

Anlagebericht – 2. Quartal 2021

Inflation ist ein aktuelles und kontroverses Thema, welchem unterschiedliche Definitionen und Zielsetzungen zugrunde liegen. Die österreichische Wirtschaftslehre definiert Inflation als Vermehrung der Geld- bzw. Kreditmenge, da sich die Auswirkungen unterschiedlich manifestieren können. Die keynesianische Betrachtungsweise, welche die Mehrheit der Ökonomen vertreten, fokussiert sich auf den Anstieg der Konsumentenpreise. Ob der Warenkorb, welcher den Index der Konsumentenpreise repräsentiert, die Inflation des persönlichen Konsums bzw. der Konsumbedürfnisse abdeckt, muss jeder selbst für sich entscheiden.

Die Inflation aus österreichischer Perspektive hat längst stattgefunden, indem sich die Geldmenge vervielfacht hat. Vermögenswerte wie Immobilien oder Aktien sind ebenfalls stark gestiegen. Lediglich der Index der Konsumentenpreise hat bisher tiefe Anstiegsraten aufgewiesen. Globalisierung in Form von globalem Konkurrenzkampf auf Produkt- wie auch auf Arbeitsebene haben die Preise tief gehalten. Digitalisierung und technologischer Fortschritt haben die Effizienz erhöht und somit die Produktionskosten gesenkt. Zusätzlich hat die Alterung der Bevölkerung rückläufigen Konsum der wohlhabendsten Altersgruppe mit sich gebracht. All dies hat zu deflationären Tendenzen bei den Konsumentenpreisen geführt. Hinzu kam, dass Rohstoffpreise stark gesunken waren, nachdem bis 2014 zu viel in deren Produktion investiert wurde, während die Nachfrage rückläufig war.

Die Coronakrise hat nun verschiedene Prozesse gleichzeitig in Gang gesetzt. Einerseits sind die Bilanzen der Zentralbanken massiv ausgedehnt worden und die Fiskalausgaben stark gestiegen. Andererseits hat der zeitweise Stillstand der Wirtschaft der globalen Lieferkette stark zugesetzt. Steigt nun aufgrund der Erholung der Wirtschaft und des Nachholbedarfs der Konsum, während gleichzeitig das Angebot anhaltenden Schwierigkeiten ausgesetzt ist, ergibt sich weiteres Potential für steigende Preise.

Konnte man zu Beginn die tiefen Zinsen noch mit stabilen Konsumentenpreisentwicklungen rechtfertigen, hat sich unterdessen die Ausgangslage verändert. Die Konsumentenpreisindizes haben weltweit markant angezogen. Die tiefen – teils negativen – Nominalzinsen führen zusammen mit der Inflation zu negativen Realzinsen. Die Rechtfertigung dieses Zustands hat sich mittlerweile da-

hingehend verändert, dass Zentralbanken argumentieren, die derzeitige Inflation sei ein temporäres Phänomen und deshalb das Zinsniveau weiterhin angemessen.

Was passiert jedoch, wenn sich die Wirtschaft tatsächlich stärker als erwartet erholt und die anhaltende Nachfrage weiterhin Preisdruck verursacht? Die Notenbanken werden gezwungen sein etwas auf die Zinsbremse zu stehen bzw. zumindest eine Straffung der Geldpolitik anzukünden. Für Vermögenswerte sind höhere Zinsen insofern problematisch, da sich deren Bewertung direkt am Zinsniveau orientiert bzw. mit diesem in Konkurrenz stehen. Können höhere Zinsen nicht mit stärkerem Gewinnwachstum kompensiert werden, führt dies folglich zu einer Korrektur der Vermögenspreise.

Stand heute, sind steigende Zinsen, insbesondere nach Abzug der Inflation in weiter Ferne. Zu gross sind die vielseitigen Unsicherheiten, zu gross ist die Abhängigkeit von günstiger Finanzierung, als dass die Notenbanken auf die Bremse stehen könnten. Aber bereits die Anmerkung der amerikanischen Notenbank, dass die Zinsen im Jahr 2023 angehoben werden könnten, hat zu einer negativen Marktreaktion geführt.

Verschiedene Indikatoren lassen darauf schliessen, dass sich die wirtschaftliche Erholung fortsetzt. Ob sich die erhöhte Inflation nach Abbau der temporären Verwerfungen wieder legt, wird sich zeigen. Sollten zu einem späteren Zeitpunkt Zinssteigerungen notwendig werden, wäre dies kurzfristig negativ für Vermögenswerte. Da dies aber auf einen positiven Wirtschaftsverlauf zurückzuführen wäre, würden die Unternehmensgewinne langfristig höher ausfallen.

Es empfiehlt sich somit weiterhin eine langfristige Perspektive einzunehmen und kurzfristigen Unsicherheiten mit einem robust investierten Portfolio entgegenzutreten. Unser Fokus auf gut positionierte Unternehmen mit hochwertigen Produkten und Dienstleistungen stellt sicher, dass ein allfällig anhaltender Kostendruck keine negativen Auswirkungen auf deren Ertragskraft hat. Wir sehen derzeit keinen Anlass für grosse Anpassungen unserer Vermögensallokation und bleiben zu Lasten von Anleihen übergewichtet in sorgfältig ausgewählten Aktien investiert.

Zürich, Ende Juni 2021