

SFI Public Discussion Note

Steigende Inflation – strategische Überlegungen für Anleger



Mai 2022

1. Einführung



Prof. Francesco Franzoni
*SFI Senior Chair und Professor of
Finance an der Università della
Svizzera italiana*



Dr. Francesco Mandalà
*Chief Investment Officer, M&A
Merchant Bank AG*

Nachdem die Inflation jahrzehntelang eher ein Randthema war, steht sie nun wieder ganz oben auf der Tagesordnung der politischen Entscheidungsträger und Anleger. In dieser Public Discussion Note geben wir einen Überblick über das aktuelle Inflationsumfeld und legen ein besonderes Augenmerk auf Fragen, die für Anleger und die Finanzindustrie von Bedeutung sind.

Zunächst erläutern wir, wie verschiedene Behörden Inflation definieren und messen. Wir beschreiben die wirtschaftspolitische Debatte über den durch die COVID-Pandemie ausgelösten Inflationsschub und erörtern dann, wie Zentralbanken mit der Inflation umgehen.

Als Nächstes zeigen wir auf, welche Auswirkungen die Inflation auf Anleger hat. Wir veranschaulichen die Performance verschiedener Anlageklassen in einem inflationären Umfeld und ziehen dabei Lehren aus der Vergangenheit. Besonderes Augenmerk richten wir auf festverzinsliche Portfolios verbunden mit einer Warnung, sich zu sehr auf diese Anlageklasse zu verlassen. Bei steigender Inflation dürften sich einige Aktienanlagesstile wie Value und niedrige Volatilität und vor allem ein Schwerpunkt auf Rohstoffe gut entwickeln.

Abschliessend werfen wir einen Blick auf die neuartigen Herausforderungen, denen sich Vermögensverwalter in der Kundenbetreuung stellen müssen. Wir betonen, wie wichtig es ist, mit Kunden über realistische und erreichbare reale Renditen zu sprechen. Gleichzeitig müssen Kunden auf die neuen Risiken aufmerksam gemacht werden, denen sie im derzeitigen inflationären Umfeld ausgesetzt sind.

Mit den Public Discussion Notes fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv eine fundierte Diskussion von Themen, die für die Finanzindustrie, Politik und Wissenschaft relevant sind. Darüber hinaus macht das SFI die gewonnenen Erkenntnisse mittels Forschung, Publikationen, Master Classes, und Konferenzen zugänglich.

2. Messung der Inflation

Wenn man etwas nicht messen kann, wenn man es nicht in Zahlen ausdrücken kann, ist das Wissen dürftig und unbefriedigend. (Lord Kelvin, 1883).

Lord Kelvin bezog sich zwar auf Elektrizität, aber dieses Zitat ist auch für die Inflation relevant. Es ist wichtig zu wissen, wie Inflation definiert wird und wie politische und wirtschaftliche Entscheidungsträger sie messen.

Ganz allgemein misst die Inflation den Preisanstieg eines Waren- und Dienstleistungskorbes; dies wird auch als *Preisindex* bezeichnet. Der Preisindex ist ein gewichteter Durchschnitt der relevanten Verbrauchsgüter. Je nachdem, welche Gewichte zur Berechnung dieses Durchschnitts verwendet werden, ergeben sich verschiedene Arten von Preisindizes.

Zur Veranschaulichung verwenden wir das sehr einfache Beispiel einer Volkswirtschaft, in der nur zwei Arten von Gütern verfügbar sind, Äpfel und Orangen. Deren Preise ändern sich zwischen dem Jahr null und dem Jahr eins, wie in Abbildung 1 dargestellt.

Abbildung 1: Äpfel, Orangen und Inflation

Im Jahr null

Artikel	Preis pro Einheit	Anzahl der Einheiten
Äpfel	3	100
Orangen	4	120

Im Jahr eins

Artikel	Preis pro Einheit	Anzahl der Einheiten
Äpfel	2.6	120
Orangen	4.5	112

Quelle: Baz, J., et al. (2021).

Es gibt zwei Möglichkeiten, die Inflation in dieser einfachen Volkswirtschaft zu berechnen, abhängig von der Wahl der Gewichte, die im Preisindex verwendet werden. Der *Laspeyres-Preisindex* verwendet die Mengen des Basisjahres (d. h. des Jahres null) als Gewichte. Wie in Abbildung 2 zu sehen ist, beträgt die daraus resultierende Inflationsrate 2,6%. Der Laspeyres-Index ist aus theoretischer Sicht ein *Güterkostenindex* (Cost of Goods Index – COGI), d. h. er misst die Veränderung der Kaufkraft des Geldes, wobei der Warenkorb konstant gehalten wird oder, falls dies nicht möglich ist, die Qualität der Güter konstant gehalten wird. In der Fachliteratur gibt es jedoch eine grosse Debatte darüber, wie Qualität konstant gehalten werden kann. Es würde den Rahmen dieser Public Discussion Note sprengen, auf diese Feinheiten detailliert einzugehen. Ein Beispiel wäre, dass wir nicht einfach den Preis des ersten iPhones, das 2007 auf den Markt kam, mit dem des iPhones 13, das 2021 auf den Markt kam, vergleichen können, da letzteres ein wesentlich leistungsfähigeres Produkt ist (z. B. ist sein Arbeitsspeicher mindestens 32 Mal grösser). Eine Strategie zur Berücksichtigung solcher Qualitätsverbesserungen ist die sogenannte hedonische Preisbildung.¹

Die zweite Möglichkeit zur Berechnung der Inflation in unserer einfachen Volkswirtschaft besteht darin, die letztbekannten Mengen (d. h. die des ersten Jahres) als Gewichte zu verwenden, wie im Paasche-Preisindex. In diesem Fall beträgt die Inflationsrate in unserem Beispiel 1,0%. Der Paasche-Index ist ein *Lebenshaltungskostenindex* (Cost of Living Index – COLI); er misst die Veränderung der Mindestausgaben, die für den Kauf eines Warenkorbs erforderlich sind, der einen bestimmten Lebensstandard garantiert. Als *Lebenshaltungskostenindex* berücksichtigt der Paasche-Index Substitutionen. Er bezieht daher ein, dass Verbraucher bei Preiserhöhungen typischerweise ihre Gewohnheiten ändern und ihre üblichen Einkäufe durch preisgünstigere Waren ersetzen.

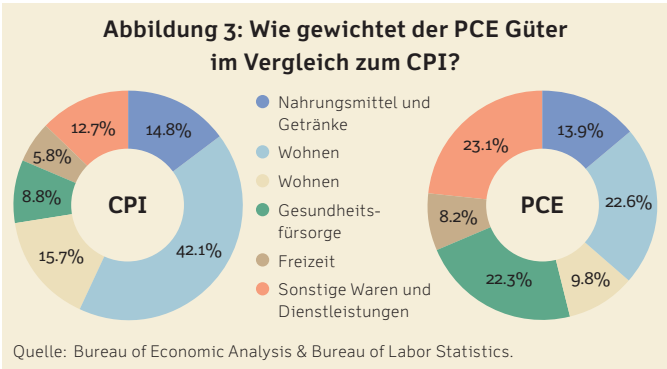
Infolgedessen ist die mit dem Paasche-Index gemessene Inflationsrate in der Regel niedriger als diejenige, die sich aus dem Laspeyres-Index ergibt.

1) Kurz gesagt, bei der hedonischen Preisbildung zerlegt man die Gesamtpreisänderung in eine reine Preisänderung und eine Qualitätsänderung, die auf dem Wert der neuen Merkmale beruht. Dann schätzt man den Wert der neuen Merkmale, indem Produkte mit/ohne diese Merkmale verglichen werden. Die Inflationsrate für konstante Qualität vergleicht die Preise, nachdem der Wert der neuen Merkmale abgezogen wurde.

Der *Fisher-Index* erkennt an, dass die Wahrheit oft in der Mitte liegt. Der Fisher-Index berechnet das geometrische Mittel der Indizes von Laspeyres und Paasche, was in einer Inflationsrate von 1,8% resultiert. In der Praxis ist der Fisher-Index der bevorzugte Lebenshaltungskostenindex. Er reduziert den Messfehler im Referenzkorb, dessen Inhalt zum Zeitpunkt der Indexberechnung in der Regel nicht genau bekannt ist.

Abbildung 2: Indexe zur Messung der Inflation		
Index	Formel	Ergebnis
Laspeyres (L)	$\frac{(2.6 * 100) + (4.5 * 120)}{(3 * 100) + (4 * 120)}$	1.026
Paasche (P)	$\frac{(2.6 * 120) + (4.5 * 112)}{(3 * 120) + (4 * 112)}$	1.010
Fisher	$\sqrt{L * P}$	1.018
Quelle: Baz, J., et al. (2021).		

Verschiedene politische und wirtschaftliche Entscheidungsträger verwenden unterschiedliche Indizes zur Bewertung der Inflation. In den Vereinigten Staaten zum Beispiel ist der Verbraucherpreisindex (Consumer Price Index – CPI) ein Laspeyres-Index; dieses Inflationsmass wird von der US-Regierung für die Sozialversicherung verwendet. Der Index der persönlichen Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures – PCE) hingegen ist ein Fisher-Index; der PCE ist das von der US-Notenbank (Fed) bevorzugte Inflationsmass. Der PCE misst auch die Ausgaben von Institutionen im Namen der Haushalte. So hat z.B. die Gesundheitsversorgung im PCE ein Gewicht von 22% gegenüber 9% im VPI, was auf die vom Arbeitgeber bereitgestellte Krankenversicherung zurückzuführen ist (siehe Abbildung 3).



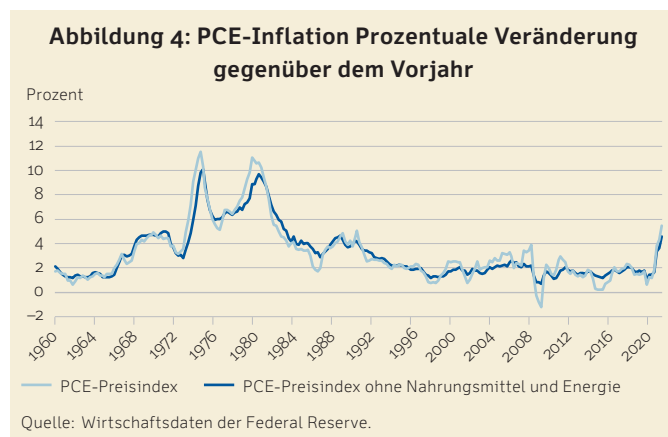
Aufgrund der grossen Auswirkungen der US-Wirtschaftspolitik auf die globalen Finanzmärkte konzentrieren wir uns in dieser Public Discussion Note hauptsächlich darauf, wie die Entscheidungsträger in den USA mit der Inflation umgehen. Um jedoch die von ihnen getroffenen Entscheidungen zu verstehen, ist es nützlich zu wissen, dass die Inflationsmessung der Europäischen Zentralbank auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) basiert, der ein Laspeyres-Index ist. Eine grosse Einschränkung des HVPI (der derzeit einer Überprüfung unterzogen wird) besteht darin, dass sein Referenzkorb keine selbst genutzten Wohnimmobilien (Owner-Occupied Housing – OOH) enthält.

Die Schweizerische Nationalbank misst die Inflation mit einem VPI-Index, der ebenfalls ein Laspeyres-Index ist. Interessanterweise werden die Krankenversicherungsprämien, die eine wichtige Quelle der gefühlten Inflation in der Schweiz sind, nicht in die Konstruktion des Schweizer VPI einbezogen. Der Grund für diese Entscheidung ist, dass Krankenversicherungsprämien auch infolge einer erhöhten Inanspruchnahme steigen könnten und nicht aufgrund von Kostensteigerungen bei den zugrunde liegenden Waren und Dienstleistungen. Der Schweizer VPI enthält stattdessen Schätzungen für Waren und Dienstleistungen des Gesundheitswesens, wie z. B. der Kosten für Arzneimittel und Krankenhausaufenthalte.

Zum Abschluss dieses Abschnitts ist noch zu erwähnen, dass die volatilsten Sektoren, d.h. Lebensmittel und Energie, bei der Inflationsmessung durch die politischen und wirtschaftlichen Entscheidungsträger in der Regel aus dem VPI herausgenommen werden. Auf diese Weise erhalten die Entscheidungsträger ein stabileres und beständigeres Mass für die Inflationsentwicklung, die sogenannte "Kerninflation". In den USA sind Lebensmittel und Energie mit einer Gewichtung von 14 % bzw. 7 % relativ kleine Komponenten des VPI-Preisindex, aber sie verursachen den grössten Teil seiner Volatilität.

3. Die Inflation der COVID-Ära und die politische Debatte

Im Jahr 2021 stieg die Inflation in den USA so stark an wie seit 1982 nicht mehr. Der PCE lag in den 12 Monaten bis Dezember 2021 bei durchschnittlich 5,8%. Die Kerninflation in den USA (ohne Lebensmittel und Energie) lag 2021 bei durchschnittlich 4,9% (siehe Abbildung 4).



Der Anstieg im Jahr 2021 war, wie in Reifschneider und Wilcox (2022) ausführlich beschrieben, in allen wichtigen Sektoren des Preisindex zu beobachten. Wie der Balken ganz rechts in Abbildung 5 zeigt, entfiel auf Energie und Kraftfahrzeuge jeweils etwa ein Viertel der 4%igen Veränderung gegenüber dem durchschnittlichen Inflationsniveau im Jahr 2018-2019 vor COVID (gemessen auf Dezemberbasis). Während der Anstieg der Energiepreise im Vergleich zu ihrem gesunkenen Niveau während der COVID-Rezession nicht überraschend ist, ist der grosse Beitrag von Kraftfahrzeugen, die nur 4% der Verbraucherausgaben ausmachen, beispiellos. Das Angebot an Kraftfahrzeugen war in den letzten Monaten besonders knapp, ausgelöst durch den Mangel an Halbleitern. Dieser Mangel war auf Probleme in der Lieferkette zurückzuführen, die auch andere Handelsgüter betrafen. Die starke Nachfrage nach langlebigen Gütern während des Höhepunkts der Pandemie wirkte sich auf die Inflation aus, indem sie diese Lieferkettenprobleme noch verstärkte. Der schnellere Anstieg der Preise für Dienstleistungen (ohne Energie) – ein Sektor, der fast zwei Drittel der Verbraucher-



ausgaben ausmacht – trug 0,8 % zum Inflationsanstieg im Jahr 2021 bei. Mehr als die Hälfte dieses Beitrags ist auf eine Erholung gegenüber 2020 zurückzuführen, als die Preise in diesem Sektor unter anderem durch die Senkung von Flugpreisen und Übernachtungspreisen künstlich niedrig gehalten wurden.

Einen zusätzlichen Einblick in die Ursachen des jüngsten Inflationsanstiegs erhalten wir, wenn wir uns die Veränderungen bei den Verbraucherausgaben ansehen. Abbildung 6 zeigt, dass die Verbraucherausgaben für Waren während der Pandemie deutlich gestiegen sind (blaue Linie). Im Gegensatz dazu fielen die Ausgaben für Dienstleistungen zunächst unter den Trend vor der Pandemie (rote Linie). Sie sind nach wie vor schwach, was auf eine anhaltende Zurückhaltung bei Reisen, Restaurantbesuchen und anderen Aktivitäten, die die Nähe zu anderen Menschen erfordern, zurückzuführen ist. Auch ohne Engpässe in der Lieferkette hätten diese Veränderungen im Konsumverhalten der Verbraucher einen Aufwärtsdruck auf Warenpreise ausgeübt. Engpässe in der Lieferkette (hellbraune Linie) haben den durch steigende Nachfrage ausgelösten Preisdruck dann noch verstärkt. Das Nettoergebnis ist, dass der relative Preis von Waren im Jahr 2021 von seinem Abwärtstrend abwich und deutlich anstieg (blaue Linie).

Abbildung 5: Beitrag der verschiedenen Ausgabenkategorien zur PCE-Inflation

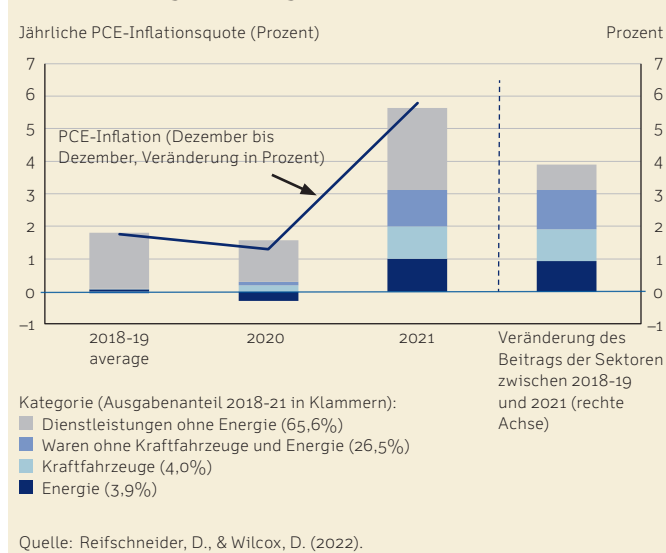
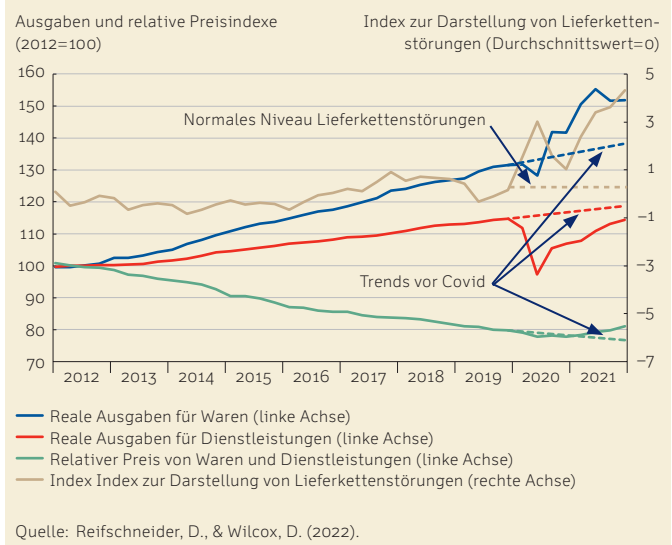


Abbildung 6: Reale Konsumausgaben, relative Preise und Lieferkettenengpässe



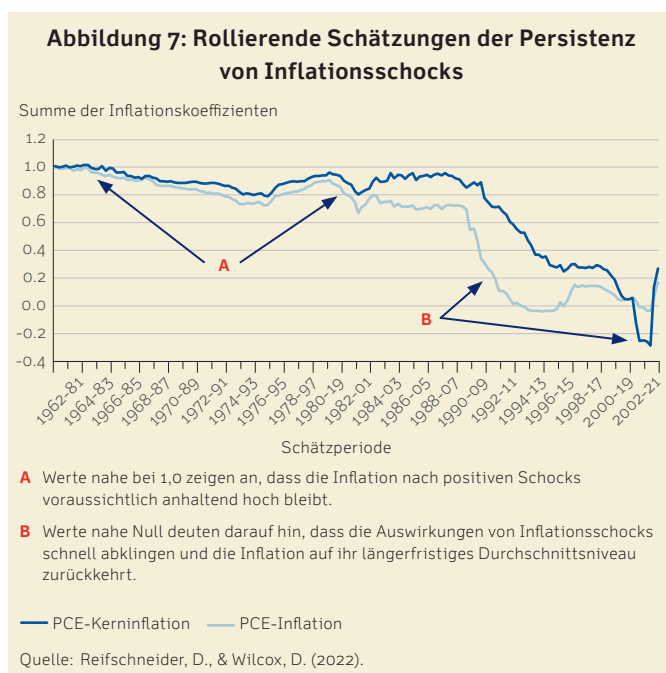
3.1 Das Argument für Optimismus

Der Federal Open Market Committee (FOMC), das geldpolitische Entscheidungsgremium innerhalb der Fed, hat sich in seiner Zusammenfassung der Wirtschaftsprojektionen vom Dezember 2021 optimistisch über die künftige Inflation geäußert. Das FOMC argumentiert, dass das Warenangebot die Nachfrage einholen wird, da Lieferkettenengpässe behoben werden und die Produktion ausgeweitet wird.

Darüber hinaus hat der Krieg in der Ukraine zwar zu höheren Energie- und Lebensmittelpreisen geführt, welche die Inflation im Jahr 2022 in die Höhe treiben, doch ist dieser Effekt temporär und wird verschwinden, sobald sich die Preise stabilisieren. Ein weiterer Sektor, der die Inflation im Jahr 2022 erhöhen wird, ist der Wohnungsbau. Die Mieten für Neumieter sind in den USA in die Höhe geschossen und stiegen im Januar 2022 im Jahresvergleich um etwa 14%. Sie werden wahrscheinlich die VPI-Inflation um etwa einen halben Prozentpunkt und die PCE-Inflation um einen Drittel Prozentpunkt erhöhen.

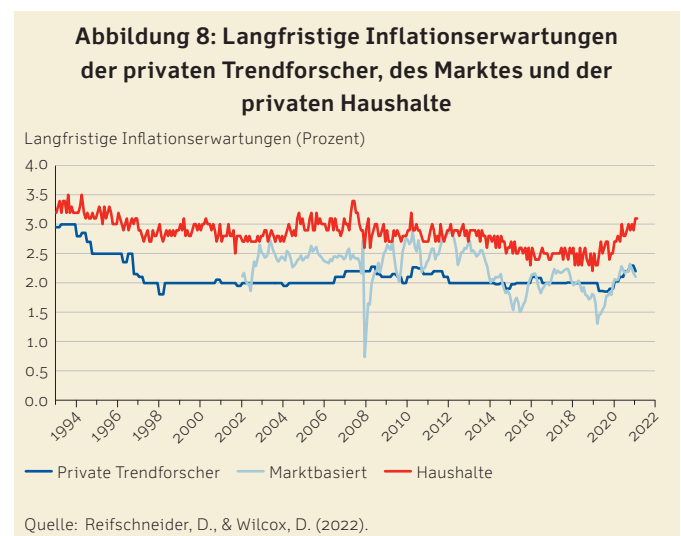
Anlass zu Optimismus ergibt sich aus der Analyse der Persistenz der Inflation in jüngster Vergangenheit von Reifschneider und Wilcox (2022). Abbildung 7 zeigt Schätzungen des Zusammen-

hangs zwischen der aktuellen Inflation und der vorherigen Inflation über einen Zeitraum von zwanzig Jahren. Im Zeitraum 1960-1980 lag der Parameter bei etwa 1. Dies bedeutet, dass das Inflationsniveau im nächsten Quartal dem vorherigen Inflationsniveau sehr ähnlich ist. In den letzten beiden Jahrzehnten lag die Persistenz der Inflation bei etwa Null, nahm aber im Jahr 2021 etwas zu.



Seit Anfang der achtziger Jahre ist die Rückkehr zum Mittelwert (Mean Reversion) der Inflation – der Prozess der Rückkehr zum anfänglichen stabilen Zustand – stärker ausgeprägt. Der Grund dafür ist die Verankerung von Inflationserwartungen. Privatwirtschaftliche Trendforscher, Haushalte und die Märkte im Allgemeinen gehen davon aus, dass jeder Anstieg der Inflation vorübergehend ist. Diese Stabilität der Erwartungen, die mit der Volcker-Periode begann, bezeugt den Erfolg einer Geldpolitik, welche die glaubwürdige Verpflichtung zur Eindämmung der Inflation geschaffen hat. Die Stabilität der langfristigen Inflationserwartungen in den letzten Jahrzehnten ist aus Abbildung 8 ersichtlich. Obwohl einige Messgrößen für die langfristigen Erwartungen im Jahr 2021 gestiegen sind, liegen sie immer noch unter dem Niveau von 2008, einer von einer niedrigen realisierten Inflation gefolgt Zeit.

Die Optimisten, zu denen auch die Fed gehört, sind daher der Meinung, dass die derzeitige hohe Inflation nur vorübergehend ist und sich weitgehend von selbst regeln wird. Nach dieser Auffassung sollte es die Geldpolitik vermeiden, die heutige hohe Inflation zu bekämpfen. Stattdessen sollte sie sich darauf konzentrieren, wo die Inflation in den nächsten fünf Jahren liegen wird. Der geldpolitische Kurs sollte mittelfristig neutral sein und muss nicht zu einem deutlichen Konjunkturrückgang oder einer harten Landung führen. Gleichzeitig müssen die Währungsbehörden aber ihre Glaubwürdigkeit bewahren, die sie seit der Volcker-Ära gewonnen haben und dürfen nicht zulassen, dass ihre Erwartungen an der Realität vorbeigehen.



3.2 Argumente für einen weniger optimistischen Ausblick

Einige prominente Kommentatoren, darunter Blanchard (2022) und Summers (2022), vertreten eine pessimistischere Sicht auf künftige Inflations- und Konjunkturaussichten. Nach ihrer Ansicht hat die Fed die US-Wirtschaft in den letzten Jahren überhitzt lassen und wird, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen, eine harte Landung durch deutlich höhere Zinssätze und eine Reduzierung ihrer Bilanzsumme herbeiführen müssen. Bevor sich diese Massnahmen positiv auswirken, wird die Wirtschaft mit einer Stagflation konfrontiert sein, d. h. mit hoher Inflation, hoher Arbeitslosigkeit und geringem Wirtschaftswachstum, wie es in den 1970er Jahren der Fall war.

Mit Blick auf die Kluft zwischen Inflation und Realzins (siehe Abbildung 9) argumentiert Blanchard (2022), dass die Fed zuletzt 1975 bei der Inflation so weit hinterhergeinkt hat. Diese Beobachtung zeigt eine beunruhigende Ähnlichkeit zwischen den aktuellen Wirtschaftsaussichten und denen der 1970er Jahre. In dieser Episode dauerte es acht Jahre, von 1975 bis 1983, um die Inflation unter 4 % zu bringen, was eine Anhebung der Leitzinsen um 13% und einen Anstieg der Arbeitslosenquote um 6% erforderte.



Die Pessimisten glauben nicht daran, dass die Inflationserwartungen verankert bleiben. Blanchard (2022) hält es beispielsweise für unrealistisch, dass die für die Festlegung der Löhne Verantwortlichen nicht versuchen werden, den Kaufkraftverlust ihrer Arbeitnehmer auszugleichen. Dieses Gleichziehen der Löhne wird dazu führen, dass die Inflation über dem Niveau der letzten zwei Jahrzehnte verharrt. Folglich werden die Inflationserwartungen wahrscheinlich aus dem Ruder laufen.

Im Wesentlichen argumentieren die Pessimisten, dass die letzten Jahrzehnte kein guter Indikator für das zukünftige Verhalten in Bezug auf Inflationserwartungen sind. Das gegenwärtige Umfeld ist anders: Die Inflation ist aufgrund ihres schieren Ausmasses viel auffälliger geworden. Auch ist es wahrscheinlicher, dass die heute mit einem erheblichen Kaufkraftverlust konfrontierten Arbeiter einen Ausgleich in Form höherer Nominallohne fordern werden. Aufgrund der angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt ist es wahrscheinlicher, dass ihre Forderungen erfüllt werden.

Gordon (1970) stellte fest, dass der Koeffizient, der die Persistenz der Inflation misst, 1970 etwa 0,6 betrug; ein Hinweis darauf, dass die Inflation zum Mittelwert zurückkehrt (siehe auch Abbildung 7). Nach sieben Jahren steigender Inflation musste er seine Schätzung auf 1 korrigieren (Gordon, 1977), was bedeutet, dass die Erwartungen nicht mehr verankert waren. Nach Blanchard (2022) werden die Inflationserwartungen angesichts der grösseren und schnelleren Verbreitung von Informationen heutzutage leichter als in den 1970er Jahren aus der Verankerung geraten.

Summers (2022) ist in seinem Ausblick sogar noch drastischer. Im August 2020 legte die Fed neue geldpolitische Regeln fest, deren Ziel es ist, die durchschnittliche Inflation über einen unbestimmten Zeitraum zu kontrollieren, anstatt ihr bisheriges Ziel von 2% Inflation weiterzuverfolgen. Diese Entscheidung bedeutet, dass die Zentralbank eine Inflation von über 2% zulässt, wenn die Inflation in einem früheren Zeitraum unter diesem Wert lag. Nach Ansicht von Summers war diese Entscheidung ein Fehler, da sich die Erwartungen dadurch vom 2%-Ziel abkoppelten. Infolgedessen sind die Inflationserwartungen nun nicht mehr verankert.

Für Summers besteht das Heilmittel gegen die heutige galoppierende Inflation darin, die realen Zinssätze um etwa 2 bis 3% über die Inflationsrate zu bringen und ausdrücklich auf eine durchschnittliche Inflationszielsetzung zu verzichten. Diese Politik würde die Glaubwürdigkeit der Fed gegenüber Marktteilnehmern wiederherstellen. Bei einer PCE-Kerninflation von derzeit 5,4% impliziert dieser Vorschlag Nominalzinsen von über 7%. Dieses Niveau liegt deutlich über den Prognosen der FOMC-Mitglieder, die für die Leitzinsen der Fed in den Jahren 2023 und 2024 im Durchschnitt bei 2,75% liegen (siehe Abbildung 10, grüne Linie). Der Markt scheint sich jedoch einig zu sein, dass die Fed die Zinssätze in den Jahren 2022 und 2023 um etwa 100 Basispunkte stärker straffen muss als derzeit geplant, wie der Verlauf der Fed-Funds-Futures zeigt (Abbildung 10, blaue Linie).

Bei einer aktuellen Arbeitslosenquote von 4,2% und einer Lohninflation von 6% besteht nach Ansicht von Domash und Summers (2022) die einzige Möglichkeit für die Fed, die Inflation unter Kontrolle zu bringen, in einer Straffung ihres geldpolitischen Kurses. Dieser Kurs wird jedoch zu einer

Stagflation – mit einer Inflationsrate und einer Arbeitslosenquote von durchschnittlich über 5% in den nächsten Jahren – und schliesslich zu einer schweren Rezession führen. Ihre Berechnungen (Abbildung 11) zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den nächsten acht Quartalen angesichts der derzeitigen Arbeitsmarktbedingungen bei 100% liegt.

Die entscheidende Frage lautet: Welche Art von Inflationserwartungen haben Marktteilnehmer? Ein schnell wachsender Teil der Forschung befasst sich mit dieser Frage (siehe z. B. D'Acunto, Malmendier und Weber (2022)). Es scheint, dass sich Haushalte, die zu den wichtigsten Entscheidungsträgern in der Wirtschaft gehören, anders verhalten als professionelle Prognostiker. Ihre Erwartungen sind tendenziell nach oben verzerrt (siehe z. B. Abbildung 8). Darüber hinaus werden Haushalte stark durch Preissignale beeinflusst, die sie in ihrem täglichen Leben erhalten. Sie achten zum Beispiel überpropor-

tional auf die Preise von Lebensmitteln und Benzin. Einige Autoren (Candia, Coibion und Gorodnichenko (2020)) stellen fest, dass Haushalte ihre Erwartungen auf der Grundlage eines Wirtschaftsmodells bilden, das sich stark von dem von der Fed verwendeten Modell unterscheidet. Insbesondere neigen Haushalte dazu, inflationäre Perioden mit schlechten Wirtschaftsbedingungen, wie z. B. hoher Arbeitslosigkeit, in Verbindung zu bringen. Dieses Verhalten weicht von der sogenannten Phillips-Kurve ab, die den Entscheidungen der Fed zugrunde liegt, und bei der Inflation und Arbeitslosigkeit in einem negativen Zusammenhang stehen.² Insgesamt scheinen die Inflationserwartungen dieser Marktteilnehmer weit von den Annahmen entfernt zu sein, die zur Rechtfertigung der derzeitigen Politik der Fed herangezogen werden.

2) Weitere Einzelheiten finden Sie im Online-Anhang —<https://www.sfi.ch/resources/public/dtc/media/pdn-inflation-online-appendix-en.pdf>—Kasten 1.



Ein zusätzlicher Grund zur Sorge aus Sicht der Märkte ist der Übergang von der quantitativen Lockerung zur quantitativen Straffung, der im FOMC-Protokoll vom März 2022 angekündigt wurde. Im Dezember 2021 stellte die Fed den Kauf von Anleihen im Wert von 125 Mrd. USD pro Monat ein. Ab Mai 2022 plant sie, ihre Bilanz um 95 Mrd. USD pro Monat zu verringern. Insgesamt wird der Markt daher mehr als 200 Mrd. USD an Wertpapieren pro Monat verkraften müssen, was, wie wir im nächsten Abschnitt dieser Public Discussion Note erörtern werden, mit Sicherheit einen Aufwärtsdruck auf Zinssätze ausüben und eine Rezession wahrscheinlicher machen wird.

Rezessionen sind ein Auslöser für Phasen mit rückläufigen Renditen am Aktienmarkt. Zwar sind straffere Zinszyklen nicht unbedingt schlecht für Aktien, doch wird dieses optimistische Szenario von der Gefahr überschattet, dass der derzeitige Straffungszyklus in Verbindung mit extremer geopolitischer Unsicherheit nach Ansicht von Summers (2022) und anderen Kommentatoren (z. B. Dudley (2022)) zu einer Rezession führen kann. Rezessionen sind im Allgemeinen schlecht für Aktien. Anleger, die sich vor Inflation schützen wollen, werden sich also anderweitig umsehen müssen. Der nächste Abschnitt dieser Public Discussion Note geht auf diese Themen näher ein.

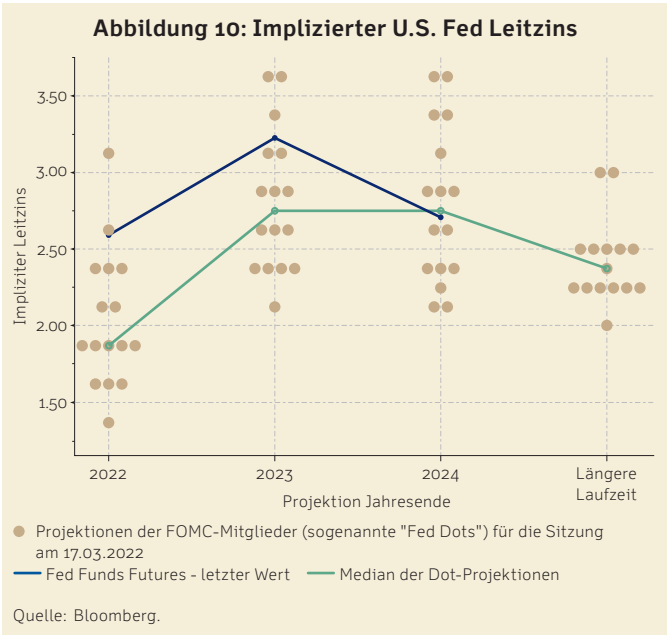


Abbildung 11: Historische Wahrscheinlichkeit einer Rezession in Abhängigkeit von verschiedenen Niveaus der Lohninflation und der Arbeitslosigkeit, 1955-2019						
	Durchschnittliche vierteljährliche Lohninflation über	Durchschnittliche vierteljährliche Arbeitslosenquote unter:	Rezessionswahrscheinlichkeit in den nächsten vier Quartalen	Rezessionswahrscheinlichkeit in den nächsten acht Quartalen	Anzahl der Quartale	Wann hat die US-Wirtschaft die Schwelle zuletzt überschritten?
Nur Lohninflation	3%	#NA	28%	51%	110	Q3 2021
	4%	#NA	33%	55%	67	Q3 2021
	5%	#NA	37%	66%	41	Q3 2021
Nur Arbeitslosenquote	#NA	6%	24%	46%	115	Q2 2021
	#NA	5%	30%	55%	64	Q4 2021
	#NA	4%	40%	68%	25	Q1 2022
Lohninflation und Arbeitslosenquote	3%	6%	35%	63%	80	Q3 2021
	3%	5%	37%	63%	51	Q4 2021
	3%	4%	44%	65%	23	Q1 2022
	4%	6%	43%	70%	44	Q3 2021
	4%	5%	41%	62%	29	Q4 2021
	4%	4%	33%	60%	15	Q1 2022
	5%	6%	52%	91%	23	Q3 2021
	5%	5%	64%	100%	11	Q4 2021
	5%	4%	50%	100%	8	Q1 2022

Quelle: Domash, A., & Summers, L. (2022).

4. Investieren in einem inflationären Umfeld

Obwohl die Fed und gleichgesinnte Optimisten davon ausgehen, dass die erhöhte Inflation ein vorübergehendes Problem ist, welches sich von alleine löst, könnte sie auch auf einem höheren Niveau verharren, als wir es in den letzten drei Jahrzehnten erlebt haben. Die Märkte haben während dieser ganzen Zeit nie anhaltende langfristige Inflation eingepreist, was Anleger anfällig macht. Vermögensverwalter und Asset Manager werden bei der Verwaltung der Portfolios ihrer Kunden die Auswirkungen verschiedener Inflations- und Wirtschaftswachstumsszenarien auf Risiken und Erträge berücksichtigen müssen. Sie brauchen dafür eine solide Investitionsstrategie, welche die Sensitivität der verschiedenen Anlageklassen und Anlagestile quantifiziert.

4.1 Welche makroökonomischen Variablen spielen eine Rolle?

Wir folgen dem Ansatz von Ilmanen, Maloney und Ross (2014) um zu beurteilen, welche makroökonomischen Variablen im heutigen inflationären Umfeld am wichtigsten sind.

Die hier untersuchten makroökonomischen Faktoren sind **Wachstum** (gemessen am Chicago Fed National Activity Index und der unerwarteten US-Industrieproduktion), **Inflation** (gemessen an der jährlichen Inflation und dem unerwarteten US-Verbraucherpreisindex), **reale Renditen** (gemessen an den 10-jährigen und kurzfristigen Zinssätzen, abzüglich der prognostizierten Schätzungen) und **Volatilität** (basierend auf dem S&P 500 Index und den 10-jährigen U.S. Staatsanleihen-Renditen (Treasury yields). Ausserdem betrachten wir drei Anlageklassen: **globale Aktien** (gemessen am MSCI World Index in US Dollar), **globale Anleihen** (BIP-gewichtete 10-jährige australische, deutsche, kanadische, japanische, britische und US-amerikanische Staatsanleihen, effektiv währungsgesichert) und **Rohstoffe** (gleichgewichteter Index von 24 Rohstoffen in US Dollar). Schliesslich berücksichtigen wir vier Faktoren, die verschiedene Anlagestile charakterisieren: **Value**, **Momentum**, **Carry** und **geringe Volatilität**.

Abbildung 12 zeigt das Risiko-Rendite-Verhältnis (ausgedrückt als Sharpe Ratio) für diese drei Anlageklassen und vier Stilfaktoren für verschiedene makroökonomische Umfeldler von 1972 bis 2018.

Empirische Daten zeigen, dass **Aktien** bei steigendem Wachstum, steigenden Realrenditen und geringer Volatilität höhere risikoadjustierte Renditen aufweisen. **Anleihen** weisen

solide risikobereinigte Renditen auf, wenn die Inflation niedrig ist, die realen Renditen sinken und die Volatilität gering ist.

Rohstoffe haben die höchsten Sharpe-Ratios bei hoher Inflation und steigendem Wachstum, aber geringer Volatilität.

Was die Anlagestile betrifft, so sind sich Anleger und Wissenschaftler einig, dass Aktien mit niedrigem Kurs-Buchwert-Verhältnis (**Value**), Aktien, die sich in letzter Zeit gut entwickelt haben (**Momentum**), höher rentierliche Anlagen (**Carry**) und sicherere Anlagen (**geringe Volatilität**) tendenziell besser abschneiden als der Markt. Während die Theorien zur Erklärung dieser Beobachtungen ein breites Spektrum an Meinungen abdecken, von verhaltensbedingten Verzerrungen bis hin zu fundamentalen Gründen, haben empirische Untersuchungen gezeigt, dass faktorbasierte Portfolios höhere risikobereinigte Renditen als traditionelle Multi-Asset-Portfolios haben. In Abbildung 12 zeigen die Anlagestile **Value**, **Momentum**, **Carry** und **geringe Volatilität** ein relativ stabiles Muster risikobereinigter Renditen über alle makroökonomischen Umfeldler und alle Anlageklassen hinweg. Sie scheinen weniger anfällig für makroökonomische Zyklen zu sein.

Abbildung 12: Sharpe-Ratios über Anlageklassen, Faktoren und Konjunkturzyklen hinweg

	Wachstum nach oben & Inflation nach oben	Wachstum nach oben & Inflation nach unten	Wachstum nach unten & Inflation nach oben	Wachstum nach unten & Inflation nach unten
Aktien	0.5	1.2	-0.2	0.8
Anleihen	-0.1	0.7	0.0	1.2
Rohstoffe	0.8	-0.1	0.5	-0.2
Value	0.6	0.8	0.5	1.1
Momentum	1.3	1.1	0.9	0.9
Carry	0.8	0.6	0.9	0.9
Geringe Volatilität	1.2	1.2	0.4	1.2
	Reale Renditen nach oben	Reale Renditen nach unten	Volatilität nach oben	Volatilität nach unten
Aktien	0.5	0.1	-0.1	1.1
Anleihen	-0.1	1.1	0.8	0.6
Rohstoffe	0.4	0.2	0.2	0.6
Value	0.6	0.7	0.6	0.8
Momentum	1.1	1.0	0.8	1.4
Carry	0.7	0.9	0.8	0.8
Geringe Volatilität	1.0	1.0	0.8	1.4

Quelle: Bloomberg & Berechnungen der Autoren.

Kurz gesagt, die Kombination von Top-Down gesamtwirtschaftlichen Einschätzungen mit einer Bottom-Up-Faktorauswahl verbessert die langfristig erwarteten Renditen eines Anlegerportfolios, da dieser Ansatz das Portfolio effektiver über ein breites Spektrum von ökonomischen Faktoren diversifiziert.

4.2 Festverzinsliche Anlagen in Zeiten hoher Inflation

Der globale Markt für festverzinsliche Wertpapiere, der durch den Bloomberg Global Aggregate Index abgebildet wird, umfasst Schuldtitel mit Investment-Grade-Rating, darunter eine Vielzahl von Anleihen, die von Regierungen, regierungsnahen Einrichtungen und Unternehmen begeben werden, sowie durch Vermögenswerte besicherte Wertpapiere. Andere Teile des Marktes für festverzinsliche Wertpapiere sind nicht Bestandteil des Global Aggregate Index, darunter inflationsgebundene Anleihen, verbriefte Anleihen, steuerbefreite kommunale Anleihen, variabel verzinsliche Anleihen, hochverzinsliche Anleihen, Bankkredite und Anleihen aus Schwellenländern. Diese Vermögenswerte haben in der Vergangenheit einen wichtigen Beitrag zur Diversifikation von Aktienrisiko geleistet.

Angesichts der hohen und weiter ansteigenden Inflation sind festverzinsliche Portfolios jedoch einem erheblichen Risiko ausgesetzt: Grundlegende Preisbildungsmodelle für festverzinsliche Wertpapiere deuten darauf hin, dass der reale Barwert eines festverzinslichen Einkommensstroms durch Inflation und höhere Zinssätze gesenkt wird.

Im heutigen inflationären Umfeld sollten Anleger kurzfristige Anleihen, (d.h. solche mit kurzer Kapitalbindungsdauer (Duration)) bevorzugen, da es langfristige Anleihen schwer haben werden, wenn die weltweiten Zinssätze steigen. Darüber hinaus bieten Investment-Grade-Anleihen, Hochzinsanleihen und Anleihen von Schwellenländern bei engen Kreditspreads keine überzeugenden risikobereinigten Renditeerwartungen. Seit Anfang 2022 haben sich die Anleihemärkte über das gesamte Spektrum von Wertpapieren und Währungen hinweg merklich korrigiert.

Festverzinsliche Strategien bieten dennoch einige Chancen für Anleger, insbesondere bei variabel verzinslichen Wertpapieren wie handelbaren Bankkrediten, Privatkrediten und verbrieften Kredittranchen. All diese festverzinslichen Wertpapiere dürften von steigenden Zinsen profitieren.

Der jüngste beträchtliche Anstieg der Prämien für festverzinsliche Wertpapiere bietet ebenfalls Anlagemöglichkeiten, vor allem in den Hochzinssegmenten des Anleihemarktes.

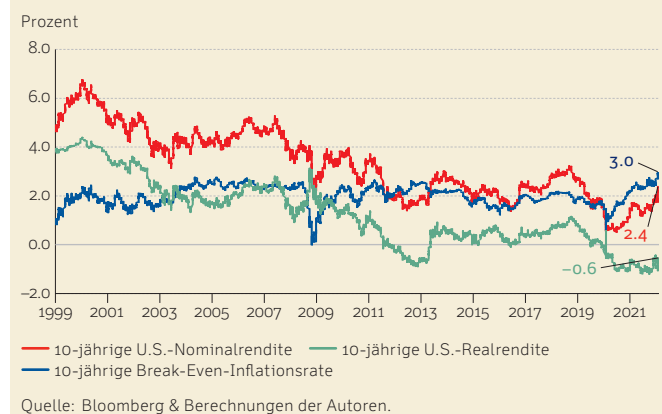
4.2.1 Sind inflationsgeschützte Staatsanleihen eine gute Inflationsabsicherung?

Theoretisch sind inflationsgeschützte Staatsanleihen (Treasury Inflation-protected securities oder TIPS) die beste Möglichkeit, um ein Portfolio vor steigender Inflation zu schützen. Die realen Zinssätze für TIPS sind jedoch seit 2020 negativ, und die derzeitigen Käufer von 10-jährigen TIPS werden – Stand 24. März 2022 – eine jährliche Realrendite von -0,6 % erzielen. Die Abbildungen 13 und 14 erklären, warum TIPS im derzeitigen Inflationsumfeld keinen wirksamen Schutz für Portfolios bieten. Die beiden Themen, die dabei eine Rolle spielen, sind zum einen die Mechanik der realen Renditen und zum anderen die *Breakeven-Inflationsrate*.

Die realen Renditen sind derzeit negativ, was sowohl auf den im März 2020 begonnenen massiven Aufkauf von TIPS durch die Fed (bis November 2021 betrug der Anteil der Fed am TIPS-Markt etwa 22%), als auch auf die wachsende Nachfrage von Anlegern nach TIPS zurückzuführen ist. Diese Kombination führte zu einem erheblichen Anstieg des Volumens von TIPS-Investmentfonds und börsengehandelten Fonds (Exchange-traded funds oder ETFs). Da das TIPS-Angebot nach Abzug der Fed-Käufe seit 2020 effektiv zurückging, drückte das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Markt die Zinssätze in den negativen Bereich. Die Fed hat im November 2021 mit der Drosselung ihres Programms zum Ankauf von Vermögenswerten begonnen und wird 2022 mit der Verringerung ihrer Bilanz beginnen (im Rahmen ihrer sogenannten quantitativen Straffungspolitik). Diese Änderungen werden wahrscheinlich zu einem Anstieg der Realzinsen führen.

Die Breakeven-Inflationsrate, definiert als die Differenz zwischen den Renditen 10-jähriger nominaler Anleihen und 10-jähriger TIPS, liegt bei 3% (Stand: 24. März 2022). Diese Breakeven-Rate liegt über den historischen Werten, aber immer noch deutlich unter dem derzeitigen hohen amerikanischen Inflationsniveau. Theoretisch kann die Breakeven-Inflationsrate aus zwei Gründen von der erwarteten Inflation abweichen: einer Inflationsrisikoprämie ungleich Null und/oder einer TIPS-Liquiditätsprämie ungleich Null.

Abbildung 13: Breakeven Inflationsraten, nominale und reale Renditen, Stand März 2022



D'Amico, Kim und Wei (2018) schlüsseln die Breakeven-Inflationsrate wie folgt auf:

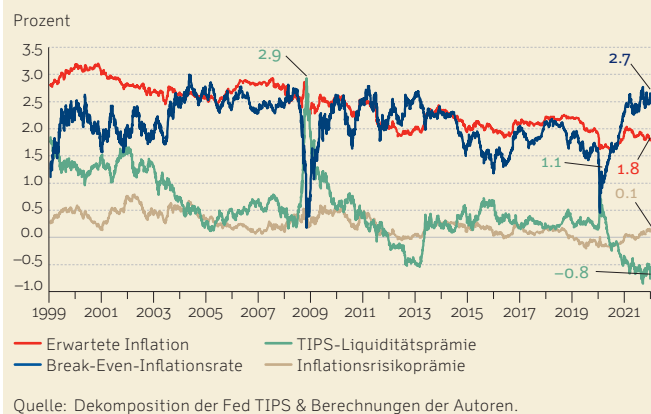
Breakeven-Inflationsrate = erwartete Inflation +
Inflationsrisikoprämie – TIPS-Liquiditätsprämie

Die *Inflationsrisikoprämie* ist die zusätzliche Entschädigung, die Anleiheinvestoren für Inflationsrisiken verlangen. Nach Campbell, Sunderam und Viceira (2017) gab es in den 1970er- und 1980er-Jahren, als sich US-Investoren um Stagflation Sorgen machten, eine deutlich über null liegende Inflationsrisikoprämie.

Die *TIPS-Liquiditätsprämie* spiegelt das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage wider, das durch den massiven Ankauf von TIPS durch die Fed im März 2020 entstanden ist.

Abbildung 14 zeigt die Schätzung der Inflationsrisikoprämie und der TIPS-Liquiditätsprämie nach D'Amico, Kim und Wei (2018). Die durchschnittliche Inflationsrisikoprämie, die in den letzten 20 Jahren bei 0,2 % lag, betrug Ende Februar 2022 0,1 %. Die TIPS-Liquiditätsprämie war bei Einführung der TIPS hoch. Sie ging zuerst zurück, stieg dann während der Finanzkrise 2008 auf fast 3% an und erhöhte sich erneut im März 2020 auf 1,1%, als Anleger in nominale TIPS strömten.

Abbildung 14: Dekomposition der Breakeven-Inflationsquote, Stand Februar 2022



Dieser Analyse zufolge sind TIPS derzeit eine sehr teure Inflationsabsicherung. Darüber hinaus werden die realen Renditen wahrscheinlich steigen, sobald die Fed im Jahr 2022 anfängt, ihre Bilanz durch eine Geldpolitik der quantitativen Straffung zu reduzieren. Dies wird letztendlich zu einer negativen Performance für TIPS führen.

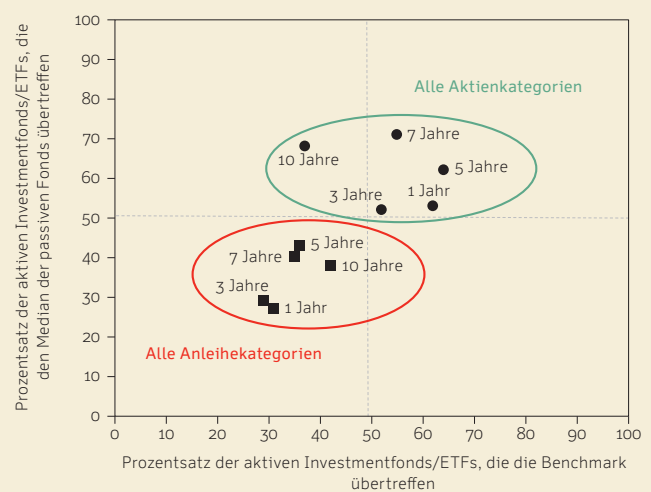
4.2.2 Aktives Management von festverzinslichen Wertpapieren zahlt sich aus

Die Investition in traditionelle festverzinsliche Papiere scheint keine praktikable Strategie mehr zu sein, um attraktive Renditen zu erzielen, da sowohl die Anleiherenditen als auch die Kreditspreads steigen. Im aktuellen inflationären Umfeld sollten Anleger, die sich an den Anleihemärkten engagieren wollen, stattdessen auf festverzinsliche Strategien setzen, die die Duration, Sektoren, Kreditwürdigkeit und Renditekurvenpositionierung der Anleihen aktiv verwalten.

Solche aktiven Anlageentscheidungen werden unabhängig von einem Index getroffen. Die Strategien können sehr unterschiedlich sein und erheblich von einem traditionellen Mandat für festverzinsliche Wertpapiere abweichen. Aktive Fixed-Income-Manager erzielen in der Regel Überschussrenditen, indem sie Risiken in mehreren Dimensionen eingehen: Auswahl von Wertpapieren zwischen den in einer Benchmark enthaltenen Anleihen, Asset-Allocation-Entscheidungen (z. B. Rotation von Kredit und Duration oder Durations-Timing) und Engagements ausserhalb der Benchmark (z. B. durch das Hinzufügen von Krediten, Hochzinsanleihen, Anleihen von Schwellenländern, verbrieften Anleihen oder Fremdwährungsanleihen).

Baz et al. (2017) argumentieren, dass die bessere Performance aktiver Fixed-Income-Manager auch durch strukturelle Unterschiede zwischen den Aktien- und Anleihemärkten zu erklären ist, einschliesslich "des grossen Anteils passiver oder von anderen Motiven als Rendite getriebenen Anleiheinvestoren [d. h. Zentralbanken, Banken und Versicherer], der Häufigkeit von Benchmarkneugewichtung und Benchmarkfluktuation [und] struktureller Verzerrungen im Rentenbereich." Abbildung 15 zeigt ihre wichtigste Schlussfolgerung. Der Prozentsatz der aktiven Anleihefonds und ETFs, deren Rendite die ihrer Benchmarks übertreffen, sowie der Prozentsatz derjenigen, die die Median-Rendite ihrer passiven Konkurrenten übertreffen, liegt über 50%. Im Gegensatz dazu liegen die Prozentsätze für Aktienmanager und Aktien-ETFs unter 50%.

Abbildung 15: Outperformance von Renten- und Aktienfonds/ETFs nach Abzug von Gebühren



Quelle: Baz, J., et al. (2021).

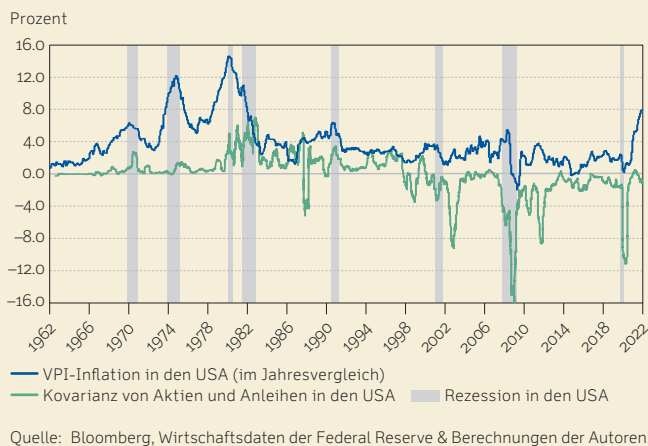
Im heutigen inflationären Umfeld können aktive Managementstrategien den Nutzen von festverzinslichen Anlagen zur Portfoliodiversifizierung erheblich steigern.

4.3 Zeitabhängige Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen: Die Rolle der Inflation

Das traditionelle ausgewogene 60/40-Portfolio besteht aus 60% Aktien und 40% Anleihen. Die Absicherungswirkung von Anleihen in solchen Multi-Asset-Portfolios beruht auf der Annahme, dass die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen negativ ist. In einem Umfeld hoher und steigender Inflation werden Anleiherenditen jedoch steigen (und Anleihekurse fallen), und ebenso dürften die Aktienkurse aufgrund der höheren Diskontierungssätze für künftige Dividenden sinken. Aktien werden ebenfalls leiden, da die Rezessionswahrscheinlichkeit aufgrund der restriktiveren Geldpolitik steigen wird. Diese Auswirkungen werden in Abbildung 16 veranschaulicht, in der die Inflation (gemessen am Verbraucherpreisindex der USA) und die Kovarianz zwischen

10-jährigen Staatsanleihen und dem S&P 500 Index über die vergangenen 60 Jahre dargestellt ist. Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen war bis in die 1990er Jahre, die durch eine hohe und steigende Inflation gekennzeichnet waren, positiv und wurde erst vor etwa 20 Jahren, in einer Ära mit niedrigerer und stabilerer Inflation, negativ.

Abbildung 16: U.S. Verbraucherpreisindex Inflation und Kovarianz von Aktien und Anleihen



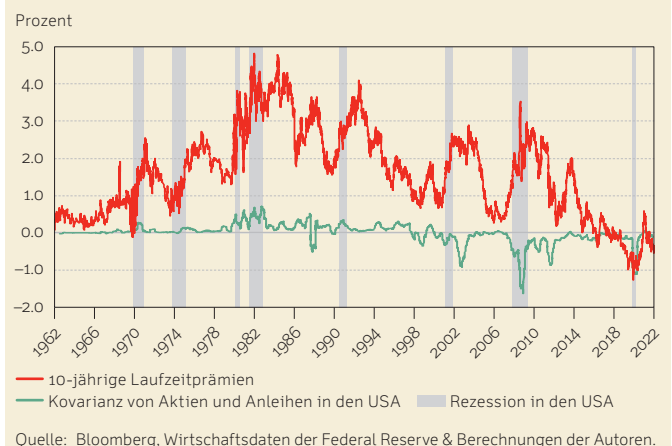
In naher Zukunft, bei hoher Inflation und höheren Inflationsaussichten, könnte die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen zunehmen und schliesslich zu einer grösseren Unsicherheit in Bezug auf die Performance langfristiger Portfolios führen. Die Diversifizierungsvorteile des Standard-Multi-Asset-Portfolios werden geringer werden.

Campbell, Sunderam und Viceira (2017) verwenden die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, um die Korrelation zwischen realen und nominalen Vermögenswerten sowie zwischen realer Aktivität und Inflation zu untersuchen. Ihre Arbeit gibt Aufschluss über die Dynamik der Anleihelaufzeitprämie und der Eignung von Staatsanleihen als "sicherer Hafen" im Zeitverlauf.

Die Anleihelaufzeitprämie ist die nicht beobachtbare Zusatzrendite, die Anleger als Ausgleich für das mit einer langfristigen Anleihe verbundene Risiko verlangen. Die Fed veröffentlicht ein Modell zur Schätzung der Laufzeitprämie für Anleihen mit verschiedenen Laufzeiten. Wenn die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen mit der Inflation schwankt, könnte ein künftiger Anstieg der Inflationserwartungen über die Laufzeitprämie einen zusätzlichen negativen Effekt auf die nominalen Anleiherenditen haben. Ein solcher Effekt könnte auch durch den Verlust der Eigenschaft als sicherer Hafen von Staatsanleihen entstehen. Abbildung 17 zeigt die Kovarianz zwischen Aktien und Anleihen, die während Finanzkrisen (1987, 1998, 2002 und 2008) ihre negativsten Werte erreichte. Während dieser Krisen dienten amerikanische Staatsanleihen, wie Iltanen (2011) feststellt, als wichtiger sicherer Hafen.

Kurzum, Anleger sollten sich der Auswirkungen der derzeitigen und der erwarteten hohen Inflation auf erwartete Renditen von Anleihen sowie der abnehmenden Absicherungseigenschaften von Anleihen in Multi-Asset-Portfolios bewusst sein, da die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen voraussichtlich wieder steigen wird.

Abbildung 17: Anleiheprämie und Kovarianz von Aktien und Anleihen



5. Investieren in der Schweiz: Ein Land ohne Inflationssorgen?

Das vergangene Jahr hat uns erneut gezeigt, wie schnell die Inflation steigen kann. Bis vor kurzem sahen sich Anleger mit historisch niedrigen Anleiherenditen, hohen Aktienmarkt-bewertungen und einem dynamischen Umfeld konfrontiert, das schnell auf Änderungen der Zinssätze und Bilanzverkürzungen der Zentralbanken reagierte. Jetzt muss sich die Denkweise der Anleger an eine neue Realität anpassen.

Trotz ihres Rufs als "Insel der Glückseligen" bezüglich der Inflation ist die Schweiz keine Ausnahme von der jüngsten globalen Inflationsdynamik. Im Februar 2022 erreichte die VPI-Inflation, gemessen über 12 Monate, 2,2% und damit einen der höchsten Werte, der in der Schweiz seit Mitte der 1990er Jahre und nach der kurzlebigen Inflationsepisode von 2008 verzeichnet wurde. Sogar die Schweizerische Nationalbank räumte ein höheres erwartetes Inflationsniveau ein. Sie hob auf ihrer Sitzung im März 2022 die Inflationsprognose für 2022 gegenüber Dezember 2021 um 1,1% auf 2,1% an.

Schweizer Anleger haben bereits angefangen, auf dieses neue Inflationsumfeld zu reagieren. Die Januar 2022 Ausgabe der Credit Suisse Finanzmarktstudie Schweiz zeigt (siehe Fischer 2022), dass eine knappe Mehrheit der Umfrageteilnehmer bereits Schritte unternommen hat, um ihre Portfolios auf ein steigendes Inflationsumfeld und eine Normalisierung der Geldpolitik vorzubereiten. Diese Anleger stellen ihr Aktien-engagement auf Werte mit niedrigem Kurs-Buchwert-Verhältnis (Value) und Finanzwerte um und geben variabel verzinslichen Anleihen und TIPS ein höheres Gewicht.

Die Aussichten für Schweizer Anleger mit Fokus auf den lokalen Markt sind eher schlecht, wenn man bedenkt, dass die gesamte CHF-Renditekurve bis Ende 2021 im negativen Bereich lag und erst Anfang 2022 (und nur bei Staatsanleihen mit einer Laufzeit von drei Jahren und mehr) über Null stieg. Trotz dieser leichten Erhöhung dürften auf CHF lautende Anleihen aufgrund des erwarteten Zinsanstiegs in diesem Jahr negative Renditen erzielen.

Bankguthaben in CHF werden unter den negativen Zinssätzen auf Girokonten und der derzeitigen Inflation leiden. Die Situation dürfte sich durch einen möglichen Anstieg der Inflation in der zweiten Jahreshälfte weiter verschlechtern. Diese Gesamtsituation ist eine negative Folge der unkonventionellen Geldpolitik der Zentralbanken, einschliesslich der Schweizerischen Nationalbank. Im Online-Anhang, Kasten 2, zeigen wir, dass das optimale Portfolio eines konservativen Anlegers mit einem kurzfristigen Anlagehorizont hauptsächlich aus Bankguthaben bestehen sollte. Die Negativzinsen haben diese Anleger jedoch in risikoreichere Anlageklassen gedrängt.³ Ebenso sollten Anleger taktisch ihre Bestände an Anleihen mit langen Laufzeiten, einschliesslich Staatsanleihen und anderen festverzinslichen Anlageklassen mit langer Duration, reduzieren.

TIPS sind ebenfalls keine gute Inflationsabsicherung, wie wir weiter oben dargelegt haben. Schweizer Anleger sollten sich aus einem weiteren Grund nicht auf sie verlassen. Diese Anleihen sind an die US-Inflation gekoppelt, die anders gemessen wird als die Schweizer Inflation und sich auch anders entwickeln kann.

Schweizer Anleger mit einem sehr langfristigen Anlagehorizont sollten sich auf Aktien konzentrieren und einen faktorbasierten Investitionsansatz bevorzugen. Wie bereits erwähnt, weisen Value-, Momentum-, Carry- und Low-Volatility-Anlagestile über alle makroökonomischen Umfeldler hinweg ein relativ stabiles Muster risikobereinigter Renditen auf. Sie scheinen weniger empfindlich auf Phasen des Wirtschaftszyklus zu reagieren. Insbesondere Value- und Low-Volatility-Aktien werden wahrscheinlich im aktuellen inflationären Umfeld den Markt schlagen.

3) Weitere Einzelheiten finden Sie im Online-Anhang —<https://www.sfi.ch/resources/public/dtc/media/pdn-inflation-online-appendix-en.pdf>

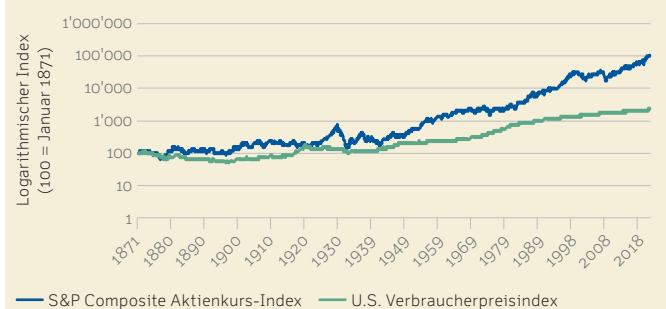
Auch Investitionen in Rohstoffe werden empfohlen, da sie erfahrungsgemäss eine wirksame natürliche Absicherung gegen Inflation bieten. Jedoch haben Rohstoffe in den letzten Monaten einen unglaublichen Wertzuwachs erfahren; der Bloomberg-Rohstoffindex hat sich seit seinem Tiefstand im März 2020 verdoppelt. Es scheint unwahrscheinlich, dass sich das Wachstum in diesem Sektor in diesem Tempo fortsetzen kann.

Schliesslich haben sich Immobilienanlagen in der Vergangenheit in einem inflationären Umfeld gut entwickelt. Die Immobilienpreise sind jedoch sehr hoch und die üblichen Bewertungsmaassstäbe haben seit der COVID-Pandemie jede reale Grundlage verloren. Erstklassige Immobilien in zentralen Lagen, die aus Portfoliosicht traditionell eine hervorragende Absicherung darstellten, sind nicht mehr erschwinglich (siehe Mandalà 2021).

Anlegern, die derzeit Zuflucht vor der Inflation suchen, bieten sich leider nur wenige gute Verstecke. Rohstoffe und einige ausgewählte Aktienstrategien sind aus historischer Sicht die besten Alternativen (siehe auch Neville et al. 2021). Letztendlich können wir Anlegern nur empfehlen, eine langfristige Perspektive einzunehmen, wann immer es ihnen

möglich ist. Wie Ang (2014) darlegt, schlagen Aktien langfristig die Inflation deutlich (siehe Abbildung 18). Langfristig orientierte Aktienanleger sollten sich daher keine grossen Sorgen um die Inflation machen.⁴

Abbildung 18: S&P Composite Aktienkursindex und U.S. Verbraucherpreisindex



Quelle: Bureau of Labor Statistics & Shiller, R. (2000, 2005, 2015, und Updates).

4) Eine systematischere Erörterung dieses Punktes finden Sie im Online-Anhang—<https://www.sfi.ch/resources/public/dtc/media/pdn-inflation-online-appendix-en.pdf>—Kasten 2.



Bibliographie

Ang, A. (2014). *Asset management: A systematic approach to factor investing*. Oxford and New York: Oxford University Press.

Baz, J., Davis, J., Beck-Friis, P., Tsai, J., & Zhang, Z. (2021, July 29). *Assessing inflation: Theories, policies, and portfolios*. Quantitative Research and Analytics, PIMCO.
<https://global.pimco.com/en-gbl/insights/viewpoints/research/assessing-inflation-theories-policies-and-portfolios>

Baz, J., Mattu, R. K., Moore, J., & Guo, H. (2017, April 10). *Bonds are different: Active versus passive management in 12 points*. Research, PIMCO.
<https://www.pimco.com/en-us/insights/viewpoints/research/bonds-are-different-active-versus-passive-management-in-12-points/>

Blanchard, O. (2022, March 14). Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment. *Peterson Institute for International Economics (PIIE) Series: Debating Inflation and What the Fed Should Do*.
<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/why-i-worry-about-inflation-interest-rates-and-unemployment>

Candia, B., Coibion, O., & Gorodnichenko, Y. (2020, September). *Communication and the beliefs of economic agents* (Working Paper 27800). National Bureau of Economic Research.
<https://www.nber.org/papers/w27800>

Campbell, J. Y., Sunderam, A., & Viceira, L. M. (2017). Inflation bets or deflation hedges? The changing risks of nominal bonds. *Critical Finance Review* 6(2).
<https://cfr.pub/published/papers/campbell-sunderam-viceira.pdf>

D'Acunto, F., Malmendier, U., & Weber, M. (2022, March). *What do the data tell us about inflation expectations?* (Working Paper 29825). National Bureau of Economic Research.
<https://www.nber.org/papers/w29825>

D'Amico, S., Kim, D., & Wei, M. (2018). Tips from TIPS: The informational content of Treasury Inflation-Protected Security prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(1), 395-436.
<https://doi.org/10.1017/S0022109017000916>

Domash, A., & Summers, L. H. (2022, April). *A labor market view on the risks of a U.S. hard landing* (Working Paper 29910). National Bureau of Economic Research.
<https://www.nber.org/papers/w29910>

Dudley, B. (2022, April 6). *If stocks don't fall, the Fed needs to force them*. Opinion, Bloomberg.
<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-04-06/if-stocks-don-t-fall-the-fed-needs-to-force-them>

Gordon, R. J. (1970). The recent acceleration of inflation and its lessons for the future. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 8-47.
https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1970/01/1970a_bpea_gordon.pdf

Gordon, R. J. (1977). Can the inflation of the 1970s be explained? *Brookings Papers on Economic Activity*, 8, 253-277.
https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1977/01/1977a_bpea_gordon_perry_modigliani_okun_wachter_kouri.pdf

Fischer, F. (2022, January 26). Swiss analysts protect their portfolios against inflation. *Credit Suisse Financial Market Survey Switzerland*.
<https://www.credit-suisse.com/media/assets/private-banking/docs/ch/unternehmen/unternehmen-unternehmer/publikationen/finanzmarkt-umfrage-schweiz-january-2022-en.pdf>

Ilmanen, A. (2011). *Expected returns: An investor's guide to harvesting market rewards*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Ilmanen, A., Maloney, T., & Ross, A. (2014). Exploring macroeconomic sensitivities: How investments respond to different economic environments. *Journal of Portfolio Management*, 40(3), 87-99.
<https://doi.org/10.3905/jpm.2014.40.3.087>

Mandalà, F. (2021, August 30). The road to Eldorado: How housing became unaffordable. *MBaer Blog*.
<https://www.mbaerbank.com/eng/mbaer-blog/mbaer-necessities-08-2021>

Neville, H., Draaisma, T., Funnell, B., Harvey, C. R., & Van Hemert, O. (2021). The best strategies for inflationary times. *The Journal of Portfolio Management*, 47(8), 8-37.
<https://doi.org/10.3905/jpm.2021.1.274>

Reifschneider, D., & Wilcox, D. (2022, March). *The case for a cautiously optimistic outlook for US inflation* (Policy Brief 22-3). Peterson Institute for International Economics.
<https://www.piie.com/publications/policy-briefs/case-cautiously-optimistic-outlook-us-inflation>

Shiller, R. J. (2015 and updates). *Irrational exuberance*. Princeton University Press.

Summers, L. H. (2022, March 15). *The Fed is charting a course to stagflation and recession*. Opinion, The Washington Post.
<https://www.washingtonpost.com/opinions/2022/03/15/fed-powell-fight-inflation-interest-rate-hike/>



Swiss Finance Institute

Mit Unterstützung seiner Gründer – der Schweizer Bankenbranche, der Schweizerischen Eidgenossenschaft sowie führender Schweizer Universitäten – fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv Forschung und Lehre auf Weltniveau im Bereich Banking und Finance in der Schweiz. Durch die Verbindung von akademischer Exzellenz mit Praxiserfahrung trägt das SFI zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes bei.

Diese Publikation wurde auf nachhaltigem "Refutura"-Papier gedruckt, welches mit dem Blauen Engel zertifiziert ist.

