

Wirtschaft und Inflation: Heute ist nicht 1973



Eine Wortschöpfung geistert durch die Märkte und verunsichert Anlegerinnen und Anleger: Stagflation. Wie wahrscheinlich ist das Szenario einer stagnierenden Wirtschaft bei gleichzeitig hoher Inflation wie es in den siebziger Jahren eintrat? Und was macht eigentlich «TINA»?

Christian Hefli, Anlagespezialist Investment Center

Hohe Preise treffen auf gute Konjunktur

Der Begriff Stagflation – wirtschaftliche Stagnation mit hoher Inflation – wird häufig im Kontext der Erdölkrise in den siebziger Jahren genannt. Konkret 1973, als die OPEC ein Embargo gegen Teile der Welt verhängte. Fahrzeuge und Maschinen standen still, eine schwache Konjunktur wurde abgewürgt und die Inflation trieb Zentralbanken zu Zinserhöhungen. Müssen wir heute, wo die Energiepreise wieder stark gestiegen sind, mit einer Wiederholung rechnen? Die Parallele ist auf den ersten Blick schlagend. Bei genauerem Hinsehen zeigen sich aber Unterschiede. Erstens steht heute die Dienstleistungsindustrie für den Löwenanteil der Konjunktur und die Wirtschaft ist deutlich weniger energieintensiv als vor fünfzig Jahren. Denn wir haben gelernt, sparsamer zu produzieren. Zweitens besteht aktuell keine Knappheit an Öl und Gas, während in der Ölkrise Treibstoffe – vor allem in den USA – tatsächlich knapp waren. Der wichtigste Unterschied ist aber, dass die Weltwirtschaft heute in viel besserer Verfassung ist – Krieg und Corona zum Trotz. Firmen sind dank tiefer Zinsen und hoher Gewinne gut mit Kapital ausgestattet. Und die privaten Haushalte verfügen in der Summe über hohe Ersparnisse, auch dank der guten Arbeitsmärkte.

Keine Neuauflage der Stagflation

Interessanterweise sind die Energiepreise schon vor dem russischen Einmarsch in der Ukraine gestiegen, unter anderem im Zusammenhang mit der Dekarbonisierung, also der Umstellung von fossilen auf erneuerbare Energieträger. Die Abhängigkeit Europas von russischem Erdgas ist indes gross und im Gegensatz zu Erdöl lassen sich Gaslieferungen nicht ohne weiteres ersetzen. Ein durch die EU oder Russland verhängtes Embargo würde die europäische Wirtschaft also empfindlich treffen. Droht nun tatsächlich eine Stagflation? Aus unserer Sicht ist dies unwahrscheinlich. In unserem Basisszenario gehen wir von einer Normalisierung der Angebots- und Nachfragesituation und einer Konjunktur im Rahmen des Trendwachstums aus. Höhere Preise und eine weniger expansive Geldpolitik mit steigenden Zinsen werden verkraftet, kurze Rezessionsphasen in einzelnen Ländern sind aber nicht auszuschliessen. Eine Lohn-Preis-Spirale als Reaktion auf die Inflation erwarten wir dabei nicht.

Anlagepolitik und taktische Positionierung

Bye bye «TINA»

Mit der Normalisierung der Zinslandschaft löst sich ein grosses Dilemma für Anlegerinnen und Anleger mit konservativen Anlageprofilen. Jahrelang boten Anleihen im Niedrigzinsumfeld eine magere oder gar keine Verzinsung. Vor allem einkommensorientierte Strategien litten unter dem Wegfall von Couponzahlungen. Um dennoch laufende Erträge oder Ausschüttungen zu erzielen, wurde auf Aktien oder Immobilienfonds zurückgegriffen. Bekannt wurde dieses Phänomen unter dem Akronym «TINA»: There is no alternative. Gemeint ist damit, dass es zu Aktien als Anlage keine Alternative gibt. Paradoxerweise erzielten diejenigen, welche den Anleihen dennoch treu blieben, regelmässig eine gute Performance. Das war allerdings Mathematik und nicht Anlegergeschick: Da die Zinsen immer weiter fielen, werteten sich Anleihen auf. Sozusagen das richtige Resultat aber aus dem falschen Grund. Heute, nachdem Anleihen wie Aktien deutlich Federn lassen mussten, sieht das anders aus. Selbst für Schweizer Staatsanleihen bekommt man nach Jahren negativer Verzinsung immerhin eine positive Nominalrendite – nach Abzug der Teuerung legt man allerdings immer noch drauf. Mit der Zinsnormalisierung ist mit einem verstärkten Wettbewerb um das knapper werdende Kapital zu rechnen. Wer also bereit ist, ein gewisses Mass an Risiko einzugehen, bekommt mit Unternehmens- oder gar Schwellenländeranleihen durchaus attraktive Renditen.

Anlagepolitik im Überblick

In den letzten Monaten bürsteten praktisch alle Anlageklassen an Terrain ein. Aktienkurse reagierten auf die Erwartung höherer Zinsen und konjunktureller Unsicherheit. Die dringend notwendige Abkehr von der ultraexpansiven Geldpolitik mit Zinsnormalisierung liess die Renditen steigen und Notierungen fallen. Die Kursentwicklung von Aktien der entwickelten Welt nimmt eine Wachstumsverlangsamung vorweg. Die Gewinnprognosen wurden angepasst und die Bewertungen in verschiedenen Märkten sind auf attraktivem Niveau angelangt. Die weitere Entwicklung im Ukraine-Krieg ist zwar noch unsicher und auch die Covid-Situation in China könnte belasten. Wir bleiben bei unserem moderaten Übergewicht in Aktien und favorisieren US-Titel. Der begonnene geldpolitische Normali-

sierungskurs hat die Renditen steigen lassen. Das generell höhere Renditeniveau macht Anleihen im Verhältnis zu Aktien und Alternativen Anlagen langsam attraktiver. Wir haben neu ein Untergewicht in USD-Anleihen. Die US-Zinsen könnten noch weiter steigen und der Support durch den USD könnte ins Gegenteil drehen. Schwellenländeranleihen erachten wir insgesamt weiterhin als attraktiv. Der Versicherungsschutz von Gold ist praktisch ausgepreist und es bleibt eine, mit Blick auf die US-Realzinsen, deutliche Überbewertung. Schweizer Immobilienfonds haben korrigiert, die Anlageklasse bleibt aber überbewertet.

Bewertung	--	-	=	+	++
Liquidität			•		
Anleihen		•			
Schweiz	•				
Europa			•		
Nordamerika		•			
Schwellenländer					•
Aktien				•	
Schweiz			•		
Europa			•		
Nordamerika				•	
Pazifik			•		
Schwellenländer			•		
Alternative Anlagen			•		
Gold		•			
Immobilien	•				
Übrige					•

--/- Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten
 = Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung
 + / ++ Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

Anlageklassen im Detail

Anleihen

↘ Die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen aus den Industriestaaten entwickelten sich im Mai uneinheitlich. Während sie in den USA und auch in der Schweiz tiefer tendierten, zogen sie in der Eurozone und im Vereinigten Königreich nochmals an. Viel Bewegung war bei den Kreditrisikoprämien von Unternehmensanleihen zu beobachten. Insgesamt weiteten sich die Prämien für Anleihen mit guter Bonität aus. Bei den Hochzinsanleihen war ähnlich wie an den Aktienmärkten ein wildes Auf und Ab zu beobachten – dies schlussendlich ohne grössere Monatsveränderung. Wir sind der Meinung, dass die US-Staatsanleiherenditen nochmals anziehen können. Da wir gleichzeitig das Kurspotential des US-Dollars als sehr beschränkt einstufen, sind wir neu in diesem Anleihe segment untergewichtet.

Wir empfehlen:

- Anleihen insgesamt untergewichten
- CHF-Anleihen und USD-Anleihen untergewichten
- Euro-Anleihen neutral positionieren
- Schwellenländer-Anleihen übergewichten

Währungen

Der US-Dollar setzte im Mai zunächst seine Kursavancen gegenüber anderen Währungen fort. Dabei erreichte er zur Monatsmitte die Parität zum Schweizer Franken. Dieses Level konnte der Greenback indes nicht halten und büsste in der zweiten Monatshälfte wieder deutlich an Wert ein und schloss den Monat leicht unter den Schlusskursen des Vormonats ab. Da die Zentralbanken in den kommenden Monaten ihre Zinspolitik ebenfalls anpassen dürften, sehen wir kurzfristig kaum mehr grosses Potential beim US-Dollar.

Wir empfehlen:

- EUR und USD neutral gewichten

Aktien

↗ Die ersten drei Handelswochen bescherten den weltweiten Aktienmärkten zum Teil heftige Kurseinbussen. Wie schnell die Stimmung umschlagen kann, zeigte die letzte Handelswoche, in welcher es zu einer fulminanten Kurserholung kam. Allerdings gelang das nicht in allen Regionen. Die grössten Kursverluste waren im Schweizer Aktienmarkt zu beobachten. Deutlich besser schlugen sich die europäischen Pendants, welche den Monat positiv abschlossen. Nach wie vor ist die Stimmung allerdings fragil und die Volatilität erhöht. Die Märkte sind stark von geopolitischen Ereignissen und Konjunktursorgen beeinflusst. Angesichts der immer noch soliden Wachstumszahlen und damit einhergehend guten Ergebnissen der Unternehmungen bleiben wir bei einer leichten Übergewichtung. Wir favorisieren dabei die US-Märkte, da sie weniger stark vom Krieg in Europa betroffen sind.

Wir empfehlen:

- Aktien insgesamt leicht übergewichten
- US-Aktien übergewichten
- Schweiz, Europa, Pazifik und Schwellenländer neutral gewichten

Alternative Anlagen

➔ Die Schweizer Immobilienfonds büssten im vergangenen Monat erneut an Wert ein. Das Umfeld von gestiegenen Zinsen und zahlreiche Kapitalerhöhungen setzten der Anlageklasse zu. Diese Faktoren dürften auch in den kommenden Wochen eine Rolle spielen. Deshalb bestätigen wir unsere deutliche Untergewichtung. Auch der Goldpreis geriet im Mai unter Druck. Dem gelben Edelmetall erwächst mit den gestiegenen Zinsen zunehmend Konkurrenz aus anderen Anlageklassen. Wir bleiben auch hier bei unserer Untergewichtung.

Wir empfehlen:

- Schweizer Immobilienfonds deutlich untergewichten
- Gold untergewichten

↓ / ↘ Untergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten
→ Neutral: Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung
↗ / ↑ Übergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

Entwicklung der Märkte

Langsamer Prozess der Bodenfindung

Aktien	Entwicklung 2022 in CHF *		Entwicklung 2022 in EUR *	
Schweiz		-9.8 %		-9.2 %
Deutschland		-9.5 %		-8.8 %
Europa		-10.6 %		-9.9 %
USA		-7.5 %		-6.7 %
Japan		-8.9 %		-8.2 %
Schwellenländer		-8.7 %		-7.5 %
Alternative Anlagen				
CH-Immobilienfonds		-11.3 %		-10.7 %
Öl (Brent) USD/Fass	117.61	58.8 %		60.2 %
Gold CHF/Kg	57'573.00	7.6 %		8.4 %

* per 2. Juni 2022

Gebremster Renditehöhenflug – Augen auf Zentralbanken

Geld- und Kapitalmarkt	2. Juni 2022	Ende 2021	Veränderung
SNB Leitzins CHF	-0.75%	-0.75%	0.00%
EZB Einlagezins EUR	-0.50%	-0.50%	0.00%
10 Jahre Staatsanleihen CH	0.98%	-0.14%	1.12%
10 Jahre Staatsanleihen DE	1.24%	-0.18%	1.42%
10 Jahre Staatsanleihen US	2.91%	1.51%	1.40%
10 Jahre Staatsanleihen JP	0.24%	0.07%	0.17%
Währungen			
EUR/CHF	1.0302	1.0375	-0.71%
USD/CHF	0.9588	0.9129	5.03%
EUR/USD	1.0744	1.1386	-5.64%

Impressum

Herausgeberin Schaffhauser Kantonalbank | Vorstadt 53 | 8201 Schaffhausen | +41 52 635 22 22 | info@shkb.ch

Redaktion Investment Center | **Redaktionsschluss** 2. Juni 2022, erscheint monatlich

Diese Publikation finden Sie auch unter www.shkb.ch/publikationen

Disclaimer Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen basieren nicht auf der Finanzanalyse der Schaffhauser Kantonalbank und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig informativen Zwecken und ersetzen weder eine persönliche Beratung durch eine fachkundige Person noch sind sie alleinige Grundlage für Anlage- oder andere Vermögensentscheide. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf die vorliegende Publikation keine Anwendung. Anlageinstrumente sind risikobehaftete Investitionen und unterliegen insbesondere Wert-, Wechselkurs- und Ertragsschwankungen. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Die Marktlage und damit der Wert von Anlageinstrumenten kann rasch ändern und sowohl steigen als auch fallen und ist von der Bonität des Emittenten abhängig. Machen Sie eine persönliche Bedürfnis-/Risikoanalyse, bevor Sie Anlage- oder andere Vermögensentscheide treffen. Die Schaffhauser Kantonalbank verwendet alle zumutbare Sorgfalt, um die Richtigkeit und Genauigkeit der publizierten Informationen sicherzustellen. Dennoch kann sie keinerlei Zusagen über die Korrektheit, Zuverlässigkeit und Wahrheit machen.