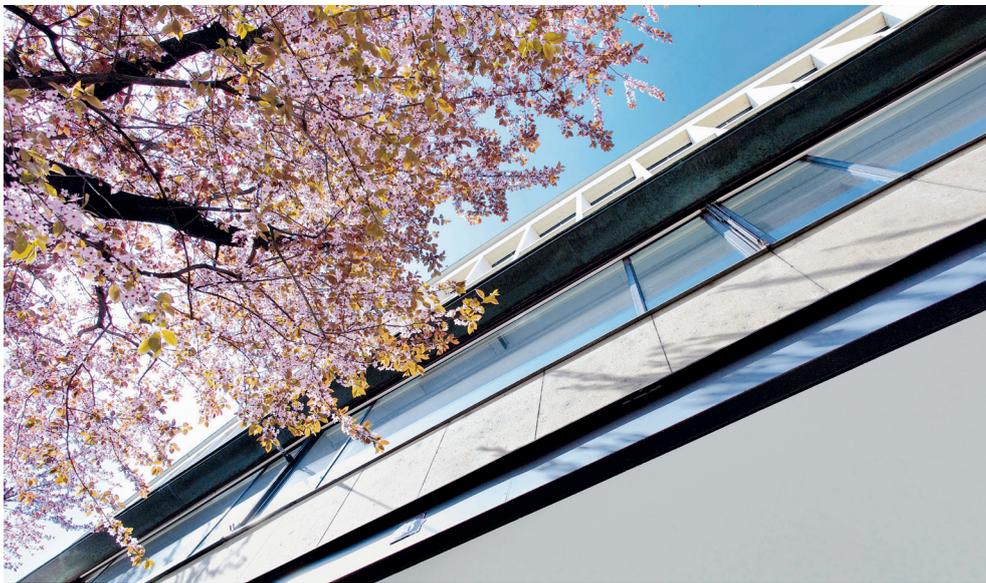


Perspektiven 3. Quartal 2022

Inflation – grosse Herausforderung



Erfahrung vermag Werte zu bewahren

Geschätzte Anlegerin, geschätzter Anleger

In Thomas Manns nobelpreisgekröntem Roman «Buddenbrooks: Verfall einer Familie» geht die hoch angesehen und gut betuchte Patrizierfamilie der Buddenbrooks in ihrer vierten Generation sozial und ökonomisch zugrunde. Dass es sich bei solchen Entwicklungen oft um die vierte Generation handelt, ist nicht zufällig und wird dahingehend interpretiert, dass dieser Generation aufgrund des fehlenden direkten Bezugs zur Gründergeneration die notwendige Erfahrung fehlt.

Mit fehlenden vergleichbaren Erfahrungen sehen sich auch viele Anleger im heutigen Anleihenmarkt konfrontiert: Nach vierzig Jahren Rückenwind von durchschnittlich fallenden Zinsen und einer seit der Finanzkrise 2008 äusserst expansiven Geldpolitik sind die aktuellen Verluste im Anleihenmarkt nicht nur historisch, sondern für die allermeisten Anlegerinnen und Anleger ein komplett neues Phänomen. Als quasi vierte Generation haben die meisten von ihnen die Phase von nachhaltig steigenden Zinsen wie in den 60er-, 70er- und frühen 80er-Jahren

nicht mehr erlebt, wodurch ihnen der entsprechende Erfahrungsschatz schlicht und ergreifend fehlt. Ähnlich schaut es hinsichtlich der Inflationsentwicklung aus: Die aktuellen Inflationswerte für die USA sind zum Beispiel so hoch wie seit 1981 nicht mehr.

Das Thema Inflation hat die Anlagemärkte mit voller Wucht erfasst und stellt für die allermeisten Anleger eine völlig neue und unbekanntere Situation dar: Die Zinsen steigen und gleichzeitig fallen die Preise von Aktien und Anleihen.

Die Hauptursache für diese Situation findet sich in der aktuellen Inflationsentwicklung: Steigende Inflationswerte zwingen Notenbanken zu einer restriktiveren Geldpolitik – Zinsen beginnen auf breiter Front zu steigen. Während steigende Zinsen in direkter Weise zu tieferen Preisen für Anlagen führen, bringt auch die durch die Straffung der Geldpolitik zu erwartende Abkühlung der gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten tiefere Bewertungen mit sich.

Im Folgenden wollen wir auf die aktuelle Marktsituation eingehen. Darüber hinaus wollen wir einige grundlegende Fragen im Zusammenhang mit Inflation und ihrer Bedeutung und Problematik beantworten und abschliessend unsere Einschätzung zum weiteren Verlauf ausführen.

Übrigens: Otto Fürst von Bismarck hat diese von Thomas Mann aufgenommene und immer wieder beobachtbare Entwicklung über Generationen hinweg in einer allzu plastischen Form auf den Punkt gebracht: «Die erste Generation schafft Vermögen, die zweite verwaltet Vermögen, die dritte studiert Kunstgeschichte und die vierte verkommt.»

Wir wünschen Ihnen viel Spass bei der Lektüre.

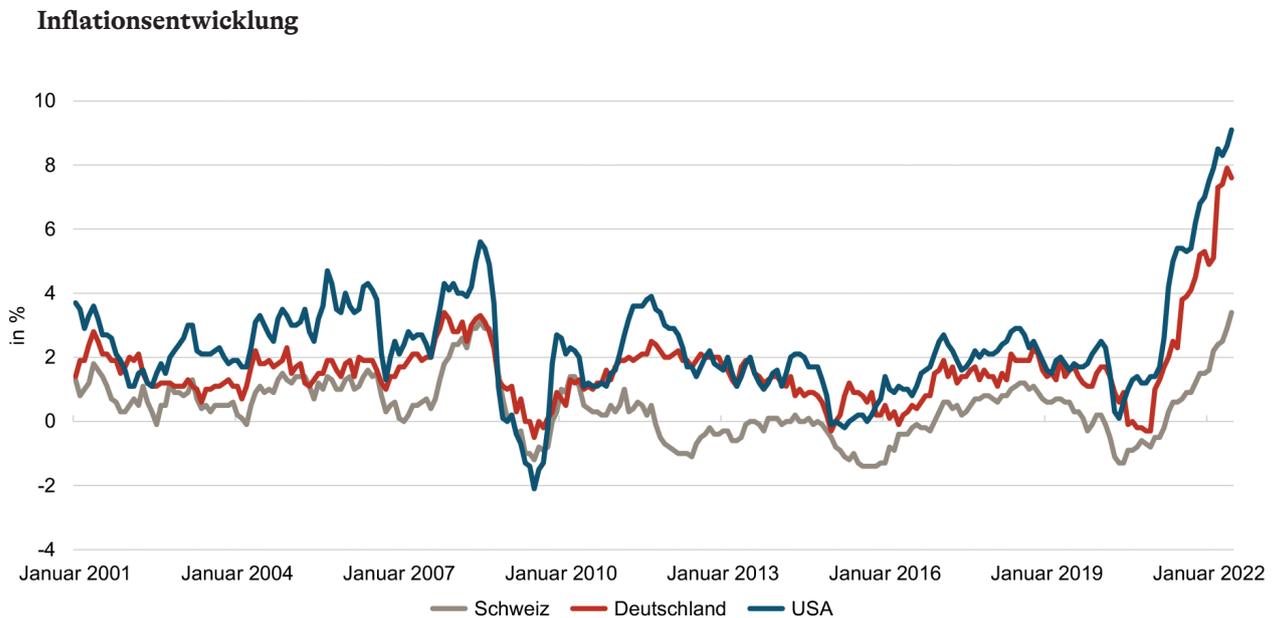


Christoph Boner
Chief Investment Officer

Die aktuelle Marktsituation ist herausfordernd.

Seit Mitte 2021 zeigen die Inflationsraten in sämtlichen grossen Währungsräumen steil nach oben. Im Zuge dieses Anstiegs sind auch seit Monaten die Zinsen auf breiter Front im Steigen begriffen. Höhere Zinsen bei längeren Laufzeiten werden zudem durch die ebenfalls gestiegenen Inflationserwartungen getrieben, wobei die Zinssteigerung am kurzen Ende der Kurve vor allem durch die Leitzinsanhebungen der verschiedenen Notenbanken begründet ist.

So ist mit dem ersten Zinsschritt der Schweizerischen Nationalbank SNB seit 2007 die Schweizer Zinskurve für Laufzeiten ab zwei Jahren seit Langem erstmals wieder im positiven Bereich. Mit der Aufgabe des Mindestwechsellurses im Januar 2015 wurde der Leitzins auf rekordtiefe -0,75% gesenkt. Aktuell beträgt dieser Satz nach dem ersten (doppelten) Schritt -0,25%.



3,40 %

beträgt die aktuelle
Inflationsrate in der Schweiz

Oktober 1993

war die Inflationsrate mit 3,4 %
letztmals gleich hoch

Die US-Notenbank Fed hat bereits im März 2022 einen ersten Zinsschritt vorgenommen und den Leitzins in weiteren zwei Schritten von 0% auf 1,5% angehoben. Für das schnellere Vorgehen der US-Notenbank sprechen die robuste Wirtschaftsentwicklung, der erhöhte Inflationsdruck und die in der Vergangenheit aggressivere monetäre Lockerung in den USA.

Die Europäische Zentralbank EZB hinkt aktuell der Entwicklung hinterher – auch im Euroraum liegt die Inflationsrate deutlich über dem als Preisstabilität definierten Zielwert von 2%. Die bekannte Herausforderung für die EZB liegt in der Heterogenität des europäischen Wirtschaftsraums: Eine Zinsanhebung wird in direkter Folge Druck auf die Kreditaufschläge der

stärker verschuldeten Länder ausüben und deren Refinanzierung verteuern.

Die Inflationserwartungen verharren derweil auf hohem, wenn auch nicht weiter steigendem Niveau. Gleichzeitig erwarten die Märkte ein weiterhin konsequentes Vorgehen der Notenbanken in ihren Bemühungen, die Inflationsraten unter Kontrolle zu bekommen.

Mit dem Anstieg der Zinsen auf breiter Front sind über die letzten Wochen die Preise von Aktien und anderen Anlagegütern stark unter Druck geraten – höhere Zinsen führen zwangsläufig zu tieferen Preisen, da künftige Erträge stärker diskontiert werden. Zum zweiten hat die gestiegene Risikoaversion – vor allem auch aufgrund der kriegerischen Eskalation im Russland-Ukraine-

Konflikt – risikobehaftete Anlagen wie Aktien unter Druck gebracht. Die entscheidende Frage bleibt, inwiefern die gestiegenen Zinsen über eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums nachhaltig zu tieferen Anlagepreisen führen. Tatsächlich sind die globalen Wachstumsprognosen in den letzten Monaten deutlich zwischen einem und zwei Prozentpunkten nach unten korrigiert worden. Vor allem aber auch dank noch bestehender Nachholeffekte aus der Corona-Pandemie verbleiben die Wachstumserwartungen im positiven Bereich und signalisieren kein Abgleiten der globalen Wirtschaft in eine nachhaltige Rezession.

Wirtschaftswachstum (BIP)

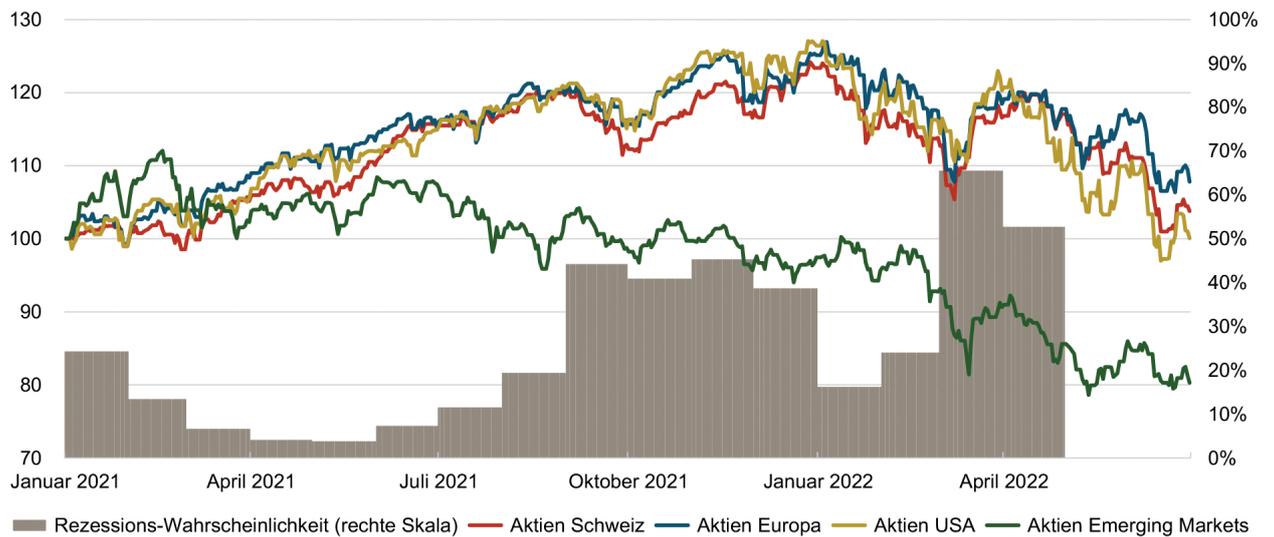


Trotz schwieriger Ausgangslage erwarten wir eine Entspannung an den Märkten.

Die Entwicklung der Inflation und die daraus resultierenden Zinsanhebungen werden zwangsläufig in einer Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums münden. Die entscheidende Frage ist, wie weit eine sogenannte harte Landung – eine nachhaltige Rezession – verhindert werden kann. Die Rezessionswahrscheinlichkeit ist deutlich angestiegen, was sich in stark fallenden Aktienkursen über die letzten Wochen zeigt. Angesichts der rekordhohen Gesamtverschuldung

der globalen Wirtschaft ist weiter eine deutlich grössere Verletzlichkeit im Hinblick auf steigende Zinsen auszumachen, was die Rezessionsängste weiter schürt. Schneller als erwartet könnte eine Verlangsamung der Gesamtwirtschaft in eine Kreditkrise münden.

Rezessionswahrscheinlichkeit und Aktien





Verschiedene Gründe sprechen dafür, dass wir entlang der aktuell ohnehin negativ konnotierten Narrative dieses Risiko eines nachhaltigen Abschwungs durch den Markt als überzogen erachten und eine Erholung der Märkte im zweiten Halbjahr durchaus erwartet werden darf.

Notwendigkeit der Verankerung der Inflationserwartung

Die Notenbanken sind aktuell in ihrem Bestreben, die hohen Inflationswerte einzufangen, vor allem auch bemüht, die Inflationserwartungen zu kontrollieren – dies vor allem, um dem Einsetzen von nachhaltigen Zweitrundeneffekten (wie beispielsweise einer anziehenden Lohnspirale) vorzubeugen. Entsprechend klar sind neben den effektiv starken Zinsanhebungen auch die Aussagen der Zentralbanken, worin sich zeigt, dass der Einfluss der laufenden Geldpolitik auf die konjunkturelle Entwicklung aktuell nur in zweiter Linie berücksichtigt wird. Dieser Fokus wird sich mit nachlassender Inflation wieder in Richtung der wirtschaftlichen Gesamtentwicklung wenden.

Zusammensetzung der inflationstreibenden Faktoren

Klassischerweise entsteht eine Inflation aufgrund einer Überhitzung der Wirtschaft in Form eines Nachfrageüberhanges. Die aktuell hohe Inflation ist dagegen stark von angebotsseitigen Faktoren getrieben: Gestiegene Energiekosten, Nachwehen aus dem Corona-Lockdown, Probleme in den Lieferketten sowie vermehrte Hemmnisse im Handel – nicht zuletzt auch aufgrund der aufgezogenen Russland-Sanktionen – führen zu einem Inflationsdruck. Dies bedeutet, dass die Geldpolitik noch stärker Gegensteuer geben muss, um die Inflationsrate hinreichend zu senken. Es kann jedoch davon ausgegangen werden, dass Adaptionseffekte auf der Angebotsseite – die Unternehmen werden sich auf diese veränderten Situationen einstellen – helfen werden, den Inflationsdruck abzubauen. Eine entsprechende Entspannung auf Seiten der Geldpolitik sowie der Zins- und Kreditaufschlags-Entwicklung wäre die direkte Folge daraus.

Akzeptanz etwas höherer Inflationsrate

Während die Notenbanken wie ausgeführt aktuell ihre Muskeln spielen lassen, ist davon auszugehen, dass sie mittelfristig im Interesse der Verhinderung einer nachhaltigen Rezession oder gar einer Kreditkrise auch etwas höhere Inflationsraten akzeptieren werden. Während im Moment der Inflationsbekämpfung oberste Priorität beigemessen wird, ist davon auszugehen, dass sich der Fokus in der weiteren Entwicklung in Richtung der Verhinderung einer nachhaltigen Rezession verschieben wird – dies zulasten nachhaltig höherer Inflationsraten. Die realen Zinsen werden auf absehbare Zeit negativ bleiben.

«Die aktuelle notwendige Steuerung der Inflationserwartung, die Zusammensetzung der inflationstreibenden Faktoren und die mittelfristige Akzeptanz einer etwas höheren Inflationsrate sprechen für eine Erholung der Märkte im zweiten Halbjahr. »

Nach einem ersten Halbjahr 2022 mit vor allem für Anleihen-anleger neuen – und äusserst negativen – Erfahrungen darf aus Anlegersicht verhalten optimistisch ins zweite Halbjahr geblickt werden. Risikofaktoren bleiben die weiteren Entwicklungen im Russland-Ukraine-Konflikt und ein allfälliges Wiederaufflammen der Covid-Situation.

Dennoch dürften alleine schon eine Aufhellung der allgemein getrübtten Stimmung und ein Nachlassen der aktuell erhöhten Risikoaversion der Anleger zu einer Entspannung an den Märkten führen.



Fragen und Antworten rund um das Thema Inflation

Christoph Boner
Chief Investment Officer

Was ist Inflation?

Inflation herrscht, wenn in einer Wirtschaft Preise steigen, ohne dass sich das Produkt oder die Dienstleistung in ihrer Qualität ändern. Die Inflationsrate gibt dabei den Grad der Steigerung des Preises eines Korbes von repräsentativen Waren und Dienstleistungen des täglichen Gebrauchs wieder. Üblicherweise wird diese Zahl in Prozentform als Steigerung über die vergangenen zwölf Monate angegeben. Aktuell beträgt dieser Wert für die Schweiz rund 3,4%, für Deutschland 7,6% und für die USA 9,1%.

Wie entsteht Inflation?

Inflation entsteht, wenn die Geldmenge in einer Volkswirtschaft stärker wächst als die Volkswirtschaft an sich. Dadurch verschiebt sich das Verhältnis und auf die gleiche Menge Güter und Dienstleistungen kommt eine relativ grössere Geldmenge, wodurch die Preise höher ausfallen.

Wieso ist Inflation gefährlich?

Preisstabilität ist eine wichtige Voraussetzung in einer Volkswirtschaft. Sämtliche Akteure planen ihre Vorhaben basierend auf der erwarteten wirtschaftlichen Entwicklung; besteht keine Preisstabilität, werden diese Planungen deutlich erschwert und die Anpassungsfähigkeit der Akteure nimmt ab.

Wie wird Inflation verhindert und Preisstabilität sichergestellt?

Eine zentrale Aufgabe der Notenbanken ist die Sicherstellung der Preisstabilität. Über die Steuerung der Geldmenge stellen sie ein stimmiges Verhältnis von Geldmenge und Wirtschaftsleistung sicher, wodurch die

Preise stabil bleiben. Steigen die Preise und gefährden sie damit die Preisstabilität, entziehen die Notenbanken über Zinsanhebungen dem System Geld und bringen das Verhältnis von Geldmenge und Wirtschaftsleistung wieder ins Gleichgewicht. Erschwert wird diese Aufgabe dadurch, dass die Notenbanken keine direkte Steuerung der Geldmenge vornehmen, sondern nur indirekt über eine Steuerung der Zinsen den Preis des Geldes steuern können, und zum zweiten dadurch, dass dieser indirekte Wirkungsmechanismus auch zeitlich einer mehrmonatigen Verzögerung unterliegt.

Warum wird Preisstabilität nicht als 0%-Inflationsrate definiert?

Die Inflationsziele der Notenbanken sind üblicherweise nicht 0% – was mathematisch betrachtet Preisstabilität bedeuten würde –, sondern bei Werten um 2%. Aufgrund der Unsicherheit in der Steuerung der Inflationsrate würde die Vorgabe eines Wertes von 0% ein nicht unerhebliches Risiko bergen, das die effektive Inflationsrate auch unter 0% zu liegen kommen würde. In einem solchen deflationären Umfeld würde das Risiko bestehen, dass der Konsum als wichtigste Nachfragekomponente schlagartig aufgeschoben werden würde in Erwartung allenfalls weiter fallender Preise. Zur Vermeidung eines solchen Szenarios wird Preisstabilität und somit die Zielgrösse für die Notenbanken mit Werten von über 0% definiert. Entsprechend war in den letzten Jahren vor allem in Europa die Inflationsdiskussion geprägt von einer Angst, dass diese zu tief ausfallen könnte.

Warum fiel die Inflation über die letzten Jahre trotz expansiver Notenbankpolitik tief aus und steigt sie nun scheinbar schlagartig an?

Seit der Finanzkrise 2008 sind die Notenbanken auf einen expansiven geldpolitischen Kurs eingeschwenkt. Während es erst um die Versorgung des Finanzsystems mit Liquidität ging, um einen Kollaps desselbigen zu verhindern, wurde während der Eurokrise bis zuletzt 2020 zur Bekämpfung der negativen Auswirkungen der Covid-Lockdown-Situation eine expansive Geldpolitik betrieben. Trotz dieser unverhältnismässigen Ausdehnung der Geldmenge waren im Konsumbereich keine inflationären Tendenzen zu beobachten. Ursache dafür waren tiefe Energiekosten sowie nachhaltige Effizienzgewinne aufgrund der Globalisierung und der fortschreitenden Technologisierung, die einem Aufwärtsdruck bei Preisen entgegenwirkten. Dass diese Effekte nicht nachhaltig sind, zeigt sich aktuell in Form von zerrütteten Lieferketten und gestiegenen Inputpreisen, was in Kombination mit der zuletzt während der Covid-Krise initiierten Geldschwemme nunmehr zu einem schlagartigen Anstieg der Inflation führte.

Was ist bezüglich Inflation für die nächsten Jahre zu erwarten?

Die Inflation wird über die nächsten Jahre nachhaltig erhöht bleiben. Kurzfristig werden Notenbanken in ihrem Fokus zugunsten des Versuchs, eine harte Landung der Wirtschaft nach Möglichkeit zu verhindern, eine etwas höhere Inflation akzeptieren. Längerfristig sprechen strukturelle Faktoren der demografischen Entwicklung wie auch ein Nachfragedruck aufgrund eines stark gestiegenen Investitionsbudgets für Sicherheitsbelange sowie Ausgaben im Zusammenhang mit einem Umbau in Richtung einer nachhaltigeren Wirtschaft für strukturell höhere Inflationsraten. Die Realverzinsung wird wohl auf Jahre hinaus negativ bleiben.

«Über die Steuerung der Geldmenge stellen Notenbanken ein stimmiges Verhältnis von Geldmenge und Wirtschaftsleistung sicher, wodurch die Preise stabil bleiben.»

Privatbank IHAG Zürich AG
Bleicherweg 18
Postfach
8022 Zürich

Telefon +41 44 205 11 11

info@pbihag.ch
pbihag.ch

PDF-Download



Disclaimer: Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Werbe- und Informationszwecken des Empfängers und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt. Es stellt keine Offerte, keine Einladung zur Offertstellung und keine Empfehlung dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Dieses Dokument stellt insbesondere keine Anlageberatung dar, berücksichtigt keine persönlichen Umstände des Empfängers und enthält keine Investitions-, Rechts- oder Steuerberatung, und es sollten keinesfalls Anlageentscheide alleine gestützt auf dieses Dokument gefällt werden. Bei Fragen steht Ihnen Ihre Kundenbetreuerin oder Ihr Kundenbetreuer gerne zur Verfügung, vor allem auch, wenn Sie spezifisches Informationsmaterial wie allfällige Prospekte und Basisinformationsblätter einzusehen wünschen. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen beruhen auf den gegenwärtigen Annahmen und Erwartungen, die ausserhalb des Einflussbereichs der Privatbank IHAG Zürich AG (nachfolgend «Bank» genannt) liegen und daher einer Vielzahl von Ungewissheiten unterliegen. Die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse und Fakten können somit wesentlich von den getroffenen Annahmen und Erwartungen abweichen (sowohl negativ als auch positiv). Die Bank übernimmt keine Verpflichtung und beabsichtigt auch nicht, die in diesem Dokument gemachten zukunftsgerichteten Angaben zu aktualisieren, soweit solche vorhanden sind, oder bei einer anderen als der erwarteten Entwicklung zu korrigieren. Die Quellen, auf die sich dieses Dokument stützt, gelten zwar in der Regel als zuverlässig, die Bank lehnt aber jede Haftung oder Verantwortung für die Auswahl solcher Quellen ab. Ebenso ist jede Haftung oder Verantwortung für den Inhalt dieses Dokuments ausgeschlossen. Dieses Dokument richtet sich in erster Linie an Personen mit Domizil in der Schweiz und nicht an Personen mit Domizil im Ausland. Insbesondere richtet sich dieses Dokument keinesfalls an US-amerikanische, kanadische oder britische Bürger oder natürliche oder juristische Personen mit Wohnsitz oder Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada oder Grossbritannien, noch an Personen, die irgendwelchen Restriktionen (zum Beispiel aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes) bezüglich in diesem Dokument festgehaltener Informationen unterliegen.