

Einordnung des aktuellen makroökonomischen Umfelds

Inflation auf dem Vormarsch

Autor: Roger Croll

Bern, 26. April 2022

Die Inflationsraten in den USA und der Eurozone haben im März mit 8.5% bzw. 7.5% ein 40-Jahres-Hoch erreicht. Die hohe Teuerung liegt zum einen an der starken Nachfrage im Nachgang zur Corona-Krise. Zum anderen trifft Putins Angriffskrieg die Welt zu einem Zeitpunkt, an dem die Nachwirkungen der Pandemie in Form unterbrochener Lieferketten noch nicht überwunden und die Energie- und Rohstoffpreise schon stark gestiegen sind. Öl, Erdgas, Stahl, Aluminium, Nickel, Weizen und Sonnenblumenöl sind alles Rohwaren, an denen das sanktionierte Russland und die kriegsversehrte Ukraine einen grossen Anteil am Weltmarkt haben. In den USA muss des Weiteren beachtet werden, dass das Angebot an offenen Arbeitsstellen derzeit auf einem Rekordniveau liegt (Arbeitnehmermarkt). Und auch die Mieten haben bereits begonnen anzusteigen. Damit einhergehend ist die Wahrscheinlichkeit einer Lohn-Preis-(Miete)-Spirale gestiegen.

Mittelfristig ist auch davon auszugehen, dass die De-Globalisierung zu höheren Preisen führen wird. Der Zusammenbruch der Sowjetunion 1989 sowie die fortschreitende Öffnung Chinas haben die damaligen Gewichte in der Welt markant verschieben lassen. Dank wirtschaftsfreundlichen Reformen verzeichnete China als Werkbank der Welt ein starkes Wachstum und war Ausgangspunkt der jahrzehntelangen Globalisierung mit rückläufigen Preisniveaus und florierenden Gewinnen. Die komparativen Kostenvorteile führten dazu, dass viele Unternehmen die Produktion von benötigten Komponenten in den Osten ausgelagert und mittels der «just-in-time»-Produktion die Lagerhaltung optimiert haben. Die Corona-Pandemie und der Ukraine-Konflikt haben die Verletzbarkeit dieses Systems gut offengelegt und führen zu einem Umdenken. So ist davon auszugehen, dass eine De-Globalisierung einsetzen wird

und sich die Regionalisierung der Wertschöpfungsketten weiter etablieren dürfte.

In der Summe ist davon auszugehen, dass uns eine erhöhte Inflation mit Implikationen auf die Geldpolitik und Konjunktur länger begleiten wird. Die US-Notenbank geht jedoch davon aus, dass sich die Inflation mit dem Nachlassen des Wirtschaftswachstums merklich reduzieren wird. Dabei sollten sich die durch Hilfgelder gestützte Nachfrage nach der Pandemie normalisieren und coronabedingte Lieferkettenengpässe lösen. Zu bemerken ist hier, dass sowohl in den USA als auch in der Eurozone die wichtigen Inflationserwartungen auf 10 Jahre bei knapp 3% liegen. Das mittelfristige Inflationsziel der Notenbanken liegt bei 2%.

Geldpolitik

Nach langem Zögern hat die US-Notenbank Fed im März als Antwort auf die hohen Inflationszahlen die kurzfristigen Zinsen auf 0.25% erhöht. Weitere Leitzinserhöhungen werden mit grosser Bestimmtheit folgen. Per Ende 2023 erwarten die Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed ein Leitzinsniveau von 2.75%. Dies sorgt für eine Verteuerung der Finanzierungskosten für Konsumenten und Unternehmen, welche die Nachfrage dämpft. Gleichzeitig wird auch die Notenbankbilanz kontinuierlich zurückgefahren, indem auslaufende Staatsanleihen nicht mehr reinvestiert werden. Die Fed geht davon aus, dass durch diese Massnahmen eine sanfte Landung der Konjunktur der grössten Volkswirtschaft der Welt einhergeht.

In Europa, das wirtschaftlich vom Ukraine-Konflikt stärker betroffen ist, hält man sich bei der Europäischen Zentralbank EZB mit einer restriktiveren Politik noch zurück. Ab dem 3. Quartal 2022 will

die EZB zumindest mit der Reduzierung der Notenbankbilanz beginnen.

Es besteht die Gefahr, dass die Reaktion der Notenbanken zu spät erfolgt und diese unter Zugzwang geraten, die Zinsen in grösseren Schritten zu erhöhen. Dies hätte negative Auswirkungen auf die Konjunktur und die Kapitalmärkte.

Konjunktur

Die Wirtschaftstätigkeit wird durch die steigende Teuerung und die anhaltende Kriegstätigkeit in der Ukraine zunehmend geschwächt. Je länger der Konflikt dauert, umso mehr wird sich das globale Wachstum verlangsamen. Die andauernd schwierige Pandemiesituation in China wirkt sich zusätzlich negativ auf die globale Konjunktur und funktionierenden Wertschöpfungsketten aus. Dies veranlasste den Internationalen Währungsfonds (IWF) dazu, seine globale Wachstumsprognose 2022 von 4.4% auf 3.6% zu senken.

Auch das Fed hat zuletzt das Wachstum für die USA von 4.0% auf 2.8% gesenkt. Im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine nimmt die USA aber eine Sonderrolle ein. Die USA sind energetisch weitgehend unabhängig und verfügen auch im Agrarbereich über enorme eigene Ressourcen.

Aufgrund der geografischen Nähe zum Kriegsschauplatz sind die europäischen Staaten stärker von den russischen Rohstoff-Lieferungen abhängig und spüren die negativen Auswirkungen der Sanktionen gegen Russland viel direkter. Damit erhöht sich in Europa die Gefahr einer Stagflation (stagnierendes Wachstum mit erhöhter Inflation) oder gar einer Rezession.

Konklusion

Die geopolitische Lage in der Ukraine lässt sich heute schwer deuten. Die Situation im Land ist höchst besorgniserregend und stellt zweifelsfrei eine humanitäre Katastrophe dar. Wir gehen aktuell nicht davon aus, dass Russland an einer weiteren Eskalation mit direkter Konfrontation mit der Nato interessiert ist. Eine Schlüsselrolle in der Deeskalation des Konflikts kommt dabei China zu. Die Chinesen befinden sich in der Zwickmühle. Einerseits stehen sie als strategischer Partner zu Russland, andererseits kommt der Krieg für

Chinas Wirtschaft zu einem denkbar ungünstigsten Zeitpunkt. Die Verwerfungen im Immobiliensektor, die Corona-Pandemie und die hohen Rohstoffkosten belasten die Wachstumsprognosen der zweitgrössten Volkswirtschaft stark. Eine Ausweitung des Konflikts kann deshalb nicht im Interesse von Xi Jinping sein.

In unserem Grundszenario rechnen wir gegen Ende Jahr mit einer Abflachung der Teuerungsraten aufgrund einer höheren Ausgangsbasis und der Normalisierung der Lieferketten. Allerdings rechnen wir damit, dass nach einer 30-jährigen Phase mit sinkenden Renditen nun eine neue Ära eingeläutet wird. Wir erwarten weitere Zinsanstiege, die allerdings an Tempo verlieren.

Aus heutiger Sicht gehen wir davon aus, dass eine globale Rezession vermieden werden kann. Innerhalb des Dienstleistungssektors besteht nach wie vor Aufholpotenzial, das zumindest einen Teil des erwarteten Abschwungs in der Industrie kompensieren kann. Zudem sind die Bilanzen der Konsumenten und meisten Unternehmen stark.

Die neuesten Erkenntnisse werden die Schätzungen für das erwartete Wachstum der Unternehmensgewinne 2022 leicht negativ beeinflussen. Sie befinden sich derzeit im mittleren bis höheren einstelligen Bereich.

Portfolioimplikationen

Obligationen

Aufgrund der hohen Teuerungsraten und der steigenden Zinsen erachten wir die Obligationen nach wie vor als wenig attraktiv. Deshalb bleiben wir in den Portfolios weiter untergewichtet. Wir fokussieren uns in erster Linie auf Obligationen mit kürzerer Laufzeit, welche bei anhaltenden Zinsanstiegen weniger von Kursverlusten betroffen sein werden.

Aktien

In unseren Vermögensverwaltungsmandaten halten wir taktisch eine leichte Untergewichtung der Aktien. Wir stufen die Bewertung der Märkte im Zusammenhang mit den latenten Unsicherheiten als hoch ein. Auf der anderen Seite haben wir im Verlaufe der letzten 12 Monate die Portfolios weiter diversifiziert. Nebst dem Fokus auf qualitative Wachstumsunternehmen haben wir in Aktien mit

zyklischer Ausrichtung investiert wie zum Beispiel im Finanz- und Rohstoffbereich. Diese Bereiche sind Profiteure von weiter steigenden Zinsen bzw. hohen Teuerungsraten. An den langfristig ausgerichteten Themen Gesundheit, Energie- und Wasserinfrastruktur sowie Innovation halten wir fest.

Alternative Anlagen

Wir sind immer noch der Überzeugung, dass die Realrenditen (Nominalzins abzüglich Inflation) auf tiefem Niveau verharren und Sachwerte attraktiv bleiben. Dies gilt sowohl für den Immobilienbereich wie auch bei den sogenannten «Transition Metals». Diese Metalle und Mineralien werden für die Gewinnung erneuerbarer Energie benötigt und sind damit für den Übergang zu einer kohlenstoffreduzierten Wirtschaft unerlässlich. Die Elektromobilität ist ebenso auf Kobalt angewiesen wie die Solar- und Windkraftanlagen auf Kupfer und Nickel. Weiter halten wir an unserer Goldposition fest, welche ihrem Ruf als Stabilisator in diesem turbulenten Marktumfeld gerecht wird.

TRIONINVEST

Roger Croll

Dufourstrasse 29

CH-3005 Bern

+41 (0)31 359 30 31

roger.croll@trioninvest.ch

www.trioninvest.ch