

# Steigt mit der Geldschwemme die Inflation?

Der von vielen Ökonomen erwartete wirtschaftliche Boom nach dem Corona-Jahr fordert auch Sparer und Anleger heraus

MICHAEL FERBER

Das Finanzsystem ist aus den Fugen geraten. Die Bekämpfung von wirtschaftlichen Krisen mit immer grösseren Geldschwemmen hat dafür gesorgt, dass die Zinsen in den vergangenen Jahren in den negativen Bereich gerutscht und die Schulden von Staaten explodiert sind. Schon seit Jahren rätseln Ökonomen darüber, wann sich diese Geldflut in höheren Inflationsraten äussern wird.

Während die Preise für Vermögenswerte wie Immobilien oder Aktien in den vergangenen Jahren vielerorts enorm gestiegen sind, blieb die Inflation – gemessen an Konsumentenindizes – gering oder bewegte sich sogar im negativen Bereich. Immer mehr Investoren gehen nun aber davon aus, dass sich dies bald ändern könnte. Sie erwarten steigende Inflationsraten, was sich jüngst in höheren Zinsen an den Kapitalmärkten niedergeschlagen hat. So ist die Rendite von zehnjährigen US-Staatsobligationen seit Jahresbeginn von 0,91 auf bis zu 1,6% in der vergangenen Woche gestiegen.

Damit reagieren Investoren auch auf die Rettungsprogramme, mit denen Notenbanken und Regierungen den Schock der Coronavirus-Krise gekontert haben. Mit immensen Summen sollen die wirtschaftlichen Folgen der Krise bekämpft werden. So hat etwa der US-Präsident Joe Biden ein neues Stimulus-Programm in Höhe von 1900 Mrd. \$ angekündigt. Für Sparer und Anleger stellt sich derweil die Frage, welches Szenario sich als Folge dieser politischen Weichenstellungen durchsetzt und was die Folgen für ihr persönliches Vermögen sind. Dabei lassen sich grob drei Szenarien skizzieren: Reflation, Stagflation oder Deflation.

## Szenario 1: Reflation

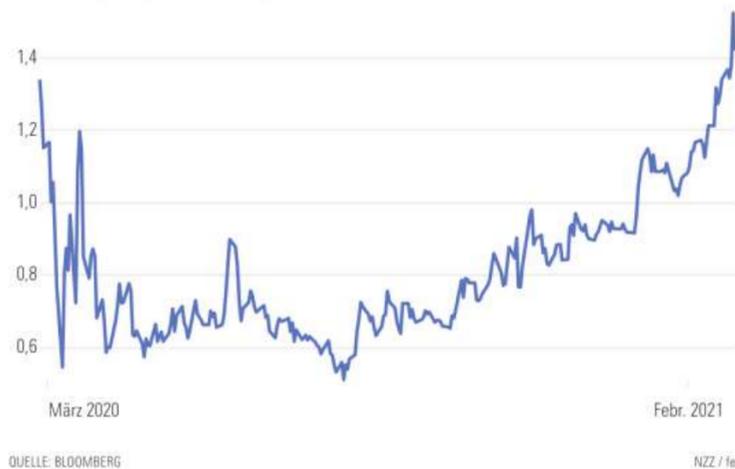
Viele Ökonomen und Investoren gehen derzeit davon aus, dass die Geldflut das Wachstum ankurbelt und dass dadurch auch die Inflationsraten steigen. Die entsprechende Positionierung der Investoren an den Finanzmärkten wird als Reflation-Trade bezeichnet – es geht darum, sich auf einen Aufschwung mit höherer Inflation nach dem Ende der Coronavirus-Krise vorzubereiten. «In den USA dürfte es zu einem inflationären Boom kommen», sagt dazu der Luzerner Privatbankier Christof Reichmuth. Die US-Regierung sehe die gestiegene Arbeitslosigkeit als das Hauptproblem und tue alles, um diese zu bekämpfen, sagt Reichmuth. Sorgen über steigende Inflationszahlen stünden da hinten an. Schon nach der Finanzkrise haben die Notenbanken eine sehr expansive Geldpolitik betrieben, doch das Geld kam nicht im Wirtschaftskreislauf an, und das wirtschaftliche Umfeld blieb deflationär. Nun könnte sich dies ändern, denn diese «Staumauer» bröckle zunehmend, sagt Reichmuth.

Aufhorchen lässt in diesem Zusammenhang auch, dass die US-Notenbank ein neues Inflationsziel eingeführt hat, wie Guy Miller, Chef-Marktstrategie beim Versicherer Zurich, ausführt. Dies sei eine bedeutende Strategieänderung. Die Federal Reserve hält in Zukunft nicht mehr am strikten Inflationsziel von 2% fest und plant, diesen Wert als Durchschnitt über die Zeit hinweg zu erreichen. Dies kann so interpretiert werden, dass die Fed die Geldschleusen auch dann weit geöffnet lassen wird, wenn das Wachstum und die Inflation anziehen. Die Fed erwarte zudem keine Zinserhöhung vor dem Jahr 2024, sagt Miller. Es sei zwar davon auszugehen, dass die Inflation die 2% bereits früher erreiche, mit Zinsschritten sei 2021 aber nicht zu rechnen.

Auch der Zurich-Vertreter sieht die Weltwirtschaft am Beginn eines neuen Wachstumszyklus. In der Folge rechnet er auch mit steigenden Inflationszahlen. Die immensen Stimulus-Programme der US-Regierung dürften ihre Wirkung nicht verfehlen, erwartet er. «Wegen der Corona-Pandemie hat es aufseiten der Politik ein Umdenken gegeben», sagt

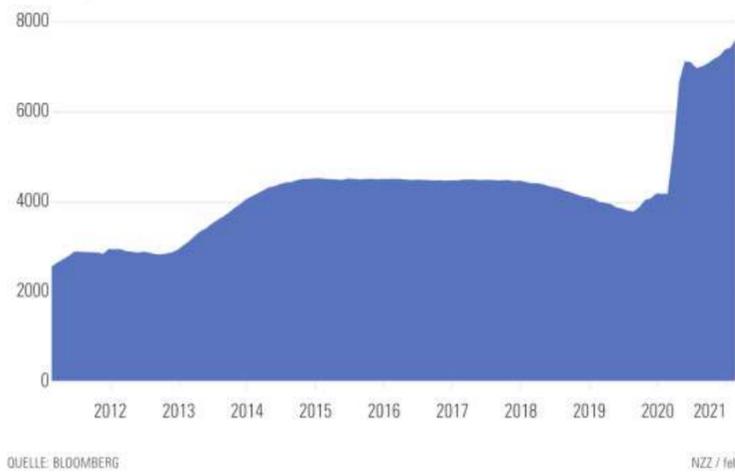
## Aufwärtstrend bei den Zinsen

Rendite zehnjähriger US-Staatsobligationen, in %



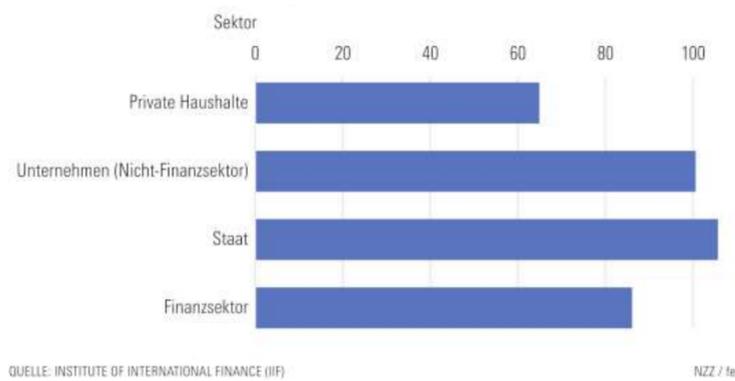
## Massiver Anstieg durch die Coronavirus-Krise

Entwicklung der Bilanz der Federal Reserve (in Milliarden)



## Weltweite Verschuldung nach Sektoren

4. Quartal 2020, in % des Bruttoinlandsprodukts (BIP)



Wie der jüngste Zinsanstieg zeigt, bereiten sich bereits viele Investoren an den Finanzmärkten auf ein zunehmend inflationäres Umfeld vor.

er. Die Regierungen öffneten wegen der Gesundheitskrise die Geldschleusen, um eine tiefgehende Wirtschaftskrise zu vermeiden. Dies sei auch ein bedeutender Unterschied im Vergleich mit der Finanzkrise.

Auch die immer stärkere Verquickung der Geld- und der Finanzpolitik könnte ihren Beitrag zu steigenden Inflationszahlen leisten. Diese zeigt sich allein schon an verschiedenen prominenten Personalien. So amtiert unter der Präsidentschaft von Joe Biden in den USA nun die ehemalige Präsidentin der US-Notenbank Federal Reserve, Janet Yellen, als Finanzministerin. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird von der ehemaligen französischen Finanzministerin Christine Lagarde geführt. Und mit Mario Draghi hat ihr Vorgänger gerade das Amt des Ministerpräsidenten in Italien angetreten.

«Die Notenbanken und die Regierungen haben alle Tabus gebrochen, was geldpolitische und fiskalische Vernunft angeht», sagt Ronald-Peter Stöferle vom Liechtensteiner Vermögensverwalter Incrementum. Die Zinswende sei zudem

«auf den Sankt-Nimmerleins-Tag» verschoben, und radikale Massnahmen wie Helikoptergeld und die Modern Monetary Theory würden zunehmend salonfähig. So schwenke das Pendel langsam von einem deflationären in ein inflationäres Umfeld um. «Wenn mehr Leute geimpft sind, die Lockdowns wegfallen und das Vertrauen der Menschen in die Zukunft bis zu einem gewissen Grad zurückkommt, werden Unternehmen Investitionen tätigen, und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wird zunehmen», sagt Stöferle. Dann müssten die Notenbanken restriktiver werden, was aber wohl nicht geschehen werde. «Wenn dann ein kurzfristiger Konsumrausch einsetzt, haben wir relativ schnell ein Inflationsproblem», sagt er.

Wie der jüngste Zinsanstieg zeigt, bereiten sich bereits viele Investoren an den Finanzmärkten auf ein zunehmend inflationäres Umfeld vor. Laut Reichmuth dürften in einem inflationären Boom bei den Aktien vor allem Titel aus den Branchen Finanzen, Grundstoffe, Industrie und Energie zu den Gewinnern gehören. Aufgrund der Geldentwertung sind Obligationen in einem solchen Szenario keine gute Anlage.

## Szenario 2: Stagflation

Allerdings könne die Zuversicht der Investoren relativ schnell verpuffen, sagt Stöferle. Dies könnte dann in eine Stagflation münden. Dabei handelt es sich um eine Kombination der beiden Begriffe «Stagnation» und «Inflation». Es handelt sich also um eine Situation mit niedrigem Wirtschaftswachstum und hohen Arbeitslosenzahlen, gekoppelt mit Inflation.

Die 1970er Jahre waren geprägt von einer solchen Stagflation. In dem Buch «Déjà-vu – Lehren aus historischen Wirtschaftskrisen für eine zukunftsorientierte Anlagestrategie» (herausgegeben von Ricardo Cordero, 2012) wird das Entstehen dieser Krise zum einen auf die expansive Geldpolitik der US-Notenbank Federal Reserve zurückgeführt. Zum anderen gelten die Lohnsteigerungen in vielen Ländern, die wegen des damaligen Arbeitskräftemangels weit über dem Produktivitätsfortschritt lagen, als wichtiger Faktor. Des Weiteren stieg die Inflation aufgrund der Ölkrisen der Jahre 1973 und 1979. Darauf hätten die Währungshüter zu spät und zu zyklisch reagiert, heisst es in dem Buch. In der Folge sei die Wirtschaft endgültig abgebremst, die Inflation aber nicht ernsthaft bekämpft worden.

«In den siebziger Jahren war die Arbeitslosigkeit tief, und gleichzeitig stiegen die Energiepreise und die Löhne», sagt Reichmuth, der Beiträge für das Buch verfasst hat. Derzeit gebe es nicht allzu viele Parallelen zu der damaligen Situation. In diesem Jahr erwartet der Privatbankier weder in den USA noch in Europa eine Stagflation. Es handle sich aber um ein Szenario, das man bis in einigen Jahren erwarten könne. Es gebe einige Beispiele, die darauf hindeuteten, dass die Inflation zurückkehren könnte, «wenn auch nicht sprunghaft». Dazu zähle beispielsweise auch der CO<sub>2</sub>-Umbau, durch den Energie teurer werde.

Stöferle hält eine Stagflation in den westlichen Industrieländern für ein durchaus realistisches Szenario. «Wenn die Coronavirus-Krise überwunden ist, wird es gewisse Basiseffekte beim Wirtschaftswachstum geben», sagt er. Ein Herauswachsen aus dem Schuldenproblem in westlichen Ländern sei aber «extrem unwahrscheinlich». Im Gegensatz zu Asien seien hierfür die Wachstumsraten in den USA und Europa zu schwach, vielmehr sei auch nach der Krise ein «eher blutleeres Wachstum» zu erwarten.

Für Anleger ist es in einer Stagflationsphase wichtig, die Kaufkraft des Vermögens zu erhalten. Folglich sind Obligationen in einer solchen Zeit keine gute Anlage. Besser eignen sich Realwerte wie Immobilien und auch Aktien, obwohl diese keinen optimalen Infla-

tionsschutz bieten und die Kurse möglicherweise unter der stagnierenden Wirtschaftsentwicklung leiden. Wie die Bank Reichmuth in einem Kommentar ausführt, wiesen die Aktienkurse während der Stagflation in den 1970er Jahren starke Schwankungen auf. Nach dem Ende der zweiten Stagflationsphase hätten die Aktienkurse etwa dasselbe Niveau wie zu Beginn der ersten Stagflationsphase erreicht. Einen starken Inflationschutz habe auch das Edelmetall Gold geboten.

## Szenario 3: Deflation

Ariel Bezael, Chefstrategie für Zinsanlagen bei Jupiter Asset Management, bezeichnet in einer Anfang Februar publizierten Analyse indessen Deflation als die eigentliche neue Normalität an den Finanzmärkten. Er geht davon aus, dass trotz den riesigen Rettungsprogrammen für die Wirtschaft weiterhin die deflationären und nicht die inflationären Kräfte überwiegen.

Zwar rechnet Bezael mit höheren Wachstums- und Inflationsraten, wenn die Wirtschaft aus dem Lockdown kommt. Allerdings dürfte dieser Effekt nach einem Quartal bis zwei Quartalen verpuffen, erwartet er. Die Inflation werde indessen durch verschiedene strukturelle Faktoren ausgebremst: die demografische Entwicklung bzw. die alternden Bevölkerungen in den Industrieländern, die Digitalisierung und die hohen Schulden weltweit.

Wie das Institute for International Finance (IIF), eine globale Vereinigung von Finanzhäusern, mitgeteilt hat, hat die weltweite Verschuldung per Ende vergangenen Jahres einen Höchstwert von insgesamt 281 Bio. \$ erreicht. Dies entspricht einer globalen Verschuldung von 355% des Welt-Bruttoinlandsprodukts (BIP), im von der Coronavirus-Krise geprägten Jahr 2020 stieg dieser Wert um 35 Prozentpunkte an. In einer dermassen hoch verschuldeten Welt ist es schwierig, Wachstum zu schaffen. Steigende Zinsen könnten viele Staaten, Unternehmen und private Haushalte gar nicht mehr tragen – sie hängen quasi am Tropf der ultraexpansiven Geldpolitik der Notenbanken. Viele Ökonomen gehen davon aus, dass das Instrument der Zinskurvenkontrolle wie in Japan auch in westlichen Industrieländern zum Einsatz kommt, um einen drohenden Kollaps des Systems zu verhindern.

Die Pandemie habe alle diese Trends noch beschleunigt, schreibt Bezael. Zudem deuteten die Überkapazitäten auf dem Arbeitsmarkt zurzeit auf eine längerfristig schwache Inflation hin. Auch die technologische Revolution wirkt laut dem Anlagestrategen letztlich deflationär. Während der Coronavirus-Krise habe sich dies deutlich gezeigt. Unternehmen hätten allerhand Wege gefunden, um noch effizienter zu wirtschaften, was indessen negative Folgen für Löhne und Beschäftigung gehabt habe. Weitere disruptive Technologien wie künstliche Intelligenz und Robotik dürften ebenfalls dafür sorgen, dass die Löhne nur langsam wachsen.

Was bedeutet ein solches Umfeld für Anleger? In einem deflationären Umfeld erleiden Anleger mit den meisten Anlageklassen Verluste, der Vermögensaufbau ist schwierig. Die Aktienkurse und Immobilienpreise können leiden. Letztlich geht es darum, den Wert des Vermögens bestmöglich zu erhalten. Gute Chancen, weiter zu steigen, haben indessen die Kurse von als sicher geltenden Staatsobligationen. Anleihen von stabil aufgestellten Schuldnern, die in einem solchen Umfeld nicht kollabieren oder idealerweise sogar davon profitieren, können also möglicherweise Kursgewinne erzielen. Bezael zählt zu den entsprechenden Emittenten konjunkturreisistente Firmen wie Fast-Food-Anbieter, Lebensmittellieferanten, Supermarktbetreiber, Pharmaunternehmen und Streamingdienste. Der Jupiter-Strategie sieht auch Chancen bei chinesischen Staatsanleihen.