

## Der überraschende Ausbruch der Inflation lässt Parallelen zu den 70er Jahren aufkommen/Scharfe Kehrtwende der Notenbanken

2022 geht als schlechtestes Bondjahr seit vier Jahrzehnten in die Geschichte ein. In Schweizerfranken hat ein globales Bondportfolio über 16% an Wert eingebüsst. Dazu kommen Aktienverluste in vergleichbarer Grössenordnung.

Überrascht worden sind die Investoren durch den unerwarteten Ausbruch der globalen Inflation. In den USA liegen die Werte nur knapp unter 10%, in Europa gar darüber.

Das hat die Notenbanken aufgeschreckt. Sie fühlen sich gedrängt, massiv Gegensteuer zu geben. Auslöser dieser Bewegung ist der amerikanische Fed-Chef Jerome Powell, der im jährlichen Treffen der Notenbanker seine Kolleginnen und Kollegen darauf eingeschworen hat, die jahrelange expansive Geldpolitik sofort zu verlassen und der Inflationsbekämpfung erste Priorität einzuräumen. Diese Kehrtwende erstaunt. Denn über fast ein Jahrzehnt waren die Notenbanken besorgt darüber, dass man in eine deflationäre Spirale geraten könnte. Es gelang ihnen über fast ein Jahrzehnt schlicht nicht, die Inflation auf die geforderten 2% zu bringen. Begründet wurden die tiefen

Inflationszahlen mit langfristigen realen Trends in der Weltgemeinschaft, unter anderem der Globalisierung, die den Wettbewerb auf den Arbeitsmärkten erhöht hat, der zunehmenden Alterung, der verstärkten Partizipation der Frauen in der Wirtschaft, der starken Entwicklung von Netzwerkstrukturen, die beträchtliche Monopolrenten zu generieren in der Lage sind. Dazu gehört aber auch die systematische Verschiebung von den Lohn- zu den Gewinneinkommen, die sich schliesslich in einer verstärkten Einkommens- und Vermögenskonzentration widerspiegelt. In zahllosen Studien sind diese Effekte antikritisch überprüft und empirisch geschätzt worden. Der gemeinsame Nenner dieser Bemühungen äusserte sich auf makroökonomischer Ebene in einem Ersparnisüberschuss gegenüber den Investitionen. Sinkende Zinsen waren die Folge. Die fehlende Nachfrage nach Investitionen hat aber auch die Nachfrage nach Arbeitskräften unter dem Gleichgewicht gehalten. In die Bresche gesprungen ist schliesslich der Staat durch Budgetdefizite und höhere Schulden. Andernfalls wäre die Inflation und die Zinsen schätzungsweise um mehr als 1%-Punkt tiefer ausgefallen.

An diesen deflationären Langfristrends hat sich auch mit Corona, den Lieferkettenunterbrüchen und der Energiekrise wenig geändert.

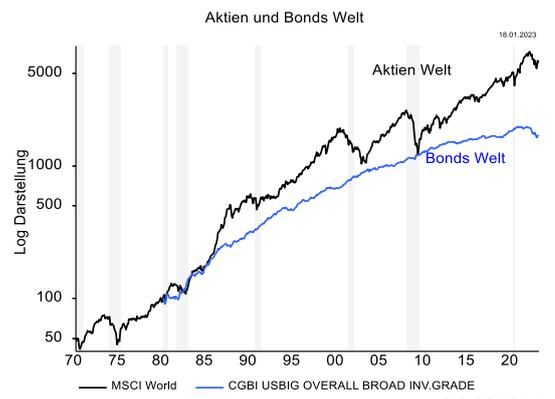
Es sind einmalige Schocks, die primär transitorischen Charakter haben. Sie sollten über die nächsten zwei Jahre von selbst verschwinden. Bei den Energiepreisen ist dies bereits sichtbar.

Allerdings müssen wir berücksichtigen, dass jetzt auch die Löhne nachziehen werden, welche die Unternehmen anschliessend wieder weiterbelasten. Viele Energieverträge können zudem nur mit Verzögerung an die Marktpreise angepasst werden. Diese Zweitrundeneffekte brauchen Zeit. Sie haben zur Folge, dass der Desinflationsprozess (Disinflation) deutlich länger dauert als der Inflationsprozess.

An dieser Stelle sind auch die Notenbanken gefragt. Sie haben sicherzustellen, dass mittelfristig am 2%-Ziel festgehalten wird. Das können sie auch. Sie sind in der Lage mit den kurzfristigen Zinsen dieses Ziel zu erreichen. Sollte das nicht reichen, haben sie ein nie dagewesenes Potential an Obligationen verfügbar, das sie im Markt platzieren können. Die Langfristzinsen können auf diese Weise auf ein Niveau gebracht werden, das inflationären Tendenzen kaum mehr Raum lässt. Der Preis in Form eines Konjunktureenbruchs wäre allerdings hoch. Volcker vom US-Fed hat es zu Beginn der Achtzigerjahre vorgemacht. Zwei lange und schwere Rezessionen waren die Folge.



Prof. Dr. Josef Marbacher  
Chief Economist



Ein solcher Umweg scheint heute kaum nötig zu sein. Wir haben heute andere Voraussetzungen als in den Siebzigerjahren. Die Arbeitskräfte haben sich stark von der Industrie in den Dienstleistungssektor verlagert, wo die Heterogenität des Arbeitsmarktes grösser und der Organisationsgrad der Arbeitnehmer tiefer ist. Das Risiko einer Lohn- Preisspirale ist damit viel geringer.

Wenn sich die Annahmen über den transitorischen Charakter der drei Schocks bestätigen und der Ausgleich der Kaufkraftverluste teilweise über Einmalzahlungen ausgeglichen werden, ist das Risiko einer zu restriktiven Geldpolitik nicht allzu hoch einzuschätzen.

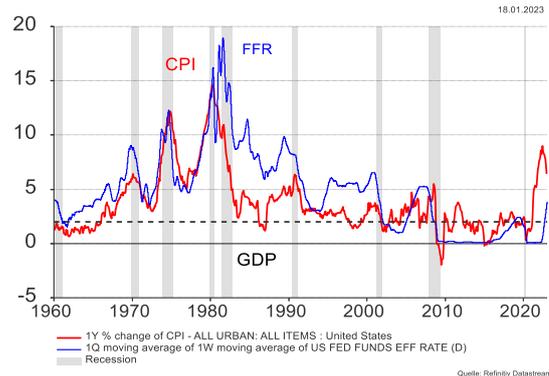
Trotzdem gilt es zu beachten, dass die Konjunkturaussichten getrübt sind, da die fehlende Kaufkraft der Konsumenten für eine deutliche Wachstumsverlangsamung sorgen wird. Sollten die Notenbanken tatsächlich übersteuern, wäre eine Rezession kaum mehr zu vermeiden. In Europa gilt diese bereits als wahrscheinlich.

Insgesamt jedoch sind das gute Perspektiven für die Anlagepolitik. Wir können mit einer kontinuierlichen aber volatilen Absenkung der Inflation rechnen. Ende 2024 dürfte ein Wert unter 3% erreichbar sein. Damit sinkt auch die relativ tiefe Inflationsprämie in den Langfristzinsen weiter. Die Notenbanken hingegen werden noch einige Zeit die Höchstwerte, die Ende des 2. Quartals erreicht sein dürften, beibehalten, um keine Zweifel offen zu lassen, dass sie der Inflationsbekämpfung höchste Priorität einräumen. Auch Aktienanlagen werden von den tieferen Zinsen profitieren. Die zu erwartenden höheren Lohnzahlungen und die schlechteren Konjunkturaussichten, werden sich allerdings dämpfend bemerkbar machen.

Insgesamt jedoch ergibt sich ein anlagepolitisches Stimmungsbild, das mehr Chancen als Risiken eröffnet. Wir haben deshalb die Bondanlagen von leicht untergewichtet auf leicht übergewichtet gesetzt. Auch die Aktienanlagen sollen erhöht werden. Wir erachten eine neutrale Position für vertretbar.

So viel zur grundsätzlichen Ausrichtung der Anlagepolitik.

US: Volcker Shock Therapy 1980 bis 1987 with 2 Recessions



Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation ist von unseren Mitarbeitern verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen eine Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art - sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden -, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten, aus. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Den mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen ist es, im Rahmen interner Richtlinien, freigestellt, den in diesem Bericht erwähnten Titel zu kaufen, zu halten und zu verkaufen.