

# Schoellerbank Analysebrief

## Ausgabe Nr. 422

### August 2022

Presseinformation

Wien/Salzburg, 26. August 2022

Wir behandeln folgendes Thema:

#### Vom Regen in die Traufe: Folgt der Inflation eine Rezession?

- Der Inflationsanstieg hat die globalen Notenbanken in seiner Dauer und Intensität überrascht. Die ökonomischen Folgen werden langsam, aber sicher sichtbar. Der Krieg in der Ukraine und die anhaltenden Unterbrechungen in den weltweiten Lieferketten befeuern die Teuerung
- Für Volkswirtschaften kommt die Teuerungswelle zu einem ungünstigen Zeitpunkt: Nach pandemiebedingt mageren Jahren läuft der Wirtschaftsmotor gerade erst wieder auf Hochtouren. Zinserhöhungen zur Bekämpfung der Inflation dämpfen das Wirtschaftswachstum
- Die Notenbanken müssen eine schwierige Gratwanderung zwischen der Inflationsbekämpfung durch Zinserhöhungen und dem Management des Rezessionsrisikos absolvieren. Auch Regierungen sind gefordert, die gefürchtete Lohn-Preis-Spirale zu verhindern. Eine Blaupause aus vergangenen Wirtschaftszyklen existiert nicht. Die aktuelle Krise mit einer pandemiebedingt aufgestauten Nachfrage und preistreibenden Angebotsengpässen ist in dieser Form einzigartig
- Obgleich vieler Parallelen ist die Situation mit jener in den 1970er-Jahren und der damals tiefgehenden Rezession in westlichen Industriestaaten nicht vergleichbar. Zentralbanken können die Zinsen heute nicht mehr so drastisch erhöhen, um die Inflation radikal zu bekämpfen. Notenbanken sind mit ihren geldpolitischen Maßnahmen auch eher imstande, die Nachfrageseite zu beeinflussen – der Flaschenhals liegt gegenwärtig jedoch auf der Angebotsseite. Die Gefahr einer tiefgehenden Rezession ist daher aus aktueller Sicht nicht erkennbar
- Trotz der aktuell tristen Nachrichtenlage sollten Anleger:innen kühlen Kopf bewahren. Viele Unternehmen verfügen über eine solide Finanzbasis, und die Gewinnentwicklung ist erstaunlich robust geblieben. Auch im Anleihenbereich gibt es Opportunitäten – Neueinsteiger:innen bieten sich heute deutlich höhere Renditen als in den vergangenen Jahren

Inflation – gekommen, um zu bleiben

Als die Inflationsraten im vergangenen Jahr die erklärte Zielmarke von 2 % im Euroraum deutlich überschritten, dachten viele an ein vorübergehendes Phänomen und beruhigten: Die Teuerungsraten würden mit Nachlassen der pandemiebedingten Sondereffekte rasch wieder in den normalen Bereich zurückkehren, der Preisanstieg sei ohnehin nur auf wenige Güter begrenzt und werde auch bald wieder vorübergehen – ein Grundtenor, der sich als Fehleinschätzung entpuppte. Auch die EZB sah ein unmittelbares Einschreiten nicht als notwendig an. Selbst vor Beginn des russischen Angriffskrieges und all seinen preistreibenden Folgen, lag die Inflationsrate in der Eurozone bereits bei 5,9 %. Mittlerweile haben die globalen Zentralbanken das Narrativ, der Inflationsspuk würde von allein vorübergehen, längst fallengelassen.

## „Behind the curve“ – Zinserhöhungen der EZB hinken den Inflationsentwicklungen stark hinterher (Angaben in %)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung. Stand: 20. 8. 2022. Vergangenheitswerte sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.

### Inflation – die Dosis macht das Gift

Grundsätzlich ist eine moderate Teuerungsrate nicht per se negativ – im Gegenteil: Ein Inflationsziel von „nahe, aber unter 2 %“, wie es die EZB für sich festgelegt hat, bringt einige Vorteile:

- Deflationsschutz: Eine Zielinflation von nahe 2 % verringert die Gefahr einer ökonomisch sehr schädlichen Deflation.
- Motor für die Wirtschaft: Eine moderate Inflation regt die Konsumfreude der Menschen an. Investitionen in neue Sachgüter werden angesichts steigender Preise lieber heute als morgen getätigt. Auch für Unternehmen steigt angesichts höherer Preise die Investitionsbereitschaft.

Problematisch wird es jedoch, wenn aus der moderaten Inflation eine galoppierende Inflation wird. Inflationsraten jenseits der 5 % entziehen den privaten Haushalten zunehmend ihre Kaufkraft, vor allem wenn dem keine höheren Lohnabschlüsse entgegenwirken. Der private Konsum trägt hierzulande mit knapp 50 % zur Wirtschaftsleistung bei. In den USA sind es sogar mehr als zwei Drittel. Dass diese wirtschaftlichen Zusammenhänge keine graue Theorie sind, beweisen die jüngsten Zahlen: Das deutsche Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut (WSI) schätzt den Reallohnverlust in Österreich für 2022 auf satte 4,2 %. EU-weit beträgt dieses Minus 2,9 %. Die Konsumlust der Menschen trübt sich in diesem Umfeld natürlich ein. Der Einzelhandel in Deutschland meldete im Juni mit einem preisbereinigten Umsatzrückgang von 8,8 % den stärksten Einbruch seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1994. Damit bedroht die hohe Inflation nicht nur den Wohlstand der Verbraucher:innen, sondern auch eines der wichtigsten ökonomischen Ziele von Regierungen: die Schaffung von Wirtschaftswachstum.

Für viele Volkswirtschaften kommt der erzwungene Schwenk in der Geldpolitik – hin zu höheren Zinsen – zu einem sehr ungünstigen Zeitpunkt. Nach den pandemiebedingt mageren Jahren ist der Wiederaufschwung gerade erst richtig angelaufen. Doch kaum läuft der Wirtschaftsmotor wieder auf Hochtouren, erzwingen die geopolitischen Herausforderungen eine Neubewertung der Situation. Der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine und die anhaltende Lieferkettenproblematik durch Chinas COVID-Politik ließen viele Rohstoffpreise stark ansteigen. Die Ukraine gilt als bedeutender Exporteur von Agrarrohstoffen wie Getreide oder pflanzlichen Ölen. Zudem hat die Abhängigkeit vieler Euroländer von russischen Öl- und Gasprodukten die Energiepreise enorm steigen lassen – eine Gemengelage, die zu einer hohen Teuerungswelle führt. Für Politik und

Notenbanken ist diese Situation neu und sehr herausfordernd. Das Hauptmandat der EZB liegt in der Gewährleistung der Preisstabilität. Ein wichtiges Nebenziel liegt auch hier in der Unterstützung einer ausgeglichenen konjunkturellen Entwicklung.

#### Ein Blick in die Geschichte

Wie man ausufernde Inflationszahlen wirkungsvoll bekämpft, zeigt ein Blick in die Geschichtsbücher: 1973 stieg die Inflation durch eine Preisexplosion bei Rohöl in Europa und den USA sprunghaft an. Arabische Ölländer einigten sich im Zuge des Jom-Kippur-Krieges auf einen Lieferboykott des schwarzen Goldes und lösten damit eine Krise aus. Den steigenden Preisen folgte ein Konsumeinbruch, und die Rezession nahm ihren Lauf. Die Inflation galoppierte jedoch weiter, da die starken Gewerkschaften eine Lohn-Preis-Spirale in Gange setzten. Damals wie heute war ein militärischer Konflikt der Ausgangspunkt für einen Öl- und Rohstoffpreisschock. Die US-Notenbank Fed reagierte Mitte der 1970er-Jahre umgehend und erhöhte die Leitzinsen auf 13 %, einige Jahre später sogar auf 20 %. Damit entkam man schlussendlich der Stagflationsfalle, allerdings um den Preis einer tiefen Rezession in den Industrieländern.

Ein derart radikales Vorgehen gegen die hohen Teuerungsraten ist in der heutigen Zeit nicht mehr vorstellbar. In westlichen Industrieländern sind Notenbanken heute nicht mehr politisch weisungsgebunden. Und im Unterschied zu damals ist die Verschuldung von Unternehmen, Staaten und privaten Haushalten signifikant gestiegen. Stark steigende Zinsen wären daher eine Gefahr für die Stabilität des gesamten Finanzsystems. Selbst das Erreichen eines „neutralen“ Zinssatzes ist für Notenbanken unter den aktuellen Marktgegebenheiten schlicht unmöglich geworden. Gemäß der bekannten „Taylor-Regel“ müsste das aktuelle Leitzinsniveau in den USA bei mehr als 9 % liegen, um im geldpolitisch neutralen Bereich zu liegen. John B. Taylor entwickelte 1993 eine Formel, um das optimale Leitzinsniveau für eine Notenbank zu bestimmen. Mit dem Beginn der unkonventionellen Geldpolitik als Reaktion auf die große Finanzkrise ab 2008 hat die Taylor-Regel etwas an Bedeutung verloren. Dennoch stellt sie in der Praxis eine Referenzgröße dar, die von Notenbanken durchaus beachtet wird.

#### Angebotsschock als Inflationsursache

Aus ökonomischer Sicht ist es wichtig zu unterscheiden, ob die wirtschaftlichen Probleme von der Nachfrage- oder der Angebotsseite kommen. Im Unterschied zur Corona-Krise, als die Nachfrage durch Lockdowns stark rückläufig war, ist diesmal die Angebotsseite das Nadelöhr – sowohl gebrochene Lieferketten aus Asien als auch die fragliche Energieversorgung stehen auf der Angebotsseite der Gleichung.

Jedoch kann nur einem Nachfrageschock durch fiskalpolitische Maßnahmen und durch sinkende Zinsen effizient entgegengewirkt werden. Schwieriger gestaltet sich die Handhabe für Zentralbanken bei einem Angebotsschock. Steigende Zinsen helfen bei Preissteigerungen durch externe Faktoren wie Lieferkettenprobleme oder den Krieg in der Ukraine nur bedingt. Die Engpässe bei Vorprodukten und Rohstoffen lassen sich durch höhere Zinsen nicht beheben. Wenn Zentralbanken also weder Lieferketten reparieren noch die Preise für Öl und Gas senken können, warum sollten dann die Zinsen stark erhöht werden?

Die aktuelle Situation mit extrem hohen Inflationsraten bei voll ausgelasteten Arbeitsmärkten kann geldpolitisch nur über die Nachfrageseite gelöst werden. Steigende Zinsen würgen den Konjunkturmotor ab und dämpfen die Nachfrage so stark, dass die Inflationserwartungen zurückgehen. Die verantwortungsvolle Aufgabe der Notenbanken liegt in der Feinjustierung ihrer restriktiven Maßnahmen. Die alles entscheidende Frage gleicht dabei einer Gratwanderung: Wie stark können die Zinsen erhöht werden, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen, ohne dabei gleichzeitig eine tiefe Rezession auszulösen?

#### Widersprüchliche Wirtschaftsdaten

Eine Blaupause aus vergangenen Wirtschaftszyklen existiert nicht. Die aktuelle Krise mit einer pandemiebedingt aufgestauten Nachfrage und preistreibenden Angebotsengpässen ist in dieser Form einzigartig. Zudem ist vor allem die amerikanische Fed mit widersprüchlichen Wirtschaftsdaten konfrontiert: Einerseits beeindruckt der Arbeitsmarkt in den USA mit der niedrigsten Arbeitslosenquote seit 1969 – ein Umstand, der für eine weitere Straffung der Geldpolitik spricht. Auf der anderen Seite sehen Ökonom:innen den Scheitelpunkt der Inflation – zumindest in den USA – bereits überschritten. Die Inflation schwächte sich im Juli auf 8,5 % ab, nachdem sie noch im Juni 9,1 % betragen hatte. Allzu viel Euphorie sollte der geringfügige Rückgang

aber nicht auslösen, denn die wichtige Kernteuerung hat sich noch nicht reduziert. Dennoch verschaffen die Inflationszahlen der Fed etwas Luft im Ringen um höhere Zinsen.

Die stark steigenden Verbraucherpreise bekommen nicht zuletzt die Bürger:innen zu spüren – schmerzhaft Reallohnverluste können auf Dauer nicht hingenommen werden. Je mehr sich die hohen Inflationserwartungen in der Wahrnehmung der Bürger:innen bzw. Arbeitnehmer:innen verankern, umso lauter werden die Forderungen nach einer Indexierung bzw. Anpassung der Löhne an die Inflationsraten. In Deutschland möchte die Gewerkschaft IG Metall mit der Forderung von 8 % Lohnerhöhung in die anstehenden Tarifverhandlungen gehen. Auch in Österreich beginnen im September die Lohnverhandlungen. Traditionell werden zuerst die Löhne für die 13.000 Beschäftigten der Metallindustrie verhandelt. Deren Chefverhandler Rainer Wimmer hat bereits angekündigt, keinen Reallohnverlust hinzunehmen. Damit würde sich bei der durchschnittlichen Inflationsrate der vergangenen zwölf Monate eine Forderung von 6 bis 7 % ergeben. In anderen Ländern zeigt sich ein ähnliches Bild.

Für Zentralbanken sind das keine guten Nachrichten. Zum einen ist der Wunsch nach inflationsgebundenen Löhnen ein Zeichen für fehlendes Vertrauen in die geldpolitischen Maßnahmen der Notenbanken. Zum anderen können sehr hohe Gehaltsabschlüsse die gefürchtete Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen.

#### Damoklesschwert Lohn-Preis-Spirale

Im Fall von sehr hohen Gehaltsabschlüssen könnten Unternehmen gezwungen sein, ihre gestiegenen Lohnkosten in Form von steigenden Preisen an die Verbraucher:innen weiterzugeben. Dies könnte weitere Lohnerhöhungen befeuern, auf die Unternehmen mit noch höheren Preisen reagieren würden. Diese Zweitrundeneffekte können eine Spirale immer höherer Inflation auslösen – mit ökonomisch fatalen Folgen.

Eine einfache Lösung gibt es nicht. Auch unter Ökonom:innen ist umstritten, wie mit dem Damoklesschwert Lohn-Preis-Spirale umgegangen werden soll. Vor allem die Arbeitgeberseite weist auf bereits erfolgte staatliche Einmalzahlungen als probates Mittel zur teilweisen Kompensation von Kaufkraftverlusten hin. Andere plädieren für weitere staatliche Entlastungspakete, um Menschen für die hohe Teuerung zu entschädigen. Auch Preiskontrollen, vor allem für Gas- und Strom, werden politisch diskutiert.

Für die EZB geht es vor allem um Signalwirkung. Die hohen Inflationsraten haben sich zunehmend im Bewusstsein der europäischen Bürger:innen verankert. Die Notenbank muss der Öffentlichkeit wieder glaubhaft vermitteln, dass ihre Instrumente der Inflationsbekämpfung auf Dauer funktionieren. Wenn das gelingt, dann würde eine drohende Lohn-Preis-Spirale im Keim erstickt werden.

#### Die Folgen für Anleger:innen

Krieg in der Ukraine, Teuerungswelle, drohende Rezession – die Nachrichtenlage erscheint für Investments an den Börsen im Moment sehr trist. Anleger:innen sollten gerade in turbulenten Marktphasen kühlen Kopf bewahren und sich auf das Wesentliche besinnen. Viele Unternehmen sind in sehr guter Verfassung. Das Verhältnis von Schulden zu Unternehmensgewinnen ist deutlich vorteilhafter als in vergangenen Krisen. Zwar haben sich neben Staaten auch Unternehmen weiter verschuldet, doch die Phase extremer Niedrigzinsen hat die Refinanzierung erheblich vergünstigt. Im historischen Vergleich bleiben die Gewinnmargen auf hohem Niveau.

Interessant sind vor allem Unternehmen, die über eine ausreichende Preisfestsetzungsmacht verfügen. Der Unternehmenssektor steht vor der Herausforderung, dass die gestiegenen Kosten ihre Gewinnmargen drücken: Sie haben erheblich höhere Ausgaben, ohne dafür auch entsprechend höhere Gewinne erwarten zu können. In manchen Branchen ist diese Gefahr besonders groß, da die Preisfestsetzungsmacht gering ist und die Firmen von Haus aus nur über schmale Gewinnmargen verfügen. Hier ist vor allem der Rohstoffsektor zu nennen, auch wenn dieser von steigenden Rohstoffpreisen zunächst profitieren mag.

Andere – weniger rohstoffabhängige – Branchen können besser mit dieser Situation umgehen und profitieren sogar, weil sie die steigende Nachfrage bei gleichbleibenden Kosten gut bedienen können. Basiskonsum, Gesundheitswesen und auch der IT-Sektor können eher zu den Gewinnern zählen. Doch natürlich gilt es nicht nur auf den Sektor abzustellen, sondern sich

auch mit den Risiken und Chancen jedes einzelnen Unternehmens zu befassen. Für langfristig orientierte Anleger:innen ist das „Aktien-Glas“ weiterhin mehr als halb voll. Die gefallen Kurse bedeuten auch, dass Investor:innen für die eingegangenen Risiken jetzt besser entlohnt werden. Profitable Unternehmen werden diese Phase gut überstehen und auch weiterhin Gewinne abwerfen. Die Kurse werden sich mittelfristig sehr wahrscheinlich wieder erholen, so wie sie es auch in der Vergangenheit getan haben. Wichtig ist, sich nicht von den volatilen Märkten abschütteln zu lassen und keine überstürzten Entscheidungen zu treffen.

Auch der Anleihenmarkt dürfte das Schlimmste schon überstanden haben. Die Renditen sind stark gestiegen und bieten Neueinsteiger:innen deutlich höhere Niveaus als in den letzten Jahren. Auch in der Rentenveranlagung empfiehlt sich die Beimischung von realen Investments. Inflationsgeschützte Anleihen bieten eine Möglichkeit, von steigenden Inflationsraten zu profitieren. Die Erträge dieser Anleihen bleiben inflationsbereinigt stabil, d. h., Anleger:innen erzielen stets konstante reale Renditen.

Fazit:

Obgleich vieler Parallelen ist die Situation mit jener in den 1970er-Jahren und der damals tiefgehenden Rezession in westlichen Industriestaaten nicht vergleichbar. Zentralbanken können die Zinsen heute nicht mehr derart drastisch erhöhen, um die Inflation radikal zu bekämpfen. Notenbanken sind mit ihren geldpolitischen Maßnahmen auch eher imstande, die Nachfrageseite zu beeinflussen – der Flaschenhals liegt gegenwärtig jedoch auf der Angebotsseite. Die Gefahr einer tiefgehenden Rezession ist daher aus aktueller Sicht nicht erkennbar. Trotz der tristen Nachrichtenlage sollten Anleger:innen an den Börsen kühlen Kopf bewahren. Viele Unternehmen verfügen über eine solide Finanzbasis, und die Gewinnentwicklung ist erstaunlich robust geblieben. Auch im Anleihenbereich gibt es Opportunitäten – Neueinsteiger:innen bieten sich auf diesem Sektor heute deutlich höhere Renditen als in den vergangenen Jahren.

Autor:

Mag. Thomas Kößler, CPM  
Investment Management & Strategy – Bonds  
Schoellerbank AG  
[thomas.koessler@schoellerbank.at](mailto:thomas.koessler@schoellerbank.at)

Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogl, BA, ACI OC  
Pressesprecher, Kommunikation und PR  
Schoellerbank AG  
Tel.: +43/1/534 71-2950  
1010 Wien, Renngasse 3  
[marcus.hirschvogl@schoellerbank.at](mailto:marcus.hirschvogl@schoellerbank.at)

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs und gilt als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Wealth Planning. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit acht Standorten und 400 Mitarbeiter:innen die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger:innen ein Vermögen von 13 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100-prozentige Tochter der UniCredit Bank Austria und ist das Kompetenzzentrum der UniCredit für Wealth Management in Österreich.

Mehr Informationen unter [www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at).

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#).

Das sollten Sie als Anleger:in beachten – wichtige Risikohinweise:

Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Wert und Rendite einer Anlage können plötzlich und in erheblichem Umfang steigen oder fallen und können nicht garantiert werden. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung des Investments beeinflussen. Es besteht die Möglichkeit, dass der:die Anleger:in nicht die gesamte investierte Summe zurückerhält, unter anderem dann, wenn die Kapitalanlage nur für kurze Zeit besteht. Unter außergewöhnlichen Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals samt Kaufspesen kommen. Wir weisen darauf hin, dass sich die Zahlenangaben bzw. Angaben zur Wertentwicklung auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist. Gebühren und steuerliche Aufwendungen können die angeführten Performancezahlen reduzieren.

Rechtliche Hinweise:

Diese Unterlage wurde nur zu Werbezwecken erstellt und stellt keine Finanzanalyse, keine Anlageberatung und keine Anlageempfehlung dar. Die vorliegenden Informationen sind insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren sowie keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Sie dienen nur der Erstinformation und können eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse der Anleger:innen bezogene Beratung nicht ersetzen. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Über den grundsätzlichen Umgang der Schoellerbank AG mit Interessenkonflikten sowie über die Offenlegung von Vorteilen informiert Sie die Broschüre „MiFID II – Markets in Financial Instruments Directive“. Ihre Berater:in informiert Sie gerne im Detail.

Bezüglich der steuerlichen Behandlung wenden Sie sich bitte an Ihre:n Steuerberater:in. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen der Anleger:innen abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die vorliegenden Informationen wurden von der Schoellerbank AG, Renngasse 3, 1010 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Quellen erstellt, die als zuverlässig eingeschätzt werden. Die Informationen können jederzeit einer Änderung unterliegen. Die Schoellerbank AG ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet. Die Haftung der Schoellerbank AG für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und -studie und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.

Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ (Regulation S des US-Securities Act 1933) ausgehändigt werden.

Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der Schoellerbank AG zulässig. Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihre:n Betreuer:in. Irrtum und Druckfehler vorbehalten.

Stand: 26. August 2022.

Diese Marketingmitteilung wurde von der Schoellerbank AG, Renngasse 3, 1010 Wien erstellt (Medieninhaber und Hersteller).