

Die Inflation erreicht Werte wie in den 70er-Jahren

Für Aktien galt diese Periode als verlorenes Jahrzehnt

Die Angst geht um, dies könnte sich wiederholen

Zweifellos gibt es Gemeinsamkeiten zwischen den 70er-Jahren und heute. Damals verdreifachte sich der Ölpreis zu Beginn des Jahres 1974 und er verdoppelte sich nochmals Ende der 70er Jahre. Auch die Nahrungsmittelpreise stiegen kräftig an und der Arbeitsmarkt war zu Beginn des Jahrzehnts angespannt. In Folge bildete sich ein starker Inflationsdruck, der in institutionalisierten Arbeitskämpfen zu einer Lohn-/Preisspirale führte, die wiederum entsprechende monetäre Bremsmanöver bewirkte, die praktisch immer in einer Rezession endeten. Die Wirtschaft stagnierte und Aktien erzielten über Jahre nur minimale Renditen (Vgl. Abb. USA).

Trotz diesen Ähnlichkeiten sollten wir diese Periode nicht als Modell für die heutige Situation betrachten, da es deutliche Unterschiede gibt:

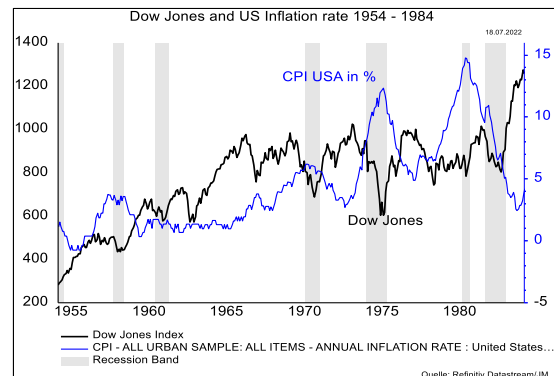
- Der aktuelle Ölpreisanstieg war in den letzten Quartalen wesentlich geringer als in den 70er-Jahren.
- Die Energieintensität des BIP hat sich über die vergangenen Jahrzehnte praktisch halbiert.
- Der heutige Arbeitsmarkt hat sich seit den 1970er Jahren gründlich geändert. Er ist heute viel differenzierter, da die Arbeitsteilung und Spezialisierung zu einer grossen Heterogenität der Stellenprofile geführt hat.
- Im Weiteren sind die Lohnverhandlungen in den letzten 40 Jahren immer weiter dezentralisiert worden. In den meisten Staaten sind sie bis auf die Unternehmens- oder gar Individualebene verlagert worden.

Diese Rahmenbedingungen lassen es deshalb sehr unwahrscheinlich erscheinen, dass sich im aktuellen Umfeld eine solche Lohn-, Preisspirale erneut bilden könnte.

Damit ist jedoch das Problem der Lebenshaltungskosten («Cost-of-Living-Crisis») nicht gelöst. Der Kaufkraftverlust jedes Einzelnen ist so hoch wie nie zuvor und wir rechnen für den laufenden Zyklus mit einer Einbusse gegen 20% global und 10% für die Schweiz und Japan. Das bringt zweifellos viele Einkommensbezieher in arge Bedrängnis, vor allem im unteren Einkommensbereich. Früher wurde das Problem primär über die Indexierung der Einkommensströme gelöst, aber im heutigen Umfeld dürfte dieser Ansatz nur bedingt Chancen auf Realisierung haben. Mit Recht werden Unternehmen argumentieren, dass nicht sie die Empfänger der höheren Preise sind. Im Falle der Energie sind es vor allem die Energielieferanten, allen voran die OPEC-Staaten, die von der grossen Einkommensverschiebung profitieren. Wer jedoch soll für den grossen Kaufkraftverlust der Bürger aufkommen? Da es sich bei der energiebedingten Inflation um einen pandemie- und kriegsbedingten Angebotschock handelt, wird ein politischer Entscheid gefällt werden müssen, die Lasten dieser externen Schocks fair zu verteilen. In aller Regel wird dabei das Prinzip der Leistungsfähigkeit zur Anwendung kommen. Konkret bedeutet dies, dass der Staat Mittel bereitstellen wird, die nach dem Prinzip der progressiven Besteuerung finanziert werden. Unternimmt der Staat nichts, wirkt die Preiserhöhung wie eine regressive Steuer: Die geringeren Einkommen werden prozentual stärker belastet als die oberen Einkommen. Mit Nachdruck empfiehlt deshalb die OECD ihren Mitgliedsländern unbürokratische und zeitlich begrenzte Direktzahlungen an die vulnerablen Bevölkerungsgruppen zu leisten. Die meisten westlichen Staaten haben in den vergangenen Monaten derartige Hilfspakete geschnürt. Damit wird auch Druck von den Lohnverhandlungen im Herbst genommen und gleichzeitig verhindert, dass einmalige Preiserhöhungen permanent in die Löhne eingebaut werden.



Prof. Dr. Josef Marbacher
Chief Economist



Ein differenzierteres Bild zeigt sich dort, wo Betriebe das Angebot auf Grund fehlender Komponenten (z.B. Chips usw.) verkleinern mussten. Diese Unternehmen hatten in vielen Fällen zwar Mengeneinbussen zu verzeichnen, aber die Umsätze sind trotzdem gestiegen, da sie das knappe Angebot an den Meistbietenden verkaufen konnten. Auf diese Weise haben - z. B. die meisten Autofirmen - Höchstgewinne für das vergangene Jahr ausweisen können. In diesen Fällen haben Arbeitgeber dann einen grösseren Spielraum, um Löhne anzuheben.

In verschiedenen Ländern besteht jedoch eine geringe Differenz zwischen der allgemeinen Inflation («headline inflation») und der Kerninflation («core inflation»). Dies deutet darauf hin, dass noch andere Faktoren inflationswirksam sind. In den USA ist diese Differenz besonders gering (weniger als ein Drittel) und es ist vor allem der private Konsum, der in die Höhe schoss. Mehr als die Hälfte dessen, was in der Pandemie gespart worden ist, wurde in den letzten 12 Monaten wieder ausgegeben. Diese Entwicklung zusammen mit den grossen Pandemieprogrammen haben zu einer Überbelastung des Produktionsapparates geführt und gleichzeitig die allgemeine Teuerung weiter angeheizt. Daher ist es nicht überraschend, dass die amerikanischen Unternehmen für das vergangene Jahr glänzende Gewinne ausgewiesen haben. Für amerikanische Firmen besteht somit ein beträchtlicher Spielraum, Lohnerhöhungen zu gewähren, dies wird allerdings nur erfolgen, wenn die gute konjunkturelle Lage erhalten bleibt. Danach sieht es im Moment aber nur bedingt aus.

Sicher ist auf jeden Fall, dass die amerikanische Notenbank gefordert ist! Mit ihrer Kehrtwende in Richtung restriktiverer Geldpolitik will sie vor allem erreichen, dass sich keine inflationäre Erwartungen bilden. Ob sie allerdings die markanten Zinsankündigen in vollem Ausmass durchführen kann, bleibt noch eine offene Frage. Denn in der Zwischenzeit hat sich der Boom bereits wieder merklich abgekühlt, da die in der Pandemie gebildeten Ersparnisse bereits wieder zur Hälfte verkonsumiert wurden und auch die Kaufkraft der Bürger massiv eingebrochen ist. Die Notenbank wird jedoch so lange mit einer Neubeurteilung ihrer Politik zuwarten bis Gewissheit besteht, dass der Inflationsausbruch, der im Sommer 2021 seinen Anfang nahm, wieder in sich zusammenfällt.

Wer allerdings die gegenwärtige Lage mit den 70er-Jahren vergleicht, wird den Inflationsprozess kritisch beurteilen. Insgesamt halten wir jedoch diesen Vergleich, wie schon erwähnt, für wenig sinnvoll. Die institutionellen und strukturellen Voraussetzungen sind heute so, dass kaum mit wesentlichen Zweitrundeneffekten gerechnet werden muss. Mindestens ein Teil der Teuerung wird von den Arbeitnehmern selbst getragen werden müssen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die soziale Abfederung der Energiekostenteuerung - zumindest für die unteren Einkommensschichten - über die Finanzpolitik abgegolten werden dürfte. Das Risiko einer länger drehenden Lohn-/ Preisspirale halten wir deshalb für eher gering.

Sollte jedoch die Situation eintreten, dass Russland den Gashahn ganz abdreht, wäre mit einer weiteren Erhöhung der Inflationsraten um eins bis zwei Prozent zu rechnen, da alle Energieträger nochmals verteuert würden. Doch selbst für diesen Fall rechnen wir damit, dass ein Grossteil der Umleitung der Energieströme bereits innerhalb der nächsten vier Quartale abgeschlossen sein dürfte. Dann sollten sich auch die Energiepreise wieder normalisieren. Da selbst ein konstanter Energiepreis auf hohem Niveau mit der Zeit die Inflationsraten sinken lässt (Basiseffekt), besteht die berechtigte Hoffnung, dass auch von dieser Seite im nächsten Jahr eine Entspannung an der Inflationsfront erwartet werden darf.

Von den Notenbanken haben wir noch gar nicht gesprochen. Wohl zurecht, da von ihnen wird schlicht zu viel erwartet wird. Sie werden vor allem von jenen gescholten, die seit Jahrzehnten behauptet haben, dass, wer die Geldmenge zu stark ausdehne, früher oder später unweigerlich mit Inflation zu kämpfen habe. Sie fühlen sich nun endlich in ihrer Aussage bestätigt und legitimiert, ihr Rezept lautstark zu verkünden - nämlich zu fordern, dass sich die Geldpolitik wieder schlicht an die einfachen Regeln des Monetarismus halten müsse. Ein Ansatz, der sich in den letzten Jahrzehnten jedoch als wenig hilfreich erwiesen hat. Gewiss, Geld braucht wieder einen Preis - zumindest dort, wo nicht nur Angebots-, sondern auch Nachfrageschocks wirksam geworden sind. Dies gilt im ausgeprägten Sinne für die USA, wo der Konsumboom in der Nachpandemiephase ausserordentliche Dimensionen angenommen hat. Aber selbst in den USA besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass der Konsumexzess bald Grenzen findet, denn er beruhte vor allem auf dem Abbau von Ersparnissen, die in der Pandemie gebildet wurden. Noch stärker dürfte sich der Verlust an Kaufkraft

bemerkbar machen, da wir davon ausgehen, dass nur ein Teil davon durch Lohnerhöhungen ausgeglichen wird. Durch die hohe Inflation ist auch ein beträchtlicher Teil des Vermögens, das in Nominalwerten gehalten wurde, zu den Schuldnern verschoben worden. Auch dies trägt zur Dämpfung des Konsums bei, da Schuldner in der Regel eine geringere Konsumquote haben als Gläubiger. Es bestehen somit starke realwirtschaftliche Kräfte, die den Konsum normalisieren. Trotzdem spielen die Notenbanken eine wichtige Rolle. Mit der Ankündigung, den Preis des Geldes schrittweise zu erhöhen signalisieren sie, dass sie nicht bereit sind, Inflationserwartungen aufkommen zu lassen. Im Hinblick auf die kommenden Lohnverhandlungen ist dies nicht unerheblich. Wie weit sie die Zinsen dann tatsächlich erhöhen müssen, ist eine offene Frage, denn ihr Spielraum ist sehr begrenzt. Denn an der Tatsache, dass die globalen Ersparnisse nach wie vor grösser sind als die Investitionen, hat sich wenig geändert. Der langfristige Realzins dürfte deshalb kaum über einem Prozent (USA) bzw. null Prozent in Europa liegen. Eine FED-Funds-Rate von über 3%, wie sie in den US-Märkten bereits eingepreist ist, wirkt somit bereits restriktiv, wenn die Notenbank eine Inflationsrate von zwei Prozent anstrebt. Für Europa liegt der entsprechende Wert bei zwei Prozent. Dies gilt nur, solange es gelingt, die langfristigen Inflationserwartungen unter Kontrolle zu halten und der wichtigste Indikator dafür ist der langfristige Kapitalmarktzinssatz.

Wer, wie viele Kommentatoren, die Hoffnung weckt, der altgewohnte Zins könnte schon bald wieder sein Comeback feiern, könnte schon bald eines Besseren belehrt werden.

Wir haben in den letzten vierzig Jahren bei der Inflation und den Zinsen global nur einen Trend gesehen: nach unten. Er hat uns einmalige Bewertungen für fast alle Vermögensanlagen gebracht. Kein Zweifel: Eine Trendumkehr hätte gewaltige Bewertungskorrekturen zur Folge. Der pandemie- und kriegsbedingte Inflationsschock ist jedoch von vorübergehender Natur. Er weist eine Dynamik mit stark zentripetalen Kräften auf, die es wahrscheinlich erscheinen lassen, dass die Inflation schrittweise zum 2-Prozentziel zurückfindet. Bedingung ist allerdings, dass die Notenbanken sehr vorsichtig agieren. Ein zu restriktiver Kurs in einem konjunkturellen Umfeld, das von sinkenden Wachstumsraten gekennzeichnet ist, würde schnell in einer gravierenden Rezession enden. Dann käme zum Kaufkraftverlust auch noch die Arbeitslosigkeit dazu. Eine Mischung, die vielerorts politisch kaum ohne Konsequenzen zu meistern wäre. Sinnvoll wäre es deshalb, dass die Notenbanken nicht überhastet agieren, sondern dem Inflationszyklus Zeit lassen, sich zu stabilisieren. Der Schwerpunkt liegt dabei zu Recht bei der Stabilisierung der Inflationserwartungen, in dem kein Zweifel offengelassen wird, das definierte Inflationsziel mit aller Konsequenz anzustreben.

Gesamthaft betrachtet halten wir die gegenwärtige Stimmung an den Märkten für etwas zu pessimistisch. Sie ist durch die Schocks der letzten zwei Jahre geprägt, die in der Regel jedoch selber gewaltige Gegenkräfte auslösen. Es ist bereits erkennbar, dass die Substitution der russischen Energielieferungen schneller voranschreitet als ursprünglich angenommen. So bald sichtbar wird, dass wir es nicht mit zentrifugalen Kräften zu tun haben, wird sich die Stimmung an den Märkten wieder aufhellen. Noch aber ist der Inflationshöhepunkt nicht erreicht. Auch die Pandemiegefahr ist noch latent vorhanden. Zudem könnte der grosse Kaufkraftverlust der Arbeitnehmer noch einige politische Spannungen auslösen. Grossbritannien, Italien und Sri Lanka haben einen Vorgeschmack erlebt, wie schnell politische Ordnungen in Unruhe versetzt werden können.

Wir halten es deshalb für angebracht, die vorsichtige Anlagepolitik des letzten Semesters vorläufig beizubehalten. Allerdings haben sich die Risiken stärker zu Lasten Europas verschoben.

So viel zu den grossen Linien.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und ist zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden und Personen, die in den Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen. Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Dieses Dokument ist keine Finanzanalyse. Informationen, auf die sich das Dokument stützt sind aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend geben wir keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Wir übernehmen keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Die Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines Beratungsgesprächs erfolgen. Diese Informationen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Corum Vermögensverwaltung (Deutschland) GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden.