



Weniger für mehr

Die Inflation sinkt. Aber sie wird nicht so schnell weg sein, wie sie gekommen ist.

Wenn Preise steigen

Liebe Leserin, lieber Leser

Die Inflation hat ihr Comeback gegeben. Nicht nur zur Überraschung der Notenbanken, deren Auftrag es ist, für Preisstabilität zu sorgen. In grossen Teilen der Welt sind für Private und Unternehmen Teuerungsraten von 7 % oder gar mehr als 10 % etwas, das sie in den 1970er- oder 1980er-Jahren zuletzt erlebten.

Inflation ist schwierig zu fassen. Aber es steht fest: Sie macht uns ärmer. Nehmen wir ein Ei, ein Beispiel, das in dieser Ausgabe mehrmals vorkommt. Es kostet in den USA fast 40 % mehr als vor einem Jahr. Wer viele Eier konsumiert, wird auf eine höhere persönliche Inflationsrate (→ Seite 20) kommen als jemand, der darauf verzichtet. Der Chefeinkäufer beim Liechtensteiner Nahrungsmittelhersteller Hilcona weiss aufgrund von steigenden Futtermittelpreisen schon im Vornherein, dass die Eier für ihn bald sehr viel mehr kosten, was er entsprechend einkalkulieren muss (→ Seite 16).

Und wenn wir schon dabei sind: Wie viel kostete ein Ei in Deutschland vor 100 Jahren?

Die Antwort steht auf Seite 15.

Sie wissen es längst, dieses Heft haben wir der Inflation gewidmet. Wer erwartet, wir könnten voraussagen, wann sie wieder unter 2 % liegt, den muss ich enttäuschen. Notenbanken scheitern an dieser Frage ebenso (→ Seite 10).

Aber wir zeigen, welche Anlagen dazu geeignet sind, Inflation auszusitzen. Das ist wichtig, denn wir sind überzeugt davon, dass die jetzige Inflationswelle nicht so schnell vorbeigeht, wie sie gekommen ist. Immerhin: Die Rezepte der Notenbanken zur Bekämpfung wirken immer noch (→ Seite 11).

Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre!



Dr. Felix Brill
Chief Investment Officer VP Bank

Der Beginn einer neuen Ära

Die Inflation ist wieder da. Nie seit den 1980er-Jahren sind derart hohe Teuerungsraten verzeichnet worden. Natürlich haben Zentralbanken mit Zinserhöhungen reagiert. Aber wie geht es nun weiter mit den Preisen?

Felix Brill



Alles ist teurer geworden: Lebensmittel, das Hotel, die Flüge für die Sommerferien. Der Teuerungsschub hat inzwischen alle Produkte und Dienstleistungen erfasst. Inflation war jahrelang kaum ein Thema. Jetzt ist sie zurück, und wie: Zeitungen sind voll mit Berichten. An den Finanzmärkten vergeht fast kein Tag, an dem nicht neue Daten auseinandergenommen und bis ins letzte Detail analysiert werden. Es wird viel darüber spekuliert, was die aktuellen Daten oder die jüngste Rede eines Zentralbankvertreters für den zukünftigen Kurs eben jener Zentralbank bedeuten. Pausiert die amerikanische Notenbank Fed wirklich? Wie oft wird die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinsen noch erhöhen? Bei all der Aufgeregtheit, die dem täglichen Nachrichtenstrom an den Finanzmärkten innewohnt, kann man sich schnell in den Einzelheiten verlieren.

Im Investmentmagazin «Teleskop» lösen wir uns von dieser kurzfristigen Hektik. Ob die Fed die Zinsen noch einmal erhöht oder nicht, und wie viele Zinsschritte die EZB noch vornehmen wird, das ist auf kurze Sicht interessant und für Anleger relevant. Wir werfen hier den Blick aber in die Ferne und fragen uns: Wird uns Inflation als Thema noch länger beschäftigen, als wir vielleicht derzeit glauben möchten? Was sind die Gründe und was wären die Auswirkungen auf Wirtschaft, Geldpolitik und Anlegerverhalten?

Schon seit 2020

Dafür müssen wir erst einen Schritt zurück machen und fragen: Warum das Preisniveau gestiegen ist und wo und wann der Teuerungsschub seinen Anfang genommen hat. Es zeigt sich schnell: Die Entwicklung hat nicht erst im Frühjahr 2022 begonnen; der russische Angriff auf die Ukraine hat den Inflationsanstieg nicht ausgelöst. Er hat ihm zwar noch einen zusätzli-

chen Schub verliehen. Aber er war eben nicht der Auslöser, wie so oft im letzten Jahr zu hören und zu lesen war. Für diese Erkenntnis muss man noch nicht einmal tief graben. Es reicht ein Blick auf den Verlauf der jährlichen Inflationsraten (→ Grafik Seite 6). Sie begannen nämlich bereits Ende 2020 zu steigen. Als Russland in der Ukraine einmarschierte und damit eine Explosion der Energiepreise auslöste, betrug die Inflation in den USA bereits mehr als 8 %, in der Eurozone mehr als 6 %. Und auch die Kernrate der Inflation, welche Energiepreise und saisonale Lebensmittelpreise ausklammert, war zu diesem Zeitpunkt bereits über die Zielmarke von 2 % gestiegen.

Diese Preisentwicklung wurde durch die Corona-Pandemie ausgelöst. Die Lockdown-Massnahmen haben nicht nur das Konsumverhalten auf den Kopf gestellt, sondern vor allem dazu geführt, dass die Sparquoten gezwungenermaßen nach oben schossen, denn es gab wenig, für das man Geld ausgeben konnte – kein Kino, kein Restaurant, kein Hotel. Als die Einschränkungen dann aufgehoben wurden, war nicht nur mehr Geld als vorher zum Ausgeben da, es hatte sich in der Zeit auch enorm viel Nachfrage aufgestaut. Diese Übernachtfrage ist aus unserer Sicht die Hauptursache für den Teuerungsschub. Und zur selben Zeit als Konsumenten viel Geld zur Verfügung hatten,

Kernpunkte

- Während der Corona-Pandemie staute sich Nachfrage auf, die danach auf ein reduziertes Angebot traf
- Es wäre nicht überraschend, wenn weitere Inflationswellen folgen würden
- Inflationserwartungen passen sich nur langsam an

war das Angebot enorm reduziert, bei Konsumgütern wie zum Beispiel Fahrrädern, aber auch im Dienstleistungssektor. Wenn das Angebot knapp ist, steigen bei hoher Nachfrage die Preise. Das ist eine der ältesten ökonomischen Weisheiten. Dabei haben nicht nur Lieferengpässe eine Rolle gespielt. Viele Unternehmen haben die Gunst der Stunde genutzt, um ihre Preissetzungsmacht auszuspielen. Das sieht man daran, dass die Gewinnmargen von Unternehmen etwa in der Energie-, Telekom- oder Softwarebranche gestiegen sind.

Inzwischen sind die Gesamtinflationen wieder auf dem Rückzug. Betrug die Inflation in den USA im Juni 2022 noch 9.1 %, so lag sie im April 2023 nur noch bei 4.9 %. Die Eurozone kämpft noch mit höheren Werten. Im April lag die Teuerung bei 7 %. Aber auch hier ist bereits ein deutlicher Rückgang seit dem Höhepunkt im Oktober, als ein Wert von 10.1 % registriert wurde, zu beobachten.

Basiseffekte helfen kurzfristig

Alles halb so wild? Auf Sicht der nächsten Monate könnte man zu einem Ja tendieren. Basiseffekte deuten darauf hin, dass die Inflationsraten weiter sinken werden. Die klassischen Inflationsprognosemodelle ebenso (→ Seite 10). Und die Voraussagen von Fed und EZB sowieso. Nach dem notfallmässigen Herumreissen der geldpolitischen Zügel wäre alles andere eine Bankrotterklärung. Es wäre ein Eingeständnis, dass die Medizin der höheren Leitzinsen nicht wirkt.

Über die nächsten Monate hinweg wird es beim Thema Inflation allerdings schwierig. Das hat zunächst einmal damit zu tun, dass sich die Inflationsentwicklung trotz ausgefeilter statistischer Modelle nicht wirklich gut vorher sagen lässt. Wenn starke Basiseffekte wie jetzt

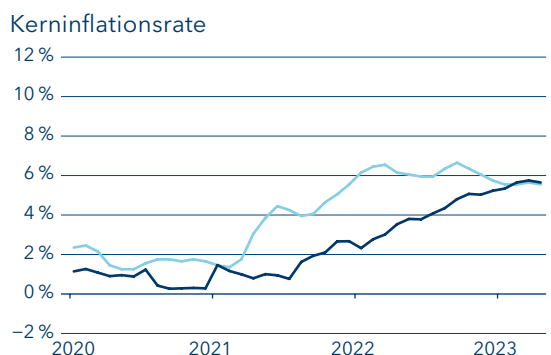
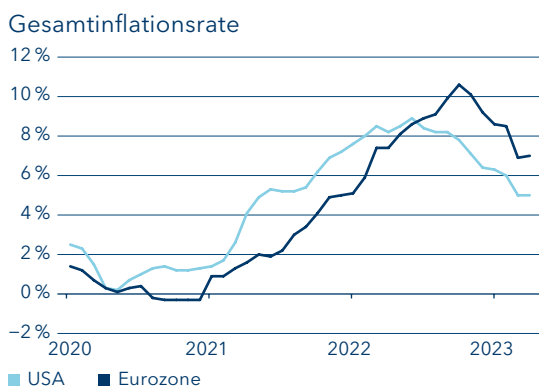
« Viele Unternehmen haben ihre Preissetzungsmacht ausgespielt. »

am Werk sind, dann könnte es auf Sicht von ein paar Monaten ganz gut funktionieren. Aber selbst dann gibt es keine Garantie. Denn in drei Monaten kann viel passieren, wie wir das in den letzten Jahren oft genug erlebt haben.

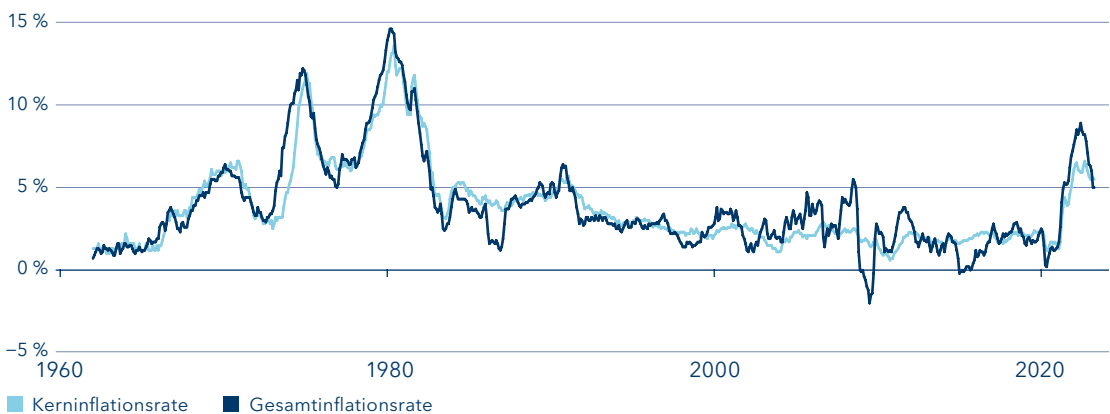
Diese Unsicherheit hat auch damit zu tun, dass viele Preise nur mit teils erheblicher zeitlicher Verzögerung angepasst werden. Menükarten im Restaurant werden nicht täglich neu gedruckt. Löhne nicht sofort erhöht. Manches ist Verhandlungssache, viele Preise sind indexiert. In der Schweiz zum Beispiel sind die Mieten an den sogenannten Referenzzinssatz gebunden. Steigt dieser, steigen die Mieten automatisch. Zahlreiche dieser Effekte stehen uns noch bevor.

Wie lange es gehen kann, bis sich die Preisentwicklung nach einem Teuerungsschub nachhaltig beruhigt, zeigt ein Blick in die Vergangenheit. In den 1980er-Jahren brauchte es in den USA mehr als drei Jahre, bis die Jahresteuierung von 4.9 %, dem heutigen Wert, wieder auf unter 2 % gefallen war. Genauer gesagt dauerte es von September 1982 bis April 1986. Als die Inflation zu Beginn der 1990er-Jahre dann wieder einmal über 5 % gestiegen war, währte dies unter dem damaligen Fed Vorsitzenden Alan

Inflation in den USA und in der Eurozone (in %)



Ein langfristiger Blick auf die Inflation in den USA (in %)



Greenspan sogar sechs Jahre. Noch schlimmer sieht es bei der Kerninflation aus. Im April 1986 betrug diese immer noch 4.2 % und sank erst 1994 wieder unter 3 %.

Inflation ist in den Köpfen

Die Geschichte zeigt noch ein anderes Muster. Der Inflationsanstieg in den 1980er-Jahren war kein isolierter Fall. Er folgte auf zwei frühere Episoden Ende der 1960er- und Mitte der 1970er-Jahre. Jeder dieser Teuerungsschübe hatte seine Besonderheiten, allen voran natürlich die Ölkrise von 1973. Aber trotzdem hängen die drei Phasen auch zusammen. Denn: Wird die wirtschaftliche Entwicklung zu sehr von ihrem langfristigen Pfad abgebracht, braucht das System oft Jahre, um sich wieder in die gewohnten Bahnen einzupendeln. Es wäre auch dieses Mal nicht überraschend, wenn die Inflation nicht einfach zurück in Richtung des Notenbank-Zielwerts von 2 % sinkt und dann dort verharrt, sondern wenn nach der ersten eine zweite und vielleicht sogar eine dritte Welle folgt.

Wie hartnäckig die Teuerung sein wird, hängt auch davon ab, wie die Akteure in einer Volkswirtschaft auf die Preisentwicklung reagieren, ob und wie sie ihre Inflationserwartungen anpassen. Diese Erwartungen werden regelmäßig mittels Umfragen bei Unternehmen und privaten Haushalten erhoben oder aus Finanzmarktdaten abgeleitet. Etwa von Inflationsswaps oder von inflationsgeschützten Anleihen. Typischerweise, das zeigen empirische Analysen, sind Inflationserwartungen adaptiv. Sprich: Wenn in den letzten Monaten alles teurer geworden ist, werden die meisten Konsumenten davon ausgehen, dass das so weitergeht. Es braucht dann eine gewisse Zeit, in der die

Preise wahrnehmbar fallen, bis die Erwartungen wieder nach unten angepasst werden. Je länger ein Teuerungsschub dauert, umso schwieriger wird es, die Inflationserwartungen wieder in den Griff zu bekommen. Deshalb achten Zentralbanken so sehr darauf. Und deshalb waren sie auch in der Vergangenheit so dagegen, die Zielwerte für die Inflation von 2 auf beispielsweise 4 % anzuheben.

Wie das Beispiel des Liechtensteiner Nahrungsmittelherstellers Hilcona zeigt (→ Interview Seite 16), sind Unternehmen in der Industrie dabei, Preiserwartungen nicht nur adaptiv zu bilden, sondern die Preise ihrer Vorprodukte systematisch zu beobachten und in die Kostenkalkulation und Budgets einzubeziehen, um nicht auf dem falschen Fuss erwischt zu werden. Aber die wenigsten können sich dem adaptiven Verhaltensmuster ganz entziehen. Schliesslich sind Entscheidungsträger auch nur Menschen und damit psychologischen Einflüssen unterworfen.

Strukturelle Inflationstreiber

Hinzu kommen strukturelle Veränderungen. Demografie, De-Globalisierung, Künstliche Intelligenz oder auch die Macht von globalen Unternehmen wie Apple, Google oder Amazon, welche die nationalen Wettbewerbshüter vor grosse Probleme stellen. Dabei ist nicht immer klar, ob diese Entwicklungen inflationsdämpfend oder -fördernd wirken.

Nehmen wir zum Beispiel den Klimaschutz. In Ländern wie Deutschland und in der Schweiz will die Politik den Umstieg auf erneuerbare Energien beim Heizen einleiten. Zum Teil wurden Gesetze schon angepasst, andere, wie das Gebäudeenergiegesetz in Deutschland,

sollen überarbeitet werden. Auf Hausbesitzer kommen in den nächsten Jahren grosse Investitionen zu. Das erhöht die Nachfrage nach Wärmepumpen und treibt die Preise nach oben. Werden im grossen Stil Heizungen erneuert, steigt aber landesweit die Energieeffizienz. Damit sollte in den nächsten Jahren bei unveränderter Bevölkerung sowie gleichen Wohn- und Wärmestandards der Energieverbrauch sinken, was sich preisdämpfend auf die Energieträger auswirken sollte. Diese Bewegungen werden jedoch kaum parallel ablaufen und auch nicht so, dass sie sich gegenseitig gerade aufheben.

Auch wenn diese Effekte und ihr zeitlicher Ablauf nicht prognostizierbar sind, ist eines klar: Die Entwicklung im nächsten Jahrzehnt wird nicht so weitergehen wie in den vier Jahrzehnten nach 1980. Selbst Jean-Pierre Danthine, zwischen 2010 und 2015 Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, führte in einer Rede neben vielen bekannten Gründen, warum die Inflation seit den 1980er-Jahren im Trend so lange gefallen war, einen weiteren an: «Vielleicht war es auch nur Glück.» Halb als Scherz gemeint, könnte daran vielleicht mehr sein, als es den heutigen Zentralbankern lieb ist.

Keine Frage: Die Wirtschaftswissenschaften haben seit den 1970er-Jahren enorme Fortschritte gemacht, die Geldpolitik hat sich weiterentwickelt, Krisen gemeistert. Das stimmt zuversichtlich (→ Seite 11). Gleichzeitig muss konstatiert werden: Fed, EZB und viele andere Zentralbanken haben zu spät auf den jüngsten Inflationsanstieg reagiert. Das haben sie mit einem harten Kurswechsel zu korrigieren versucht. Warum sie so spät eingegriffen haben? War es eine Fehleinschätzung? Haben sie ihre Prognosefähigkeit überschätzt? Darüber könnte man lange diskutieren, ohne eine definitive Antwort zu finden. Vielleicht lag es auch daran,

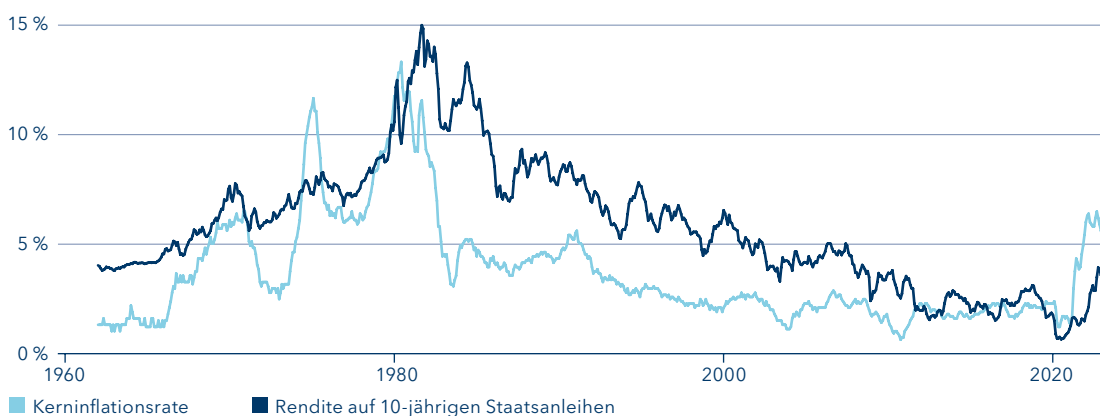
« Modelle sind vom Trend der fallenden Inflationsraten kontaminiert. »

dass die heutigen Zentralbanker keine Erfahrung mehr mit hoher Inflation haben. 40 Jahre mit einem Trend fallender Inflationsraten sind eine lange Zeit.

Die Daten, die in die Modelle einfließen, reichen meist nur 10, 20 Jahre zurück. Vielleicht auch mal 30. Aber kaum bis in die 1970er-Jahre. Damit sind alle Daten vom Trend der fallenden Inflationsraten kontaminiert. Das kann Modelle vor grosse Probleme stellen, sogar die Ergebnisse systematisch verfälschen. Das trifft nicht nur auf Inflationsprognosemodelle zu, sondern auch auf viele andere, die in der Finanzindustrie eingesetzt werden. Allen voran bei Modellen zur Portfoliooptimierung. Die fallende Inflation ging einher mit sinkenden Zinsen. Letztere bedeuteten nicht nur Rückenwind für festverzinsliche Papiere, sondern auch für Aktien oder Immobilien, da deren Bewertung stieg (→ Ideen für Anleger, Seite 23).

Wir können heute nicht mit Sicherheit sagen, ob wir das Inflationsthema in wenigen Monaten wieder in die Mottenkiste packen können. Genauso wenig, ob Inflation auf Jahre ein Thema bleiben wird. Aber nach der jüngsten Erfahrung wäre es fahrlässig, sich nicht mit dieser Möglichkeit auseinanderzusetzen.

USA: Preis- und Zinsentwicklung (in %)





Wie Inflationsprognosen entstehen

Felix Brill

Zentralbanken stützen ihre geldpolitischen Entscheidungen auch auf Inflationsprognosen. Aber wie entstehen eigentlich solche Voraussagen? Es gibt drei Ansätze.

Der **erste Ansatz** basiert auf sogenannten ARIMA-Modellen (Autoregressive integrated moving Average). Dabei wird versucht, aus dem früheren Verhalten einer Zeitreihe die künftige Entwicklung abzuleiten. Wenn also zum Beispiel der Benzinpreis in den letzten drei Monaten gesunken ist, wie wahrscheinlich ist es, dass er im nächsten und übernächsten Monat noch einmal fällt? Das wird für alle Güter und Dienstleistungen im Konsumentenpreisindex gemacht und dann aggregiert. Wichtig: Es wird nur die eigene Historie der Zeitreihe berücksichtigt. Das Verhalten anderer Preise fließt nicht ein. Der Zeithorizont solcher Prognosen ist eher kurzfristig, wenige Monate bis zu einem halben Jahr.

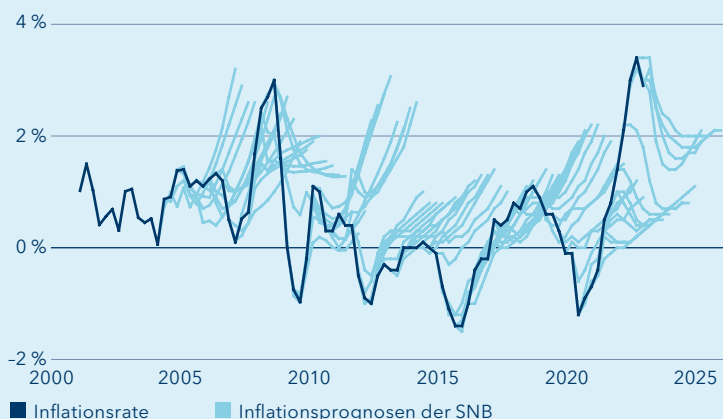
Der **zweite Ansatz** verwendet vektorautoregressive Modelle (Vector Autoregression, VAR). Auch diese statistischen Modelle setzen darauf, anhand der früheren Beobachtungen das Verhalten der Zeitreihen zu prognostizieren. Im Unterschied zu ARIMA-Modellen werden die verschiedenen Zeitreihen aber nicht isoliert betrachtet, sondern kombiniert. Aus der Wechselwirkung zwischen den Variablen können zusätzliche Informationen gewonnen werden. Typischerweise werden ein paar wenige Zeitreihen pro Modell berücksichtigt, also zum Beispiel die Inflationsrate, die Geldmenge, das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und der langfristige Zinssatz. So kann man verschiedene, kleinere Modelle mit einzelnen Zeitreihen aufsetzen und den Durchschnitt dieser Prognosen verwenden. Das Ergebnis wird robuster und der Horizont kann auf rund 18–24 Monate gestreckt werden. Darüber hinaus wird

es schwierig, da die Vorhersagen um die historischen Durchschnittswerte zu oszillieren beginnen.

Für einen längeren Zeithorizont wird im **dritten Ansatz** auf grössere makroökonomische Modelle wie etwa dynamische stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodelle (Dynamic stochastic general Equilibrium, DSGE) zurückgegriffen. Sie basieren auf einer Vielzahl von Gleichungen, theoretisch hergeleitet und mittels historischer Daten kalibriert. Das Gute an diesen Modellen: Die Zusammenhänge zwischen den Variablen wie zum Beispiel Konsum, Energiepreisen und Arbeitslosenquote sind nachvollziehbar, so lassen sich Szenarien wie ein Ölpreisschock simulieren. Allerdings sind diese Modelle sehr aufwendig zu unterhalten. Und sie sind nur so gut wie die Daten, mit denen man sie füttert.

Alle Ansätze teilen das gleiche Schicksal: Sie zeigen, wohin die Reise gehen könnte, verlässliche Prognosen erlauben sie aber nicht. Das lässt sich anhand der Vorhersagen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) illustrieren. Die dünnen Linien zeigen die vierteljährlichen Prognosen für die jeweils drei folgenden Jahre. Die dicke Linie markiert die Inflationsentwicklung. Hin und wieder stimmt die Richtung, vor allem wenn sich ein Trend bei der Inflation etabliert hat. Die Wendepunkte werden aber praktisch nie vorhergesehen.

Inflation Schweiz (in %)



Rezepte gegen die Inflation

Die bewährten Mittel im Kampf gegen die Teuerung wirken heute umso mehr. Grund dafür sind ausgerechnet die gestiegenen Schulden.

Thomas Gitzel

Die Wirtschaft ist nicht mehr dieselbe seit der letzten Erfahrung mit hoher Inflation in den 1970er- und 1980er-Jahren. Der internationale Handel hat sich intensiviert, Handelsrestriktionen sind gefallen, Finanzmärkte sind stärker reguliert. Aber auch was die Notenbankpolitik angeht, ist die Welt nicht stehen geblieben. Die quantitative Ausdehnung der Geldmenge durch Käufe von Anleihen, Quantitative Easing, wurde als neues Werkzeug eingeführt, negative Zinsen feierten Premiere und sogenannte Forward Guidance wurde angewandt, also konkrete Hinweise darauf, wie sich Zinsen in Zukunft verändern. Und nicht zu vergessen: Die wichtigsten Notenbanken kennen anders als damals Inflationsziele von meist rund 2 %.

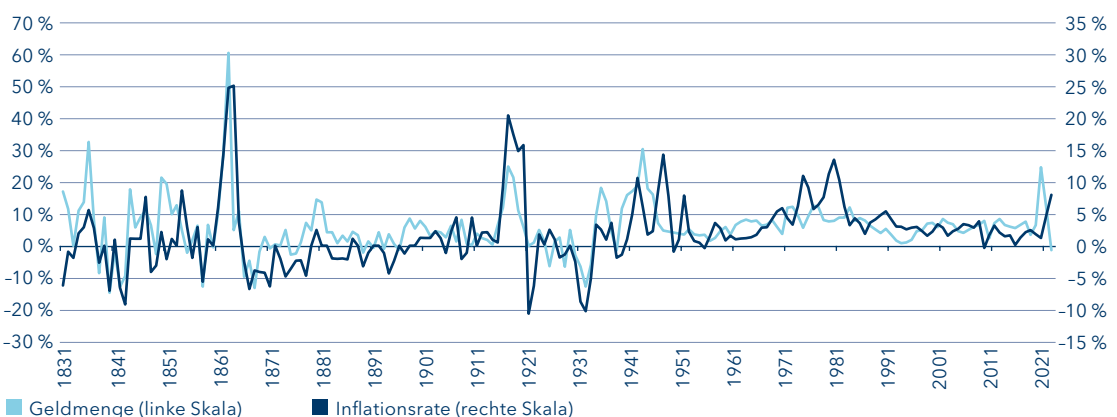
Inflation als monetäres Phänomen

Die Frage, wie Notenbanken der aktuellen Inflationswelle begegnen, ist deshalb berechtigt. Gehen sie ähnlich konsequent vor wie vor

40 oder 50 Jahren, um die Inflation zurück auf das Zielniveau zu bringen? Und vor allem: Reichen die Mittel aus?

Entscheidend bei der Bekämpfung von Inflation ist das Angebot von Geld, die Geldmenge, wie der Ökonom Milton Friedman es postulierte (→ Seite 22). Sie nahm trotz ultraexpansiver Geldpolitik seit der Finanzkrise 2007/08 nicht übermäßig zu. Das Bild änderte sich jedoch schlagartig mit Ausbruch der Corona-Pandemie (2020 bis 2022). Das Geldmengenwachstum beschleunigte sich merklich. Die Notenbanken der USA und der Eurozone, die Fed und die EZB, erwarben im Rahmen ihrer Corona-Notfallkaufprogramme Anleihen im Umfang von knapp 9 Billionen US-Dollar. Anders als bei den Anleihenkäufen unmittelbar nach der Finanzkrise von 2007/08 blieb das Geld aber nicht bei den Banken liegen. Denn sie gewährten den Unternehmen zur Überbrückung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie in grossem Umfang

USA: Langfristige Geldmengenentwicklung und Inflation (jährliche Veränderung in %)



Kredite, weil der Staat Garantien abgab. Das von den Notenbanken geschaffene Geld landete also bei Banken, bei den Unternehmen und am Ende auch bei den Konsumenten. Der langfristige Zusammenhang zwischen der US-Geldmenge und der Inflationsrate zeigt, dass der jüngste Inflationsanstieg auf die massive Ausweitung der Geldmenge M3 im Zuge der Corona-Pandemie zurückzuführen ist (→ Grafik Seite 11). M3 ist die breiteste Definition der Geldmenge in einer Volkswirtschaft. Die Gegenposition zu M3 sind die Kredite ausserhalb des Bankensektors.

Ähnliches, aber in einem nicht ganz so engen Zusammenhang, kann für die Eurozone festgestellt werden (→ Grafik unten). Berechnet man einen Trend anhand eines dreijährigen gleitenden Durchschnitts, zeigt sich aber auch hier eine gewisse Korrelation zwischen der Geldmengen- und der Inflationsentwicklung. Gemessen an der Entwicklung der Geldmenge «überschossen» die Inflationsraten zuletzt sogar.

Dieser Zusammenhang zeigt, dass Inflation durchaus ein monetäres Phänomen ist und die Rezepte der Notenbanken zur Steuerung der Geldmenge entsprechend auch die richtigen sind. Fed und EZB haben in den vergangenen Monaten das Geldmengenwachstum erheblich gebremst oder gar die Geldmenge mittels Anleihenverkäufen reduziert (der Verkauf einer Anleihe aus dem Bestand der Notenbank verringert per Definition die Geldmenge). In den USA schrumpfte die Geldmenge M3 zuletzt um knapp 2 % gegenüber dem Vorjahr, was es seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr gegeben hat.

Von einer effektiven Geldmengenreduktion ist die EZB zwar noch ein gutes Stück entfernt, aber das Wachstum hat sich zumindest erheb-

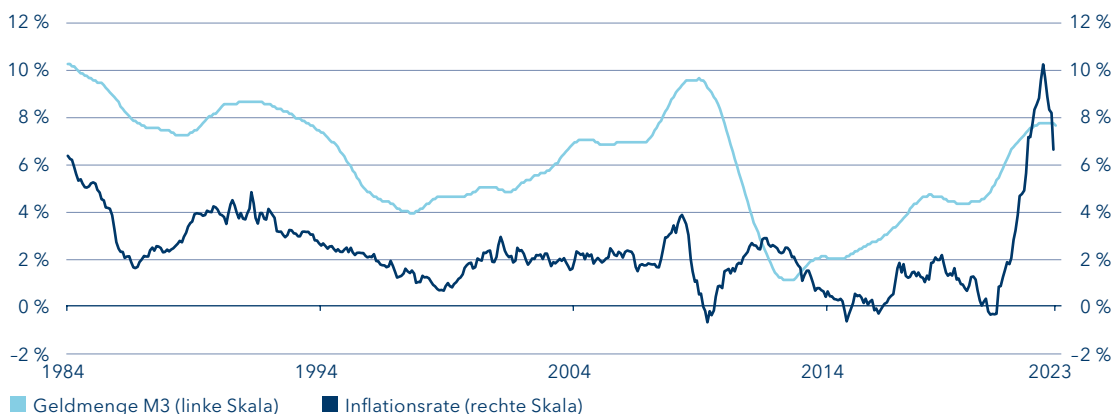
« Eine straffe Geldpolitik wirkt umso schärfer, je höher das Schuldenniveau ist. »

lich reduziert. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist ähnlich unterwegs wie die Fed: M3 schrumpft im Jahresvergleich. Diese Beispiele zeigen, wie ernst es den Notenbanken damit ist, dem Wirtschaftskreislauf Liquidität zu entziehen, um so der Inflation beizukommen.

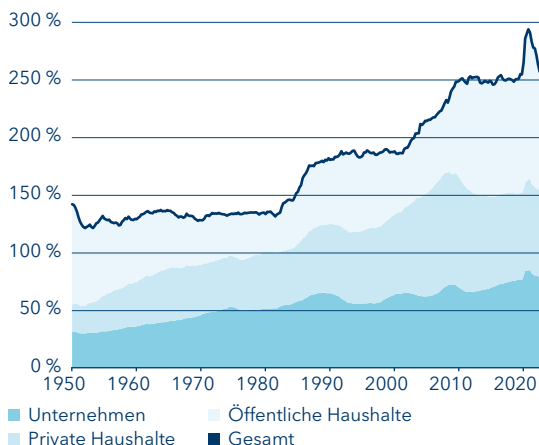
Verändert die Verschuldung die Geldpolitik?

Die Notenbanken sind derweil noch nicht am Ende ihres Strafkurses angelangt. Die Fed wird, auch wenn sie von weiteren Zinsanhebungen absieht, ihre Wertpapierverkäufe fortsetzen. Auch die EZB bleibt gefordert. Doch wie weit gehen die Notenbanken tatsächlich? Eine häufig aufgestellte These lautet, dass die hohe Verschuldung der öffentlichen Haushalte und des Privatsektors einem entschlossenen Handeln der Währungshüter entgegensteht. Tatsächlich ist die gesamtwirtschaftliche Verschuldung in den USA mit aktuell knapp 260 % des

Eurozone: Geldmenge und Inflation (gleitender Dreijahresschnitt, jährliche Veränderung in %)



USA: Gesamtwirtschaftliche Verschuldung (in % des Bruttoinlandprodukts)



Bruttoinlandprodukts etwa doppelt so hoch wie in den 1970er-Jahren. Ist damit ein adäquates Vorgehen der Notenbanken gegen hohe Inflationsraten so wie damals gar nicht mehr möglich?

Dem ist nicht so, im Gegenteil. Eine straffe Geldpolitik wirkt umso schärfer, je höher das Schuldenniveau ist. Dies zeigt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), auch als Zentralbank der Zentralbanken bekannt, in einer Studie von Februar 2023. Demnach erhöht eine hohe Verschuldung die Sensitivität einer Volkswirtschaft gegenüber einer Straffung der Geldpolitik.

Mehrere Faktoren spielen dabei eine Rolle. Erstens: Je höher die Verschuldung, desto deutlicher schlägt sich ein Zinsanstieg auf den Schuldendienst nieder. Dies kann anhand der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung in den USA einfach verdeutlicht werden. Aktuell stehen die Unternehmen, die privaten Haushalte und die öffentlichen Haushalte mit 64 Billionen US-Dollar in der Kreide (→ Grafik oben). Steigen die Zinsen um 3 %, zieht dies zusätzliche jährliche Zinszahlungen um 1.9 Billionen US-Dollar pro Jahr nach sich. Und dieses Geld fehlt anderswo. Im Jahr 1980 hätte ein Zinsanstieg in gleicher Größenordnung den Schuldendienst gerade einmal um 107 Mrd. US-Dollar erhöht. Heute zieht ein Zinsanstieg von 3 % also rund das 18-Fache an gesamtwirtschaftlichen Kosten nach sich. Dabei hat sich das Pro-Kopf-Einkommen in den USA im gleichen Zeitraum gerade einmal knapp versechsfacht. Zwar münden höhere Zinsen aufgrund von längerfristigen Zinsbindungen nicht unmittelbar in einen höheren Schuldendienst, doch je länger das Zinsniveau auf den

gegenwärtigen Niveaus liegt, desto mehr kommt es zum Tragen. Dies übt wiederum Druck auf das verfügbare Einkommen und auf die Ausgaben aus.

Zweitens werden auch Verteilungseffekte verschärft, denn ärmere Haushalte sind typischerweise Nettoschuldner mit einer höheren Konsumpräferenz. Zusätzlich verfügbares Geld schlägt sich bei Haushalten mit geringem Einkommen deutlicher in zusätzlichem Konsum nieder als dies etwa bei vermögenden Haushalten der Fall ist. Im umgekehrten Fall reduziert sich der Konsum bei einer Reduktion des verfügbaren Einkommens wegen des teureren Schuldendienstes, der wiederum von einem höheren Leitzinsniveau herrührt. Das heisst, die gesamtwirtschaftlichen Bremseffekte einer strafferen Geldpolitik wirken umso drastischer, je gewichtiger die Schulden des Privatsektors sind. Und drittens können die höheren gesamtwirtschaftlichen Verbindlichkeiten zu wachsendem Stress an den Finanzmärkten führen. Die Turbulenzen im US-Bankensektor lassen grüssen.

Schuldendienst tut weh

Je grösser also die Schulden, desto empfindlicher reagiert die Gesamtnachfrage auf eine Änderung der Geldpolitik. Die empirischen Untersuchungen der BIZ zeigen zudem, dass in Ländern mit einer erheblichen privaten Verschuldung das Wirtschaftswachstum durch Zinserhöhungen stärker negativ belastet wird als in Ländern mit einem geringen Schuldenstand. Eine gleichzeitige hohe Verschuldung des öffentlichen Sektors kann die Effekte sogar noch verstärken. Denn bei steigenden Finanzierungskosten des Staates wird der fiskalpolitische Spielraum kleiner. Regierungen werden so gezwungen, ihre Ausgaben zu reduzieren, was entsprechend negative Effekte für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach sich zieht.

Die Anfälligkeit einer Volkswirtschaft beziehungsweise die Rezessionsrisiken bei einer Straffung der Geldpolitik sind also bei einem hohen Schuldenstand wesentlich ausgeprägter. Doch gerade die sinkende gesamtwirtschaftliche Nachfrage lässt die Inflationsrate deutlich fallen. Notenbanken müssen also weit weniger an der Zinsschraube drehen, um die gleichen restriktiven Effekte zu erzielen, wie noch vor einigen Jahrzehnten. Aus dieser Perspektive lässt sich postulieren, dass die Geldpolitik im aktuellen Umfeld hoher Verschuldung besonders effektiv wirkt. Die geldpolitischen Mittel der 1970er- und 1980er-Jahre haben deshalb noch ihre Berechtigung.

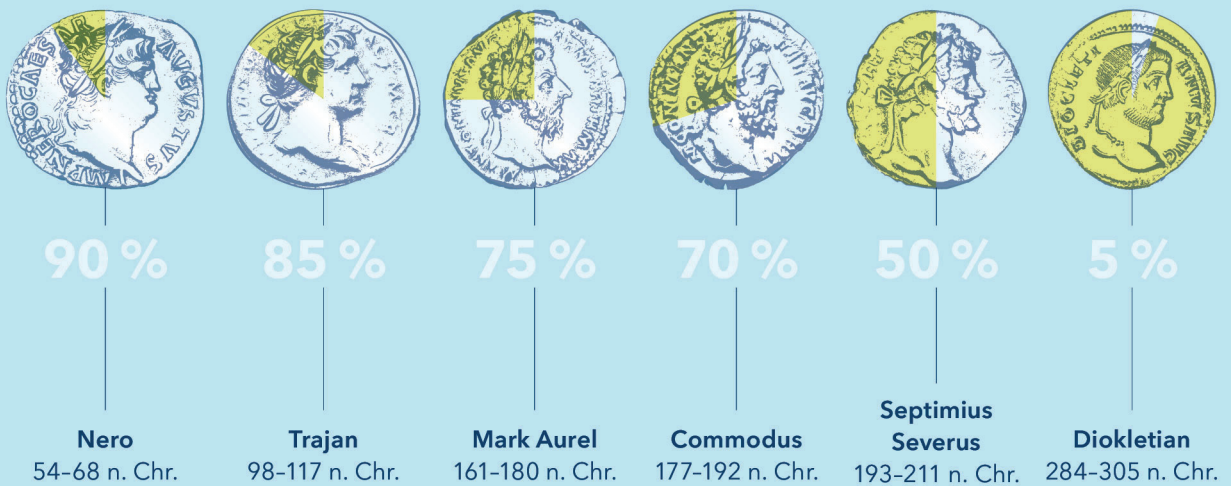
Teuerung gibt es, seit es Geld gibt

Auch die Römer kannten das Phänomen

Die Verteidigung des römischen Reichs kostete viel Geld. Um die Loyalität der Armee zu sichern, mussten die Kaiser öfters den Sold erhöhen. Silber war knapp, also wurde den Münzen ein günstigeres Metall beigemischt. So konnte mehr Geld hergestellt werden, mit der Konsequenz, dass die Getreidepreise ab 150 n. Chr. in die Höhe schossen.

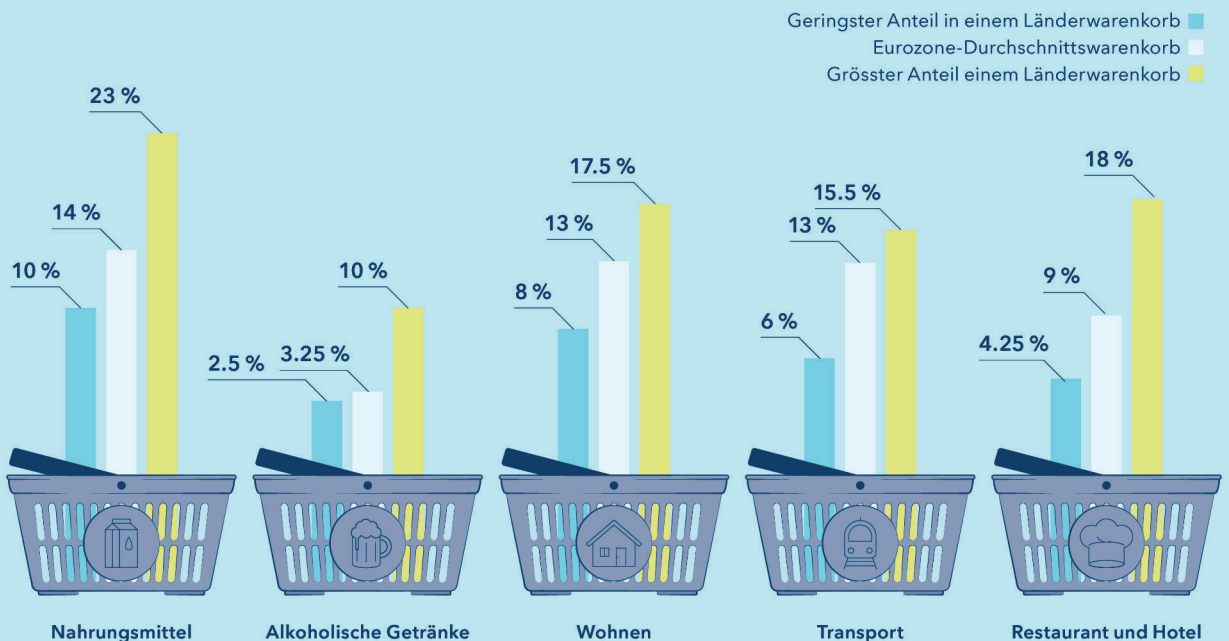
Silbergehalt im Denar je nach Kaiser

1 Denar = 4 Sesterze



Riesige Unterschiede in den Eurozone-Inflationsdaten

Zwar spricht man von der Inflation in der Eurozone. Aber bei genauer Betrachtung sind die zugrundeliegenden Warenkörbe höchst unterschiedlich. Ein paar Beispiele.



Der harte Franken

Die Preise in der Schweiz sind seit 1914 um den Faktor 11 gestiegen. In den USA müssten heute 30 Dollar aufgewendet werden, für etwas, was 1914 1 Dollar gekostet hatte. In Grossbritannien entspricht 1 Pfund von 1914 heute 93 Pfund.

1 Franken

im Jahr
1914 ...



... entspricht
heute **11 Franken**



Anfang Dezember 1923 kostete ein Ei in Berlin **320 Mrd. Mark.**

Ein Ticket für die 3. Klasse auf der «Titanic» kostete 7 Pfund, was in heutigem Geld **645 Pfund** entspricht.



Dank Silber aus den Kolonien wuchs die Geldmenge Spaniens im 16. Jahrhundert von 5 auf

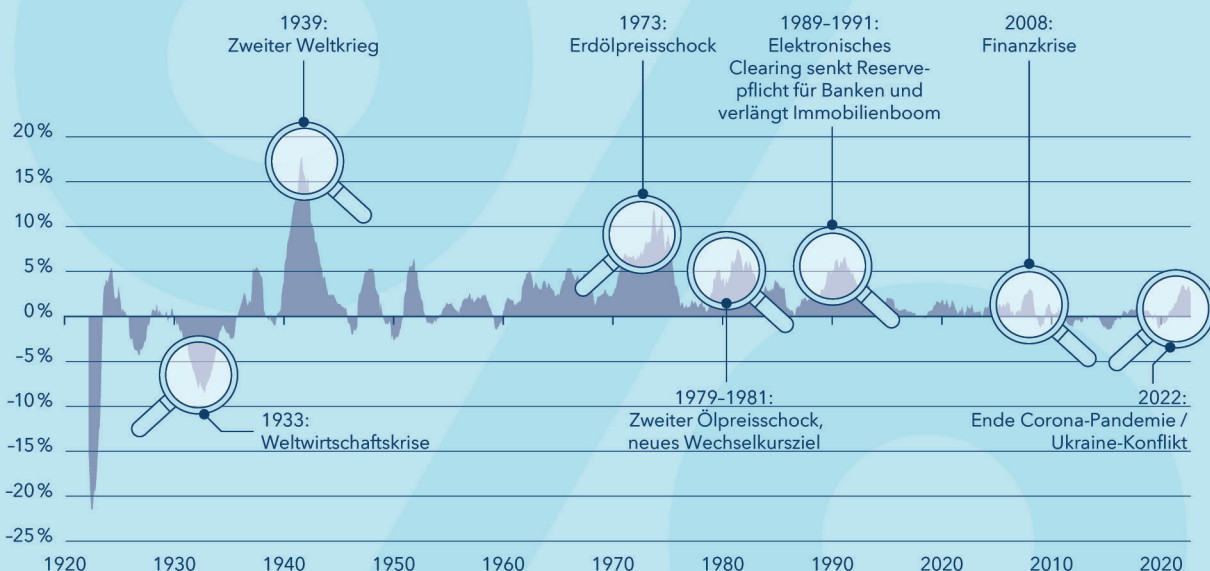
91 Mio. Dukaten.

Spanien erlitt mehrfach Staatsbankrott.



Schweizer Landesindex der Konsumentenpreise (Veränderungen gegenüber Vorjahr)

Der Inflationsverlauf in der Schweiz zeigt, wie die Ausschläge über die Zeit deutlich kleiner wurden. Man muss weit zurückgehen, um eine Inflationsrate von 5 % zu finden.



«Wir sehen bereits Zweitrundeneffekte»

Die jüngste Inflationswelle hat dem Chefeinkäufer des Liechtensteiner Lebensmittelherstellers Hilcona, Ulrich Freund, viel Verhandlungsgeschick abverlangt. Er erklärt, wie er mit teils horrend gestiegenen Preisen umgeht.

Interview: Clifford Padevit

Herr Freund, wann haben Sie die aktuelle Inflationswelle zum ersten Mal wahrgenommen?

Es ging ungefähr im Frühling 2021 los. Damals gingen die Rohölnotierungen nach oben. Zu diesem Zeitpunkt sind auch die Futtermittel sukzessive teurer geworden, und die Logistikpreise im Seefrachtbereich zogen deutlich an.

War dieser Inflationsschub anders als frühere, die Sie erlebt haben?

Nein, nur vielleicht etwas extremer. Wir führen bei Hilcona vierteljährlich einen Marktradar durch, wo wir die vorgelagerten Indikatoren anschauen und uns überlegen, welche Auswirkungen das auf unsere Produkte haben könnte. Als wir 2021 spürten, dass sich da etwas kumuliert, haben wir das mit der Lebensmittelpreiskrise von 2007/08 verglichen und viele Ähnlichkeiten gefunden.

Haben Sie die Tragweite einschätzen können?

Wir müssen eingestehen, wir konnten den Preisausschlag nicht einschätzen. Und schon gar nicht, dass dann der Krieg in der Ukraine diese Amplitude nochmals extrem verstärken würde. Die Ukraine ist einer der grössten Exporteure für Sonnenblumenöl und Weizen. Und wegen der Boykottmassnahmen verteuerten sich Düngemittel erheblich, denn Phosphat und Kali kommen im Wesentlichen aus Russland und Weissrussland. Das heisst, diese Inputfaktoren haben sich über Nacht ver-x-facht.

Von welchem Faktor sprechen wir?

Also bei Düngemitteln von Faktor drei. Je nach Produkt wirken sich solche Preissprünge massiv aus. Nehmen wir zum Beispiel ein Ei.

Da liegt der Kostenanteil von Futtermitteln bei ungefähr 60 %. Wenn sich also der Preis der Futtermittel verdoppelt, verteuern sich die Kosten für Eier um 60 %. Und Futtermittelkosten fliessen bei ganz vielen Produkten ein, etwa bei Fleisch und Milch.

Solch krasse Preisentwicklungen können Sie nicht abfedern, oder?

Niemand hat voraussehen können, dass sich der Futtermittelpreis verdoppelt und ein Krieg ausbricht, der die Energiekosten derart erhöht. In diesen Situationen müssen wir uns mit Lieferanten an einen Tisch setzen und reden. So ist es im letzten Jahr auch oft passiert. Ich könnte als Einkäufer sagen, das interessiert mich nicht. Aber wenn Sie langfristige Partner haben und die Versorgungssicherheit ein wichtiges Gut ist, müssen Sie ein offenes Ohr haben.

Preissteigerungen wie diese gibt es nicht alle Tage. Ab welcher Schwelle werden Sie normalerweise nervös?

In acht von neun Jahren bleibe ich ruhig, weil sich durch die Vielfalt des Portfolios die Effekte in den Einzelbereichen ziemlich stark ausgleichen. Aber in dem einen Jahr heisst die Devise «rechtzeitig erkennen und reagieren».

Und wie reagieren Sie auf höhere Preise?

Wir können uns physisch eindecken, bevor die Preise steigen. Wir können Festpreise abmachen oder einen zeitlichen Versatz einführen über ein Floating-System. Viele Rohmaterialien lassen sich heute mit Indexierung der Rohstoffbasis, also des vorgelagerten Markts, kaufen. Das erhöht die Planbarkeit der Preise.

Die Lieferanten sind offen für solche Verträge?

Ja. Wir arbeiten mit langfristigen Partnern, die verstehen, was wir benötigen. Sie kriegen gesicherte Volumen. Wir verlangen im Gegenzug Transparenz bei der Preisgestaltung. Mit Partnern versuchen wir zudem entlang der Wertschöpfungskette zu optimieren. Zum Beispiel über das bestmögliche Produktionslos beim Lieferanten. Oder wir reduzieren den Aufwand für uns, in dem die Ware schon so vorbereitet ist, dass wir sie gut weiterverarbeiten können.

Wie wichtig ist ein Frühwarnsystem für Preise?

Es ist für Hilcona lebensnotwendig, zu wissen, wie stark die Rohmaterialpreise steigen. Denn sie stellen einen signifikanten Teil unserer Kosten dar. Deshalb brauchen Sie ein sensibles System, das früh einschätzen kann, wie stark es nach oben geht und auf was wir unseren Vertrieb vorbereiten müssen. Sonst kann das unternehmensgefährdend sein.

Wie läuft das konkret?

Wir sind ein planungsorientiertes Unternehmen. Einmal im Jahr wird ein Budget für das Folgejahr erstellt. Nehmen die Preisschwankungen jedoch wie zuletzt zu, so verkürzen wir unseren Zyklus auf bis zu drei Mal jährlich.

Gibt es Unterschiede je nach Segment, wie man Preise weitergeben kann? Sie liefern ja an die Gastronomie und den Detailhandel.

Ja. Im Foodservice-Bereich haben wir eine Preissetzungsstrategie, und der Gastronom trifft die Wahl. Im Retailbereich finden meistens Jahresverhandlungen statt. Da ist es eine Herausforderung, wenn die Preise so stark nach oben gehen. Wir sind dann gefordert, eine belastbare Argumentation zu erstellen, warum welche Preisanpassungen notwendig sind.

Gab es Lieferanten, welche die Inflation für übermässige Preissteigerungen zu ihren Gunsten nutzen wollten?

Es gab etliche Lieferanten, die das versucht haben. Da ist es unsere Aufgabe, die einzufangen. Wir sind grundsätzlich gesprächsbereit, aber nur auf Basis von nachprüfbareren Fakten. Und natürlich suchen wir das eine oder andere Mal Ersatz für einzelne Lieferanten. Manchmal lassen sich auch Materialien anpassen.

Zum Beispiel?

Bei Verpackungen gibt es da gewisse Möglichkeiten. Wir sind ja im Rahmen der Nachhaltigkeit bestrebt, Kunststoffverpackungen dünner zu machen, ohne die Foodsicherheit zu beeinträchtigen.

Und so kann bei einer Anpassung der Verpackungstoffe eine Gewichtseinsparung von 10 bis 20 % resultieren.

Stichwort Nachhaltigkeit: Beeinflusst die steigende Nachfrage nach vegetarischen Produkten die Preise in diesem Segment?

Den Trend zur flexitarischen, vegetarischen oder veganen Ernährung merkt man sehr stark. In den letzten zwei bis drei Jahren haben wir beobachtet, wie die Marktnachfrage mehr gewachsen ist als die landwirtschaftliche Produktion. Das hat vegetarische Produkte überdurchschnittlich verteuert und führt dazu, dass der Preisunterschied zu tierischen Proteinen wieder kleiner geworden ist.

Und was zeigt Ihre Analyse für die Preisentwicklung im Jahr 2023?

Wir sehen Entspannungs-, aber auch Zweitrundeneffekte. In den letzten drei Monaten haben wir gespürt, wie diese Zweitrundeneffekte über den Personalaufwand nochmals einen Kostentreiber in der Industrie darstellen. Nicht nur bei uns selbst, auch bei vielen Lieferanten.

Zur Person



Dr. Ulrich Freund, 58 Jahre alt, ist seit zwölf Jahren bei Hilcona im Einkauf tätig. Zusammen mit seinem Team von 25 Personen bewirtschaftet er rund 2'000 Rohmaterialien und 2'500 Verpackungen, aus denen gut 1'600 Fertigprodukte entstehen. Sein Team kauft alles für das Unternehmen ein, Energie, aber auch Anlagen und natürlich Kartoffeln. **Hilcona** mit Sitz im liechtensteinischen Schaan produziert für die Gastronomie und den Detailhandel Lebensmittel und Convenience-Produkte, von der Rösti über Pasta bis zum Sandwich. Hilcona wurde 1935 gegründet und gehört zur Bell Food Group.

Anmerkung: Die Ansichten und Meinungen, die im Experteninterview geäußert werden, können von der Meinung der VP Bank abweichen.

Es ist nicht so, wie es scheint

Susanne Lebrument steht an der Spitze des Bündner Medienhauses Samedia. Das ist kein Zufall.

Clifford Padevit



« Wenn es gut läuft,
ist mir langweilig. »

Susanne Lebrument

«Ich liebe Baustellen», sagt Susanne Lebrument. «Wenn es gut läuft, ist mir langweilig.» Das hat der 51-jährigen Delegierten des Verwaltungsrats des Medienunternehmens Samedia in ihrer Karriere schon mehrmals geholfen.

Diese fängt 2006 an. Ihr Vater, der Samedia kontrolliert und seit 1971 geprägt hat, ruft überraschend an. Er fragt, ob sie die Abteilung Werbemarkt übernehmen kann, die wichtigste Einnahmenquelle für das Medienhaus aus Chur, das «Die Südostschweiz» und mehrere Regionalzeitungen in Graubünden und in der Ostschweiz herausgibt. Susanne Lebrument tut sich schwer. Eigentlich ist sie auf dem Absprung und will eine längere Zeit in den USA leben und arbeiten (→ «Mein schlechtestes Investment»). Und seit der Wahl ihres Studienfachs Angewandte Psychologie gehört sie nicht mehr zum engsten Orbit des Vaters. Sie sagt trotzdem ja. Was folgt, ist eine Selbstfindung, eine mehrfache Bewährung und der Kampf um die Führung des Familienunternehmens.

Der Einstieg ist hart. «Ich musste mich einarbeiten, in einen neuen Job, in das Unternehmen, in eine Familie.» Natürlich wird sie skeptisch beäugt, es gibt kritische Fragen. Es ist keine leichte Zeit. Werbung für Printmedien

schwächelt, auch wegen der Digitalisierung. Im Betrieb habe sie anfangs den Stil des Vaters kopiert und herumgebrüllt. Dann habe sie sich einen Coach genommen und einen eigenen Führungsstil entwickelt. Und sie hat mehrfach gespürt: «Der Familienname reicht nicht, im Gegenteil, man muss ein doppeltes Vorbild sein, als Frau und Mutter.»

Nichts ärgert sie mehr als Stereotype, ein Thema, das die ausgebildete Journalistin in ihrer Kolumne «Die Junge» oft aufnimmt. «Wer etwas erreichen will, braucht Durchsetzungskraft, aber wieso macht man es gewissen Gruppen noch schwerer?» Einmal habe der Lehrer eines ihrer Kinder gefragt, wie viele Tage pro Woche sie arbeite, als ob es schlecht wäre, wenn Mütter arbeiten. Da gebe es noch einen Graben zwischen Stadt und Land, bemerkt sie nur, sie, die gerne auch mal ein paar Tage in Zürich Ferien macht, dort, wo sie studiert hat.

Susanne Lebrument trägt dazu bei, dass junge Frauen solche Hürden einfacher überspringen können. Sie begleitet zum Beispiel zwei Maturandinnen als Mentorin und arbeitet mit bei einer Initiative von Unternehmen, die bei mehr Mädchen das Interesse an naturwissenschaftlichen Fächern

wecken will. Und sie setzt sich dafür ein, dass in der Medienberichterstattung Frauen sichtbarer werden und nicht nur in stereotypen Kontexten vorkommen.

Für die Unternehmerin und Tochter folgte 2017 die schwerste Prüfung. Samedia, komplett im Besitz der Familie Lebrument, steuerte in eine existenzielle Krise, der Vater noch der Kapitän. «Wenn wir so weitermachen, dann können wir bald das Licht auslöschen», sagte sie, was er nicht wahrhaben wollte. Zusammen mit ihren zwei Brüdern und der heutigen Führungscrew von Samedia erarbeitete sie eine neue Strategie. Zu ihrem eigenen Erstaunen nahm der Vater den Plan an und liess die zweite Generation gewähren. Somit war die Nachfolgeregelung gelöst, ganz anders als ursprünglich gedacht. Susanne wurde Delegierte des Verwaltungsrats und die neue starke Frau im Unternehmen, welches wieder gesund ist.

Jetzt ist sie da, wo ihr Vater stand. Hat das, was sie bei ihm immer gespürt hat, die Leidenschaft und Freude, wenn es um das Unternehmen geht. Es war ein Kampf, und nichts wäre so verkehrt, wie zu behaupten, sie habe das nur geschafft wegen ihres Namens. Es ist eben nichts so, wie es scheint.



Mein bestes Investment

«Kinder.»

«Es ist einfach grossartig, wie Kinder die Welt sehen. Kürzlich hat mein 14-jähriger Sohn meine Hand genommen und gemeint, es sei toll, alte Haut zu berühren, so als Beobachtung. Das liebe ich.»



Mein schlechtestes Investment

«Bisher nie für längere Zeit im Ausland gelebt zu haben.»

«Nur einen Tag vor der Abreise in die USA für einen längeren Aufenthalt kam der Anruf meines Vaters, der mir einen wichtigen Job anbot. Ich habe ja gesagt und es nie bereut. Aber ich rate jungen Frauen, unbedingt eine Auslandsaufenthalts zu machen.»

Die persönliche Inflation

Teuerung wird je nach Lebensart anders wahrgenommen. Das lässt sich anhand von US-Zahlen besonders gut zeigen.

Angelina Sonderecker

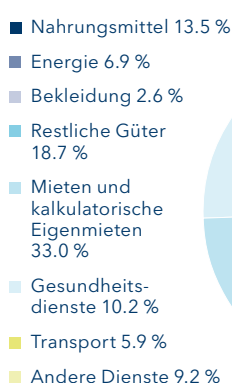
Fast jedes Statistikamt kennt ihn, den persönlichen Inflationsrechner. Damit lässt sich anhand der individuellen Lebenssituation nachvollziehen, welche Inflationsrate auf den eigenen Haushalt zutrifft. Ist ja klar: Niemand ist der Durchschnitt, niemand gibt sein Geld genau in den Proportionen aus, wie sie der offizielle Warenkorb zur Messung von Inflation vorgibt. Diese Rechner, wie zum Beispiel auf den Websites des Bundesamts für Statistik der Schweiz (BFS), des statistischen Bundesamts Deutschlands (Destatis) oder des britischen Office for National Statistics (ONS), helfen, anhand von eigenen, anderen Konsumgewohnheiten, als sie der Durchschnittshaushalt repräsentiert, die persönliche Teuerungsrate herauszufinden.

Grosse Unterschiede je nach Region

Das lädt zu detaillierten Analysen ein, besonders in den USA, wo die Inflation derart explodiert ist und jetzt langsam wieder sinkt, in einem Land, wo die Lebenssituation zwischen Miami (Inflation im April 9.0 %) und Alaska (3.1 %) höchst unterschiedlich ist, auch was die Einkommensverteilung angeht. Ausgangspunkt ist die jährliche Inflationsrate, die vor drei Jahren, im Mai 2020, gerade mal 0.1 % betrug und bis im Juni 2022 auf 9.1 % anstieg.

Aber eben: Die Veränderung der Preise basiert auf Durchschnittswerten, die anhand von acht gewichteten Preisgruppen von Lebensmitteln über Wohnen und Transport bis Gesundheit ermittelt werden. Diese Werte, also die Zusammensetzung des Warenkorbs, basieren zwar auf detaillierten Erhebungen unter Konsumenten. Aber sie sagen nichts darüber aus, wie homogen oder heterogen die Datenbasis ist. Oder anders ausgedrückt: Wie ähnlich oder unterschiedlich ist das Ausgabeverhalten von Alten und Jungen, von jenen mit hohem Einkommen und solchen mit geringem Einkommen?

US-Warenkorb-Kategorien



Deshalb sind die Daten der Verbrauchsausgaben-Erhebung entscheidend, beruhend auf Konsum und Einkommen von repräsentativen Privathaushalten, gestützt durch 20'000 Interview-Fragebögen und 11'000 Tagebuch-Studien, nach verschiedenen soziodemographischen Faktoren zusammengefasst.

Soziodemographische Faktoren, das zeigt sich rasch, haben einen grossen Einfluss auf das Ausgabeverhalten und damit auf die persönliche Teuerungsrate. So geben etwa Haushalte mit niedrigerem Einkommen, Mieter, oder Personen mit geringerem Bildungsabschluss einen höheren Anteil ihres Einkommens für grundlegende Kategorien wie Wohnen, Lebensmittel und Transport aus. Bei Mietern werden 39.4 % des Einkommens für Wohnen aufgewendet, bei Hausbesitzern sind es nur 31.8 %.

Wohnkosten machen es aus

Die Auswertung zeigt ebenso, dass der Anteil an Hausbesitzern mit dem Einkommen wächst. Bei den Haushalten im niedrigsten Einkommensdezil besitzen nur 38 von 100 ein Eigenheim. Diese Zahl steigt auf 88 von 100 für Haus-

« Je nach Lebensstil
und Wohnsituation
lässt sich eine eigene
Teuerung berechnen. »

Halte im Dezil mit den höchsten Einkommen, entsprechend ist ihr Anteil an Ausgaben für Hypotheken höher. Die Kosten fürs Wohnen sind besonders im Fokus. Denn sie sind es, die momentan die Teuerung in den USA treiben. Nicht nur, weil die Mieten und kalkulatorische Eigenmieten steigen, sondern vor allem wegen der Gewichtung. Seit 2023 ist diese Komponente mit rund einem Drittel die weitaus dominanteste. Und hier zeigen sich grosse Unterschiede. Denn Menschen, die in urbanen Gegenden leben, müssen einen deutlich höheren Anteil ihres Einkommens für Wohnen ausgeben (35.6 % in der Stadt, 28.7 % auf dem Land). Wer auf dem Land lebt, kommt also günstiger weg und geniesst entsprechend eine weniger hohe Inflationsrate als der Durchschnitt. Das wird etwas aufgewogen durch den höheren Transportausgaben-Anteil, der in der Stadt 14.8 % beträgt, auf dem Land aber 20 %.

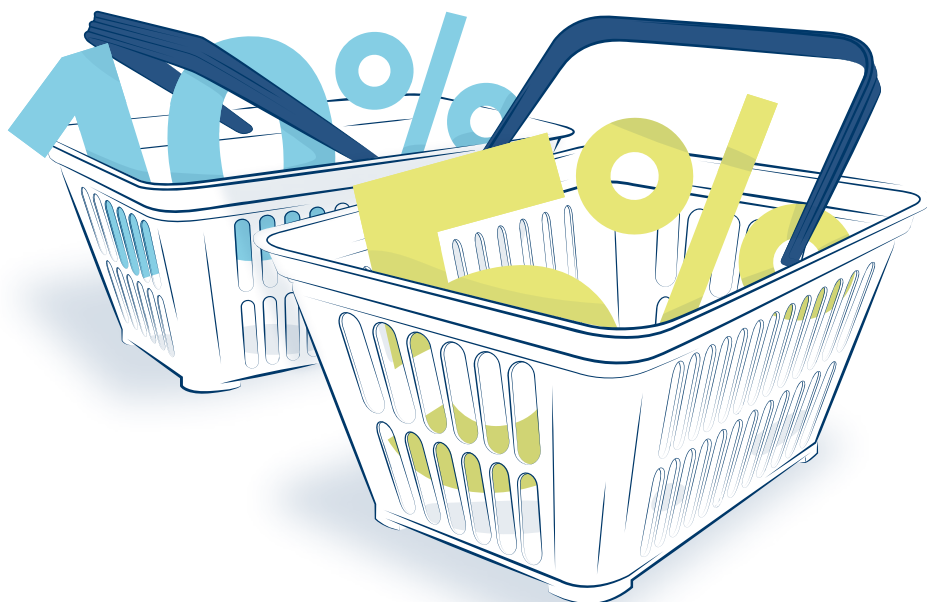
Das Alter verändert die Inflationssituation ebenfalls. Am meisten ins Gewicht fallen erwartungsgemäss Gesundheitskosten, die

bei Personen unter 25 nur 3.3 % ausmachen, bei über 75-Jährigen aber 15.5 %. Das heisst, wenn ein Arztbesuch in einem Jahr 100 Dollar kostet und im nächsten 110, belastet diese Kostenerhöhung das Budget von Senioren fünfmal so stark. Auch bei der Bekleidung gibt es einen Altersunterschied: Bei den unter 25-Jährigen liegt der Anteil bei 3.5% des Einkommens, und er sinkt auf 1.6 % bei über 75-Jährigen.

Preissprung bei Eiern

So lässt sich je nach Lebensstil, Wohnsituation oder Gewohnheiten eine eigene Inflationsrate berechnen, auch fernab von soziodemografischen Daten. Zum Beispiel mussten Veganer sich nicht über den horrenden Preisanstieg bei Eiern ärgern. Der betrug im März nämlich 36 % gegenüber dem Vorjahr. Relativ gesehen sind Autofahrer mit Benzinern wieder günstiger unterwegs, weil die Benzinpreise gesunken sind. Gleichzeitig wurde aber Strom teurer, was Besitzer von Elektroautos traf. So kann man sich in der Datenfülle verlieren, je tiefer man hinunterbohren will. Insgesamt erfassen die US-Statistiker 80'000 Preise, eingeteilt in 200 Kategorien, die den acht Hauptgruppen zugeteilt werden.

Sowohl die Berechnung der Wichtigkeit der Hauptgruppen und der 200 Kategorien als auch die Festlegung von Kategorien überhaupt vereinfachen ein komplexes System. Immerhin: Ohne die Statistiker wüssten die Haushalte gar nicht, was sie im Schnitt konsumieren. Das heisst im Umkehrschluss, dass sich das individuelle Konsumverhalten und seine Teuerung nicht abbilden, aber zumindest dank sehr granularen Daten der Behörden ermitteln lassen.



Notenbank Influencer

Christina Strutz

«Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen»

Mit dieser an verschiedenen Stellen gemachten Aussage hat Milton Friedman 1963 die Ökonomenwelt des 20. Jahrhunderts aufgemischt wie sonst nur John Maynard Keynes.

Friedman ist der Vater des Monetarismus und hatte grossen Einfluss auf die Wirtschaftspolitik. Einer seiner wichtigsten Beiträge zur Wirtschaftstheorie war die Modifikation und Wiederbelebung der Quantitätstheorie in den 1950er- und 1960er-Jahren. Demnach steht die Inflation in direktem Zusammenhang mit der Geldmenge. Wenn die Zentralbank die Geldmenge ausdehnt, führt dies zu einem Anstieg der Preise. Diesen Zusammenhang bezeichnete Friedman als Tautologie, als selbstverständliche, immer wahre Aussage. Das führte zu einer geldpolitischen Revolution.

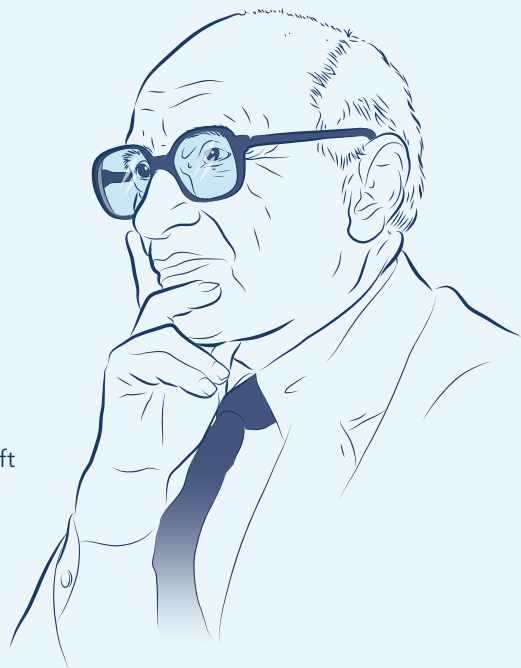
Der Ökonom argumentierte, dass die Steuerung der Geldmenge durch die Zentralbank, anders als von Keynesianern argumentiert, den Verlauf der Wirtschaft und die Entwicklung der Preise verändert. Friedman und die Ansichten der Monetaristen gewannen in den 1970ern an Einfluss,

als in den USA die Inflation viel zu hoch war und bekämpft werden musste. Und auch wenn die geldpolitischen Konzepte seitdem weiterentwickelt wurden, prägen Friedmans Ideen noch heute die Geldpolitik.

Friedman war ein leidenschaftlicher Verfechter freier Märkte und ein bekannter Kritiker des Keynesianismus, der bis dato dominanten Theorie, die den Staat als Helfer in wirtschaftlichen Krisen sieht.

«Jeder weiss heute, dass der Weg zum Erfolg für unterentwickelte Länder nur in freieren Märkten und Globalisierung liegt», sagte Friedman in einem Interview mit der Schweizer Handelszeitung im Dezember 2005. Wettbewerb und Marktkräfte würden am besten dafür sorgen, dass Ressourcen effizient eingesetzt werden und die Wirtschaft wächst. Friedman machte sich unter anderem stark für frei schwankende Wechselkurse, eine negative Einkommenssteuer und für Bildungsgutscheine, nachzulesen im Buch «Capitalism and Freedom» (1962), das er zusammen mit seiner Frau Rose schrieb. Im Bestseller «Free to Choose» aus dem Jahre 1980 und in der dazugehörigen Fernsehserie versuchten die Friedmans, marktwirtschaftliche Ideen einem breiteren Publikum verständlich zu machen.

Friedman war Advokat freier Märkte, und so erstaunt es



wenig, dass er Berater von den republikanischen US-Präsidenten Richard Nixon und Ronald Reagan war. 1976 erhielt er den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften.

Milton Friedman wurde am 31. Juli 1912 in Brooklyn, New York, geboren. Er studierte an der Rutgers University (New Jersey) und der University of Chicago, wo er lehrte, nachdem er 1946 seinen Ph. D. von der Columbia University erhalten hatte. 1932 lernte Friedman während seines Studiums seine zukünftige Ehefrau, Rose Director, kennen. Die beiden heirateten 1938 und waren 68 Jahre (bis zu seinem Tod 2006 im Alter von 94) verheiratet.

Gemäss einer Umfrage im Jahr 2011 unter 299 zufällig ausgewählten amerikanischen Wirtschaftsprofessoren war Friedman neben Keynes einer der grössten und wichtigsten Ökonomen des 20. Jahrhunderts. Unbestritten ist und bleibt sein Einfluss auf die moderne Wirtschaftstheorie und Geldpolitik. Heutzutage würde man ihn als Influencer bezeichnen.

Mit Mythen rund um Inflationsschutz aufräumen

Für Investoren ist Inflation ein Übel, denn sie schmälert die Kaufkraft. Ein einfaches Gegenmittel gibt es nicht, aber es gibt schmerzlindernde Anlagen.

Bernd Hartmann

Inflationsschutzte Anleihen helfen nur bei einem unerwarteten Teuerungsanstieg



Der Coupon von inflationsschutzten Anleihen orientiert sich am Konsumentenpreisindex und suggeriert somit einen optimalen Schutz vor der Teuerung. Doch empirische Untersuchungen zeigen einen negativen Gleichlauf: Wenn also die Inflation steigt, sinken die Anleihenurse. Dass inflationsschutzte Anleihen bei Inflation besser abschneiden als festverzinsliche Papiere, ist ein schwacher Trost.

Dennoch können inflationsschutzte Anleihen Anlegern gute Dienste erweisen. Sie lohnen sich immer dann, wenn man auf einen Teuerungsanstieg setzt, der über die gegenwärtige Markterwartung hinausgeht. Die Erwartung des Markts gilt als Break-even-Inflationsrate, welche die Differenz zwischen der Rendite einer festverzinslichen und einer indextierten Anleihe gleicher Laufzeit und Bonität misst. Sie kann stark schwanken. Als die Corona-Pandemie ausbrach, kollabierten die US-Inflationserwartungen für die kommenden fünf Jahre zunächst auf 0.2 % p. a., zwei Jahre später stand der Wert bei über 3.7 % p. a.

Der Markt für inflationsschutzte Anleihen ist deutlich kleiner als für festverzinsliche. Nur wenige Länder haben solche Instrumente ausgegeben, etwa die USA, Grossbritannien, Frankreich, Italien, Japan und Deutschland, aber nicht die Schweiz.

Kurzfristig bieten Aktien keinen perfekten Schutz, langfristig schon



Aktien werden zu Realwerten gezählt, weil sie den Anteil an einem Unternehmen repräsentieren. Allerdings bestätigt sich in empirischen Untersuchungen der Inflationsschutz nicht. Langfristige Analysen zeigen in Phasen hoher Inflation eine deutlich tiefere reale Rendite als in Phasen mit geringer Teuerung. Damit bieten Aktien keinen unmittelbaren Schutz, wenn die Inflation rasch in die Höhe geht. Allerdings übertrifft die langfristige Wertentwicklung des Aktienmarkts den Konsumentenpreisindex.

Dabei wirkt sich Inflation bei vielen Unternehmen erst gar nicht negativ auf das operative Ergebnis aus, weil die weitergereichte Teuerung oft den effektiven Kostenanstieg übertrifft. Für das schlechte Abschneiden in Hochinflationsphasen gibt es zwei Gründe:

1. Infolge der Teuerung steigt auch das Zins- und Renditeniveau, wodurch der Wert künftiger Gewinne abnimmt. Anleger haben dadurch mehr interessante Alternativen. Das faire Bewertungsniveau sinkt, was zu Kursverlusten führt.
2. Mit höheren Teuerungsraten und der darauf folgenden geldpolitischen Straffung steigt die Rezessionswahrscheinlichkeit, was wiederum die Aussichten der Unternehmen belastet.

Der Inflationsschutz von Aktien lässt sich verbessern, indem der Fokus auf Unternehmen gelegt wird, die über eine grosse Marktmacht verfügen. Sie schaffen es, Preiserhöhungen weiterzugeben.

Immobilien: Meist ein sicherer Wert, aber...



Bei Immobilien spielen der laufende Ertrag und Ausschüttungen eine wichtigere Rolle als bei Aktien. Mietverträge sind jedoch von Land zu Land und von Segment zu Segment unterschiedlich ausgestaltet. Eine Kopplung der Miete an die Inflationsentwicklung oder zumindest eine Teilindexierung stärkt den Inflationsschutz von Immobilien.

Mietwohnungen weisen einen engeren Gleichlauf zur Teuerung auf als Büroflächen. Ein Inflationsanstieg geht allerdings in der Regel auch einher mit einem höheren Zinsniveau. Je nach Finanzierungsart (Geldmarkt- oder Fixhypothek) und Fremdfinanzierungsgrad werden höhere Mieterträge deshalb geschmälert oder gar überkompensiert. Auch staatliche Eingriffe in den Wohnungsmarkt in Hochinflationsphasen, beispielsweise durch eine Deckelung des Mietpreises, können den Inflationsschutz zunichte machen.

Neben den Erträgen ist auch die Wertentwicklung der Immobilie relevant. Steigende Teuerungsraten sind meist ein Indiz für eine gut laufende Konjunktur. Insofern ist es wenig verwunderlich, wenn Untersuchungen von Transaktionspreisen belegen, dass in Zeiten zunehmender Inflation meist auch Immobilienpreise überdurchschnittlich zulegen. Doch auch hier gilt: Dieser Effekt kann kippen, wenn ein starker Inflationsanstieg respektive die Folge seiner Bekämpfung durch die Notenbank die Wirtschaft in eine Rezession stürzt. Kommerziell genutzte Immobilien, wie Büro- und Gewerbeimmobilien oder Hotels, sind hier stärker exponiert als etwa Wohnhäuser.

Der Inflationsschutz von Immobilien fällt somit nur bedingt aus, wesentlichen Anteil hat das Marktsegment, die Ausgestaltung des Mietvertrages sowie Finanzierungsart und -grad.

Rohstoffe überkompensieren die Teuerung



Unter den verschiedenen Anlageklassen bieten Rohstoffe den besten Schutz vor Inflation. Rohstoffe weisen einen positiven Gleichlauf (eine positive Korrelation) gegenüber der Teuerung auf. Steigt die Inflation an, legen die Rohstoffpreise überproportional zu.

Innerhalb der Anlageklasse gibt es unterschiedlich Rohstoffarten, die nicht alle gleich auf die Teuerung reagieren. Edelmetallen wird der beste Inflationsschutz zugeschrieben. Empirische Untersuchungen bestätigen auch, dass Gold besonders sensibel auf steigende Preise reagiert. Allerdings wird Gold dieser Schutzfunktion primär in Phasen hoher Inflation gerecht. Besonders stark reagiert das Edelmetall, wenn Zweifel an der Glaubwürdigkeit der Notenbank aufkommen. Dann flüchten Anleger aus Buchgeld in Gold, oftmals sogar in physischer Form wie Barren oder Münzen. Bei Steigerungsraten, die nicht zu einer besonders hohen Teuerung führen, versagt das Gold hingegen. Andere Edelmetalle wie Silber, Platin oder auch Palladium weisen nicht dieselben positiven Eigenschaften auf. Aufgrund ihrer vorwiegend industriellen Verwendung besitzen sie einen zyklischeren Charakter.

So vorteilhaft Rohstoffe sich während Inflationsphasen verhalten, so sehr enttäuschen sie in Phasen geringer und nachlassender Teuerung. Der breite Bloomberg Commodity Total Return Index, der Energie, Getreide und andere Agrarprodukte sowie Metalle umfasst, notiert – auch wegen der anfallenden Rollkosten der Terminkontrakte – aktuell praktisch auf demselben Niveau wie vor 20 Jahren. Auch hier hat ein reines Gold-Investment deutlich besser abgeschnitten.

Pulver noch etwas trocken halten

Bernd Hartmann

Im laufenden Jahr zeigen sich die Finanzmärkte wieder von ihrer freundlichen Seite, ganz anders als im Vorjahr. Anleihen, Aktien und auch Gold verzeichneten in den ersten Monaten Kursgewinne. Sie sind Ausdruck einer starken Widerstandskraft und nicht etwa des Fehlens schlechter Nachrichten. Es herrscht grosse Gelassenheit und Zuversicht. Doch ist dies gerechtfertigt oder haben sich Anleger einfach nur an die schlechten Nachrichten gewöhnt?

Optimisten dominieren

Als erster Belastungstest erwiesen sich die Turbulenzen im US-Regionalbankensektor, in deren Folge auch die Credit Suisse an die Konkurrentin UBS zwangsverkauft wurde. Auch wenn es für eine Entwarnung zu früh ist – zwischen dem Ausbruch der Immobilienkrise von 2007 und dem Kollaps der ersten Investmentbank verging immerhin fast ein Jahr –, so scheinen ein breiter Vertrauensverlust und eine globale Eskalation der Bankenprobleme vermieden worden zu sein. Es handelt sich somit nicht um eine generelle Schiefelage des Bankensystems, sondern um die Folge der aggressiven Straffung der Geldpolitik.

Daraus sind weitere negative Konsequenzen zu erwarten. So werden die höheren Finanzierungskosten zu Kreditausfällen führen. Bereits heute sind Banken viel weniger bereit,

« Markterwartungen dürften enttäuscht werden. »

Kredite zu vergeben. Da in weiterer Folge mit geringeren Investitionen zu rechnen ist, belastet dies nicht nur das Kreditwesen, sondern die Gesamtwirtschaft. Die drohende Kreditklemme erhöht somit die Wahrscheinlichkeit, dass die Wirtschaft in eine Rezession abgleitet. Das ist eine häufige Begleiterscheinung, wenn Notenbanken den Zins anheben.

Die Finanzmärkte ignorieren diese Sicht und erfreuen sich derweil daran, dass der erwartete Wirtschaftsabschwung bisher ausgeblieben ist. Zwar zeichnen die Stimmungsindikatoren ein düsteres Bild, doch die harten Konjunktur- und Unternehmensdaten halten sich bislang erstaunlich gut. Die Mehrheit der Investoren geht nun davon aus, dass eine Rezession in den USA vermieden wird; das war vor einem halben Jahr noch ganz anders. Angesichts stagnierender Unternehmensgewinne haben diese Erwartungen an den Aktienmärkten zu einer

Bewertungsausweitung geführt. Im US-Aktienmarkt waren es zuletzt nur mehr wenige, dafür aber grosse Unternehmen, die den Markt antrieben, darunter der iPhone-Hersteller Apple. Seine Marktkapitalisierung von rund 2'700 Mrd. Dollar war im Mai erstmals grösser als jene aller Unternehmen, die im US-Small-Cap-Index Russell 2000 vertreten sind. An den Anleihenmärkten haben die Marktteilnehmer auch noch keine Rezession eingepreist. Die Kreditaufschläge verharren trotz drohender Kreditklemme und eines absehbaren höheren Schuldendienstes aufgrund der gestiegenen Zinsen auf einem vergleichsweise tiefen Niveau. Einzig der erhöhte Goldpreis lässt darauf schliessen, dass nicht alle Marktsegmente ein entspanntes Bild zeichnen.

Defensiv bleiben

Die hohen Erwartungen an den Finanzmärkten dürften aus unserer Sicht enttäuscht werden. Wir beurteilen wegen des schwierigen Ausblicks die Chancen für positive Überraschungen als limitiert. Folglich empfehlen wir wie bereits zum Jahresanfang eine defensivere Positionierung. Wir bevorzugen (Staats-)Anleihen gegenüber Aktien und empfehlen, dem Portfolio konjunkturunabhängige Investments wie Gold oder auch Insurance-linked Securities beizumischen.

IMPRESSUM

CIO-Office · VP Bank AG
Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz
T +423 235 61 73 · F +423 235 76 21
cio-office@vpbank.com

Redaktionsteam

Dr. Felix Brill, Chief Investment Officer
Felipe Gomez de Luis, Head of Group Marketing & Client Experience
Dr. Thomas Gitzel, Chief Economist
Bernd Hartmann, Head of CIO Office
Angelina Sonderecker, Junior Data Scientist
Christina Strutz, Investment Communication Manager
Clifford Padevit, Head of Investment Communication (Magazin-Verantwortung)

Gestaltung und Illustrationen

Katja Schädler, Senior Visual Designer

Erscheinungshäufigkeit

Halbjährlich

Redaktionsschluss

1. Juni 2023

Quellen für die Grafiken

Seite 6, 7 und 8: FRED, VP Bank
Seite 10: SNB, Bundesamt für Statistik, VP Bank
Seite 11: Geldmenge 1830-1930 und 1930-1947, aus: Anderson, Richard G. (2003): Some Tables of Historical U.S. Currency and Monetary Aggregates Data, Federal Reserve Bank of St. Louis, sowie ab 1950, Refinitiv, VP Bank
Seite 12 und 13: Refinitiv, VP Bank
Seiten 14 und 15: Infografik

- Federal Reserve Bank of St. Louis, Inflation and the Fall of the Roman Empire
- NumiScience
- Europäische Zentralbank (EZB)
- Landesindex der Konsumentenpreise, Bundesamt für Statistik (Bfs)
- US Bureau of Labor Statistics (BLS)
- Planet Wissen (ARD)
- Deutsche Bank
- BBC
- Bank of England
- SNBCHF.com

Seite 20: US Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, VP Bank

Fotos

Seiten 4 und 9: Shutterstock
Seiten 17 und 18: Zur Verfügung gestellt

Druck

BVD Druck+Verlag AG, Schaan



Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigenengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise.

Grössere Risiken werden nur selten mit **besseren Aussichten** belohnt.

Heute sind fundierte Analysen und ein gutes Abwägen gefragter denn je. Denn nur wer asymmetrische Muster erkennt, kann auch die richtigen Risiken antizipieren. vpbank.com/markteinschaetzungen



