor recht gut verankert, was für die Geldwertstabilität essenziell ist. Gilt eine anhaltend hohe Teuerung erst mal als allgemein akzeptierte Tatsache, werden Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer diese Erwartung in ihre Lohnforderungen einkalkulieren. Weil die Löhne die mit Abstand wichtigste Einflussgrösse für die Teuerungsentwicklung sind, kann dadurch eine Lohn-Preis-Spirale in Gang kommen, bei der Inflation zur selbsterfüllenden Prophezeiung wird und kaum mehr aus dem System zu bringen ist. Diese Gefahr erscheint derzeit noch gering, zumindest in den USA hat das Risiko in Anbetracht der angespannten Situation am Arbeitsmarkt aber zugenommen.

Zudem verdichten sich auch die Hinweise, dass der vorläufige Höhepunkt der Globalisierung bereits einige Jahre hinter uns liegt. Bei allen Wohlstandsgewinnen, welche die internationale Arbeitsteilung in den letzten 30 Jahren gebracht hat, deckten sowohl die Pandemie als auch der Krieg schmerzhaft Abhängigkeiten auf, die eine kritische Überprüfung der Versorgungs- und Lieferketten erfordern. Anpassungen bei Produktionsstandorten können die zukünftige Verletzlichkeit reduzieren, günstiger werden die Produkte dabei sicher nicht.

Die Notenbanken stecken nun in einem Dilemma, weil die Differenz zwischen der Inflation und dem Leitzins mittlerweile sehr gross geworden ist. Die Angelsachsen setzen die angekündigte Trendwende in der Geldpolitik als Erste in die Tat um. Bis zu sieben Zinsschritte werden beispielsweise von der amerikanischen Notenbank im restlichen Jahresverlauf erwartet und sind an den Märkten entsprechend eingepreist. Mit geldpolitischen Massnahmen lassen sich zwar weder die Anspannung an den Energiemärkten noch die Knappheiten im Chipsektor lösen. Dennoch ist es nötig, einer drohenden Lohn-Preis-Spirale entgegenzuwirken und sich von der Nullzinspolitik zu verabschieden. Aber auch so dürfte die Inflation noch einige Zeit über dem Zielband von 2% verharren und die Realzinsen im negativen Bereich verbleiben.

Implikationen für die Vermögensverwaltung

Inflation macht das Leben komplizierter, weil sich zwischen nomineller und realer Perspektive eine Lücke öffnet. Derselbe Geldbetrag kann in Zukunft nur noch in einen geringeren realen Gegenwert getauscht werden. Das schmälert die Attraktivität von Nominalwertanlagen wie flüssigen Mitteln oder Obligationen, weil deren Kaufkraft durch die Inflation schleichend erodiert.

Die Implikationen für Realwerte wie Aktien, Immobilien oder Gold sind komplexer und hängen zum Beispiel bei Beteiligungspapieren auch von der Zinsentwicklung und dem Wirtschaftsgang ab. Da diese einen Anspruch an der realen Wertschöpfung verkörpern und sich erfolgreiche Unternehmen an veränderte Rahmenbedingungen adaptieren und ihre Preise anpassen können, sind die Voraussetzungen für den langfristigen Kaufkraftverlust – trotz der grossen kurzfristigen Wertschwankungen – vielversprechender. Der Krieg und der Rohstoffpreisschock verlangsamten aktuell die wirtschaftliche Erholung und verleihen der Inflation Auftrieb. Das Risiko einer Stagflation hat deshalb zugenommen. In diesem Umfeld gilt es, bei der Selektion von Beteiligungspapieren neben der Qualität auch das Kriterium der Bewertung stärker zu gewichten. Für die langfristige strategische Vermögensaufteilung gilt aber weiterhin: So wenig Nominalwerte, wie es die Liquiditätsplanung und die absehbaren Verpflichtungen erfordern, so viele Realwerte, wie es die persönliche Risikofähigkeit und Risikobereitschaft erlauben.

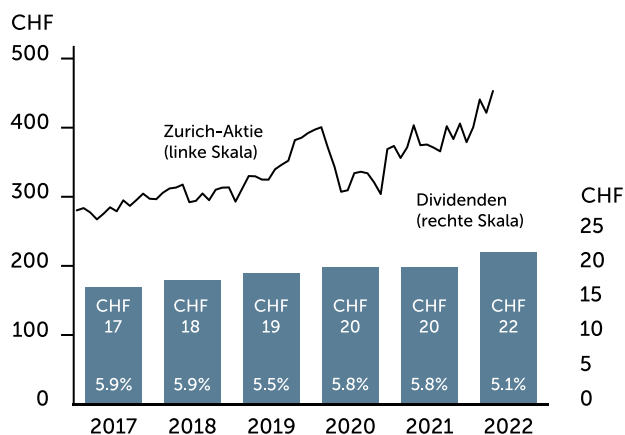
PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Gerne stellen wir Ihnen zwei Unternehmen vor, die unsere Selektionskriterien für ein diversifiziertes Wertschriftenportfolio erfüllen.

Zurich Insurance Group

Die Zurich erbringt in 215 Ländern eine breite Palette von Dienstleistungen in den Bereichen Schaden-, Unfall- und Lebensversicherung. Ihre Kundenbasis reicht von Privatpersonen über Kleinunternehmen bis zu global tätigen Konzernen. Für die amerikanische Versicherungsgenossenschaft Farmers betreibt Zurich das operative Geschäft auf Honorarbasis. Damit erzielt sie durchschnittlich ein Viertel ihres Gesamtgewinnes. Dieses Dienstleistungsgeschäft bindet wenig Eigenkapital und ermöglicht Zurich neben dem globalen Vertrieb von Schaden- und Lebensversicherungen einen gut diversifizierten Geschäftemix. Die neu gegründete Einheit «Global Business Platforms» legt den Fokus auf digitale Dienstleistungen und bündelt die Anstrengungen in diesem Bereich.

Aktienkurs- und Dividendenentwicklung



Quelle: Bloomberg

Anders als vor 20 Jahren, als Zurich nach einer gescheiterten Expansionsstrategie eine Kapitalsanierung durchführen

musste, ist das Unternehmen heute solide kapitalisiert. Die Fähigkeit, Versicherungstarife zeitnah an steigende Kosten anzupassen, reduziert das Risiko hinsichtlich einer allfälligen Inflation. Diese würde zwar zukünftige Schadenszahlungen ansteigen lassen, sich aber rasch in höheren Versicherungstarifen und damit in steigenden Erträgen ausbalancieren.

Dank der überzeugenden Kombination aus diversifizierten und wachstumsfähigen Geschäftstätigkeiten, solider Bilanzqualität, attraktiver Bewertung und hoher Dividendenrendite (vgl. nebenstehende Abbildung) ist die Zurich-Aktie unser favorisiertes Engagement in der stark untergewichteten Finanzbranche.

Stora Enso

Der finnisch-schwedische Konzern mit Sitz in Helsinki gehört zu den global führenden Forstunternehmen und geht geschichtlich bis ins 13. Jahrhundert zurück. Weltweit bewirtschaftet das Unternehmen zwei Millionen Hektar Land. Das entspricht knapp der Hälfte der Fläche der Schweiz. Derzeit entwickelt sich Stora Enso von einem traditionellen Papier- und Kartonproduzenten hin zu einem wachsenden Unternehmen für erneuerbare Materialien. Die Papierproduktion steuerte im 2021 nur noch 16% zum Umsatz bei. Eine Gewichtsverschiebung in Richtung Verpackungsmaterialien, Verpackungslösungen, Biomaterialien und Holzprodukte ist klar erkennbar. Für zahlreiche Branchen und Anwendungsgebiete in aller Welt stellt das Unternehmen nachhaltige Lösungen auf der Basis von Holz und Biomasse her. Unter anderem werden Holz für Gebäude, Elemente für Tische und Stühle, Tür- und Fensterkomponenten, Holzpellets sowie Geschirr und Verpackungen aus Holzfasern produziert. Die Recyclingfähigkeit der Produkte leistet einen wichtigen Beitrag zur Kreislaufwirtschaft.

Stora Enso liefert mit seiner Expertise in erneuerbaren Materialien und seinem Produktportfolio Lösungen für die Herausforderungen der Umwelt. Dadurch stellt eine Beteiligung am Konzern eine spannende sowie zukunftsorientierte Ergänzung mit günstiger Bewertung im Portfolio dar.

Herausgeber: Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, Fax 031 307 50 01, info@zaehringer-privatbank.ch, www.zaehringer-privatbank.ch. Wir freuen uns über Rückmeldungen zu unserer Publikation. Vorliegender Inhalt dient lediglich Informationszwecken. Die Publikation enthält weder Rechts- noch Anlageberatung oder Anlageempfehlungen und stellt auch kein Angebot beziehungsweise keine Aufforderung zur Tätigkeit einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie unsere Kundenverantwortlichen für weitere Informationen.