

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 435

Juli 2023



Presseinformation

Wien/Salzburg, 21. Juli 2023

Wir behandeln folgendes Thema:

Fifty Shades of Inflation: die Inflationsdynamik und ihre Chancen für die Geldanlage

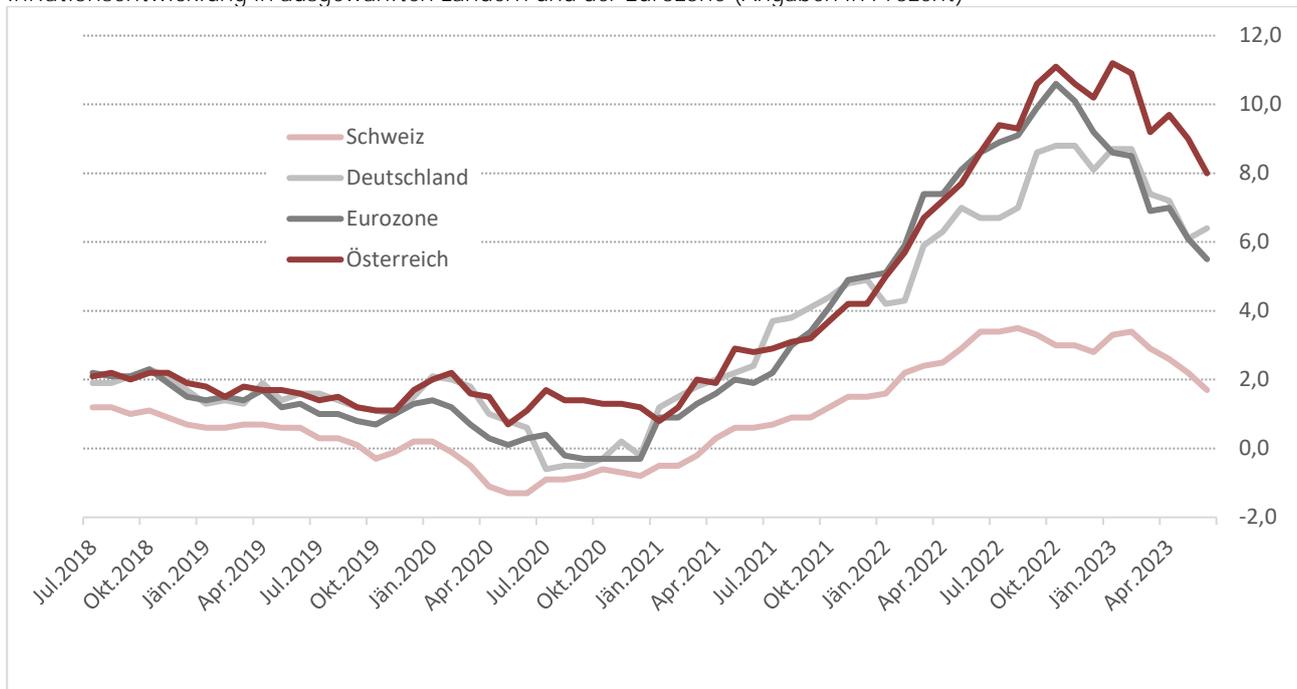
- Der Höhepunkt der Inflation ist überschritten – vor allem die rückläufigen Energiepreise im Jahresvergleich entfalten eine dämpfende Wirkung auf die Inflationszahlen
- Die Schlüsselfaktoren für die Inflationsdynamik sind wie die Lösungswege der nationalen Regierungen sehr unterschiedlich. Dementsprechend heterogen ist die Inflationsentwicklung in den verschiedenen Ländern
- Österreich hinkt dem positiven Trend vieler Staaten der Eurozone deutlich hinterher. Es gibt mehrere Gründe, warum die Inflation hierzulande über dem Schnitt der Währungsunion liegt. **Neben „hausgemachten“** Ursachen gibt es in Österreich auch strukturelle Gründe für diese Entwicklung
- Die Inflation in anderen europäischen Ländern liegt zwischen 1,7 % in der Schweiz und über 20 % in Ungarn. Nationale Besonderheiten und Strategien zur Inflationsbekämpfung führen zu sehr unterschiedlichen Teuerungsraten
- Trotz nach wie vor schweißtreibender Inflationsniveaus sollten Anleger:innen einen kühlen Kopf bewahren. Viele Unternehmen verfügen über eine solide Finanzbasis, und die Gewinnentwicklung bleibt erstaunlich robust. Auch im Bereich der Anleihen gibt es Opportunitäten – Neueinsteiger:innen bieten sich heute deutlich höhere Renditen als in den vergangenen Jahren, und inflationsgeschützte Anleihen zeigen weiterhin ein attraktives Chancen-Risiko-Profil

Seit über einem Jahr dominiert die hohe Inflation den öffentlichen Diskurs. Noch im Oktober des Vorjahres stöhnte man im Euroraum unter einer durchschnittlichen Teuerungsrate von 10,6 %. Seither hat sich die Inflationsrate auf 5,5 % beinahe halbiert. Die wichtigsten Treiber der enormen Inflationsdynamik verblassen zusehends. Viele Konsumgüter verteuerten sich angesichts massiver Lieferengpässe bei gleichzeitig hoher Nachfrage. Zusätzlich trieb der russische Angriffskrieg in der Ukraine die Öl- und Gaspreise in die Höhe. Die Energiepreise sind zur Freude der Verbraucher:innen in den letzten Monaten wieder deutlich gesunken und sorgen damit für Entlastung. Auch die Lieferkettenproblematik durch Chinas COVID-Politik hat sich deutlich normalisiert.

Für die Notenbanken sind das zweifelsohne gute Zeichen. Das Tempo, mit dem die EZB die Leitzinsen erhöht, verlangsamt sich, und der aktuelle Zinserhöhungszyklus neigt sich dem Ende zu. Doch die Notenbanken möchten keine Risiken eingehen. Ein Blick in die Geschichtsbücher mahnt zur Vorsicht. In den 1970er-Jahren reagierte die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) auf die galoppierende Inflation mit einem aggressiven Zinserhöhungszyklus auf 13 %. Auf die darauffolgende tiefe Rezession reagierte man umgehend mit Zinssenkungen – zu früh, wie sich herausstellte, denn die Inflation kehrte zurück, und die Fed musste die Zinsen erneut drastisch auf bis zu 20 % anheben.

Der aktuelle Marathonlauf der globalen Notenbanken ist noch nicht zu Ende. Die letzten Kilometer sind bekanntlich auch die schwierigsten. Die Fed und die EZB möchten die Gefahren einer Pingpong-Inflation tunlichst vermeiden und stellen zumindest eine weitere bzw. maximal zwei Zinserhöhungen in Aussicht. Doch damit sollte dann auch Schluss sein – zu hoch ist die Gefahr, die Realwirtschaft in eine schwerwiegende Rezession zu treiben.

Inflationsentwicklung in ausgewählten Ländern und der Eurozone (Angaben in Prozent)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung. Stand: 30. 6. 2023. Vergangenheitswerte sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.

Österreich mit hartnäckig hohen Inflationsraten – eine Ursachenforschung

In Österreich wird aktuell verwundert auf den positiven Inflationstrend in anderen Ländern der Eurozone geblickt. Hierzulande hinkt man dieser Entwicklung hinterher. Nach einer Schnellschätzung der Statistik Austria hat sich die Inflation in Österreich nur sehr geringfügig auf 8 % verringert. Verglichen mit der durchschnittlichen Teuerungsrate von 5,5 % in der Eurozone ist der Unterschied erstaunlich groß.

Die Gründe für den negativen Trend in Österreich sind vielfältiger Natur und werden kontrovers diskutiert. Dennoch lassen sich zweifelsfrei einige österreichische Eigenheiten identifizieren, die höhere Inflationsraten befeuern:

Zusammensetzung des Warenkorb

Die Preise im Dienstleistungssektor – insbesondere in der Gastronomie – sind in Österreich deutlich stärker gestiegen als im Euroraum. Dazu kommt verschärfend der Umstand, dass neben den höheren Preisen auch die Gewichtungen für Dienstleistungen im österreichischen Warenkorb höher sind. Der stark betroffene Sektor des Tourismus etwa ist in Österreich mit 11 % im Warenkorb vertreten – in Deutschland hingegen nur mit 4 %.

Faktor Energie

Eine bedeutende Mitverantwortung für die höhere Inflation in Österreich haben die Energiekosten. In vielen Ländern wurden direkte Preiseingriffe vorgenommen, um die stark steigenden Energiepreise für die Haushalte zu dämpfen. Die staatlichen Eingriffe sind jedoch sehr teure Maßnahmen, da die Differenzen zum Marktpreis von den Staaten übernommen werden. Längerfristig belasten solche Preisgrenzen die Budgetsituation in diesen Ländern. Auch dem Vorwurf eines Gießkannenprinzips müssen sich Länder wie Spanien oder Frankreich stellen, da diese Preisgrenzen für alle Einkommens- und Vermögensschichten gelten.

Zudem haben viele österreichische Verbraucher:innen Energieversorgungsverträge mit längeren Bindungsfristen vereinbart. Der Rückgang der Großhandelspreise kommt in diesen Haushalten deshalb verspätet an. Auch geringe Wechselraten zwischen Versorgern und mangelnder Wettbewerb befeuern die Problematik hoher Energiepreisebelastungen.

Gießkannenprinzip

Selbst wenn in Österreich auf direkte staatliche Preiseingriffe verzichtet wurde, stellt sich die Frage nach der Treffsicherheit der gesetzten Maßnahmen. Eine wichtige Rolle bei der Inflationsdynamik spielen hierzulande die üppigen Staatszuschüsse, die in den letzten Jahren rekordverdächtig ausgeschüttet wurden. Bereits während der Corona-Pandemie wurden vom Staat zur Krisenbekämpfung über 40 Mrd. Euro für Ausfallsbonus, Garantien, Umsatzerersatz, Corona-Kurzarbeit etc. aufgewendet. Gemessen an der Wirtschaftsleistung hat damit kein anderes Land in der Europäischen Union so viel Geld für Corona-Hilfen ausgegeben.

Zudem wurden auch im Zuge der Energiekrise großzügige Anti-Teuerungsmaßnahmen umgesetzt. Vor allem die undifferenzierte Umsetzung stößt auf Kritik. Großzügige Hilfen ohne Bedachtnahme auf die wirtschaftliche Notwendigkeit für den:die jeweilige:n Empfänger:in heizen den Konsum zusätzlich an und wirken damit preistreibend. Die Hilfen wirken für Bürger:innen schlussendlich nachteilig. Dazu kommt, dass viele Staatshilfen gerade in unteren Einkommensschichten eins zu eins in den Konsum gesteckt werden mussten und so einmal mehr die Preise hochtrieben.

Höhere Lohnabschlüsse

Die Tariflöhne liegen im Mai 2023 um knapp 8 % höher als noch im Mai 2022 und damit deutlich über dem EU-Schnitt. Eine Lohn-Preis-Spirale wie in den 1970er-Jahren, als hohe Lohnabschlüsse die Preise immer weiter nach oben trieben, wird derzeit zwar nicht erwartet, dennoch ist die Gefahr nicht zu unterschätzen. Viele Studien zeigen jedoch, dass die meisten europäischen Reallöhne trotz der hohen Lohnsteigerungen bisher gesunken sind – die gestiegenen Nominallöhne konnten die gestiegenen Preise also noch nicht eins zu eins kompensieren.

Das Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO) plädiert dafür, den BIP-Deflator (Quotient aus nomineller und realer Wirtschaftsleistung) anstatt des Verbraucherpreisindex als Inflationsmaß heranzuziehen. Während der BIP-Deflator alle derzeit in Österreich produzierten Waren und Dienstleistungen berücksichtigt, gewichtet der VPI die Preise mit einem festen Warenkorb von Waren und Dienstleistungen – also auch Güter, die im Ausland produziert und hier konsumiert werden. In normalen Jahren besteht kaum ein Unterschied, doch in der jüngsten Krise sind die Preise für importierte Güter wesentlich stärker angestiegen als jene für inländische. Vor allem die importierten Öl- und Gasvorräte aus dem Ausland verzeichneten die höchsten Preissprünge. Das reale BIP lässt demnach die enormen Preise, die österreichische Unternehmen an ausländische Lieferanten bezahlen müssen, unberücksichtigt. Das WIFO bezeichnet den wirtschaftlichen Kuchen, den sich Arbeitgeber:innen und Arbeitnehmer:innen aufteilen, als kleiner als angenommen.

Steigende Gewinnmargen

Steigende Gewinnmargen sind natürlich kein österreichisches Phänomen, sollten in einer Analyse der hohen Inflationsdynamik aber nicht fehlen. Im Zuge der gestiegenen Inputkosten sind viele Unternehmen in den Verdacht geraten, die Preise über Gebühr zu erhöhen und damit die Inflationsdynamik anzuhetzen. Dies mag in einzelnen Branchen womöglich der Fall sein – ob steigende Gewinnmargen jedoch einen Großteil der Inflation erklären, ist fraglich.

Eine Studie der EZB belegt, dass die Gewinnmarge europäischer Konsumgüterhersteller um ein Viertel höher liegt als 2019, also vor Ausbruch der Corona-Pandemie bzw. des Ukraine-Krieges. Auch der Internationale Währungsfonds kommt in einer Untersuchung zum selben Schluss. Steigende Unternehmensgewinne seien demnach für fast die Hälfte des Anstiegs der Inflation in Europa der letzten zwei Jahre verantwortlich.

Zu einem etwas anderen Ergebnis kommt eine Untersuchung der Rohertragsmargen von deutschen börsennotierten Unternehmen aus den Geschäftsberichten 2022. Die Rohertragsmarge – oft auch als Handelsspanne oder Bruttomarge bezeichnet – sagt aus, welcher Anteil des Umsatzes nach Abzug der Herstellungskosten verhältnismäßig übrigbleibt. Von den 32 in der Produktion tätigen DAX-Konzernen konnten 2022 lediglich sechs Unternehmen ihre Rohertragsmarge steigern. Dass viele Unternehmen ihren Gewinn deutlich steigern konnten, liegt in den meisten Fällen an einer kräftigen Umsatzsteigerung. Höhere Gewinne bei vielen Unternehmen stehen also nicht zwingend in einem kausalen Zusammenhang mit höheren Margen. Der Gewinn kann selbst bei konstanter oder sogar fallender Bruttomarge durchaus durch höhere Umsätze gesteigert werden.

Die Inflation in anderen europäischen Ländern

Bei Betrachtung der Inflationszahlen in der gesamten EU ist festzustellen, dass die Entwicklung sehr heterogen ist. Entscheidend für die Inflationsdynamik sind Faktoren wie die geografische Nähe und Abhängigkeit von russischer Energieversorgung, das Ausmaß an staatlichen Eingriffen zur Senkung von Preisen sowie die Stärke der jeweiligen Währung.

Innerhalb der Eurozone bilden die baltischen Staaten mit zweistelligen Inflationsraten das Schlusslicht. Die Erklärung liegt im Konsumverhalten der Haushalte. Die Ausgaben für besonders betroffene Produkte wie Energie- und Lebensmittel machen einen wesentlich größeren Anteil aus. Bei vergleichsweise niedrigeren Einkommen belastet die Teuerung überproportional und nagt an der wirtschaftlichen Substanz vieler Menschen.

In Ungarn wiederum weisen die jüngsten Zahlen hingegen eine noch viel höhere Inflation von gut 20 % aus. Die staatlichen Transferzahlungen an die Bevölkerung haben sich dabei als Bumerang erwiesen. Die daraus resultierende hohe Nachfrage hat die Preise weiter in die Höhe getrieben. Auch der Preisdeckel für acht Grundnahrungsmittel und die Extra-Steuer für große Lebensmittelketten erzielten nicht die gewünschte Wirkung. Händler wälzten die Preiserhöhungen einfach auf andere Produkte um und konterkarierten somit die Maßnahmen.

Sonderfall Schweiz

Die Schweiz bildet das andere Ende des Spektrums ab. Mit einer aktuellen Inflationsrate von 1,7 % fällt die Teuerung bei den Eidgenoss:innen deutlich moderater aus. Die Gründe sind vielfältiger Natur: Ein Grund liegt in der Stärke des Schweizer Franken, der im Vergleich zu anderen Währungen während der letzten Krisenjahre kontinuierlich aufwertete. Was für die Exportwirtschaft erschwerend wirkt, hilft bei Importen. Der Preisanstieg vieler Produkte, die in Euro oder US-Dollar gehandelt werden, werden durch einen starken Franken abgefedert – so auch bei den Kosten für Energie. Hinzu kommt der international hohe Anteil an administrierten Preisen in der Schweiz. Beinahe 30 % der Preise des Warenkorb in der Schweiz werden staatlich festgesetzt. Nicht nur beim Strom, sondern auch im öffentlichen Verkehr, im Postwesen, im Gesundheitsbereich oder bei Versicherungen gibt es Preis- und Marktregulierungen.

Inflation – gekommen, um zu bleiben?

Der jüngste Trend gibt Anlass zur Hoffnung. Der Scheitelpunkt der Inflationswelle ist überschritten. Energie als starker Inflationstreiber der Vergangenheit drückt aufgrund des Basiseffekts nunmehr sogar die Inflation. Im Jahresvergleich hat sich Brent-Öl immerhin um mehr als 25 % verbilligt. Endgültig vertrieben ist das Inflationsgespenst aber noch lange nicht. Vor allem von den Lohn- und Gehaltsabschlüssen droht weiterhin Dynamik. Arbeitnehmer:innen können etwas aufatmen. Nach Jahren mit teils empfindlichen Reallohnverlusten sind für heuer und nächstes Jahr wieder moderate Reallohnzuwächse zu erwarten. Die Gewerkschaften werden in den Herbst-Lohnrunden aufgrund der nach wie vor sehr hohen Inflationszahlen wieder kräftige Lohnerhöhungen fordern.

Nach einem makroökonomischen Modell der österreichischen Nationalbank (OeNB) steigt die Inflation bei einer 10-prozentigen Lohnsteigerung um satte 3 %. Des einen Freud, des anderen Leid: Angesichts der erwarteten Wirtschaftsabschwächung kommen höhere Lohnstückkosten für Unternehmen zur Unzeit. Offen bleibt, wie die Sozialpartner in die Herbst-Lohnrunden gehen und auch die längerfristigen Aspekte ihrer Forderungen bei den Verhandlungen berücksichtigen werden. Auch wenn das reale BIP durch hohe Lohnabschlüsse kurzfristig steigt, darf man die verringerte Wettbewerbsfähigkeit durch steigende Arbeitskosten nicht außer Acht lassen.

Finanzmarktteilnehmer zeigen sich jedenfalls optimistisch, dass es keine Zweitrundeneffekte und damit auch kein Wiederaufflammen der Inflation geben wird. An den gehandelten Inflationserwartungen ist abzulesen, dass die durchschnittliche Inflation in der Eurozone bei 2,50 % für die nächsten fünf Jahre erwartet wird.

Die Folgen für Anleger:innen

Obwohl der Inflationstrend in die richtige Richtung geht, ist eine Rückkehr zur alten Normalität nicht zu erwarten. Die Notenbanken können angesichts der beginnenden Normalisierung bei der Teuerung nicht wieder in alte Muster – nämlich niedrigere Zinsen – zurückfallen. Die Erfahrung der vergangenen Jahre hat gezeigt, dass die Niedrigzinspolitik auch ihre Schattenseiten hat. Diese Lehren werden nicht so schnell vergessen sein, und das Zinsniveau wird wohl vorerst nicht verringert werden.

Für Anleger:innen ist die Situation komfortabler als in Niedrigzins-Zeiten: Die aktuellen Renditen im Bereich der Anleihen sind so hoch wie seit vielen Jahren nicht mehr und bieten damit zumindest einen Teilschutz vor der Inflation. Dennoch sind für die Zukunft strukturell höhere Inflationsraten ein realistisches Szenario. Der Unternehmenssektor steht vor der Herausforderung, dass die gestiegenen Inputkosten und auch höhere Finanzierungskosten ihre Gewinnmargen drücken.

Fazit:

Im aktuellen Anlageumfeld mit hoher Inflation sind vor allem qualitativ hochwertige Unternehmen interessant, die über starke Wettbewerbsvorteile und Preisfestsetzungsmacht verfügen. Diese Unternehmen sind in der Lage, die durch Inflation verursachten Kostensteigerungen weiterzugeben. Aktionär:innen profitieren dadurch von einem indirekten Inflationsschutz. Auch in der Rentenveranlagung empfiehlt sich weiterhin der Fokus auf reale Investments. Obwohl der Inflationshöhepunkt wohl überschritten ist, bieten inflationsgeschützte Anleihen weiterhin ein attraktives Chancen-Risiko-Profil, denn die Bewertung ist immer noch günstig. Die Erträge dieser Anleihen bleiben inflationsbereinigt stabil, das heißt, Anleger:innen erzielen stets konstante reale Renditen. Für die Anlageexpert:innen der Schoellerbank sind diese Anlageklassen seit Jahren fester Bestandteil der Strategie.

Autor:

Mag. Thomas Kößler, CPM
Investment Management & Strategy – Bonds
Schoellerbank AG
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

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 rund 12 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria und ist das Kompetenzzentrum der UniCredit für Wealth Management in Österreich. Mehr Informationen unter 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 informieren 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: 21. Juli 2023.

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