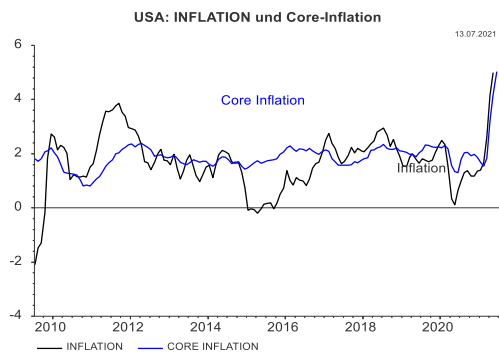


## Trotz warnenden Stimmen: Optimismus herrscht vor

Das Thema Inflation ist in den letzten Monaten immer mehr in den Vordergrund gerückt. Auslöser waren nicht zuletzt die überraschend hohen Inflationszahlen in den USA: Sie erreichten im 2. Quartal mit über 4% den höchsten Stand seit einem Jahrzehnt.



Würde man historische Verhaltensmuster der Notenbanken zugrunde legen, hätte man ein restriktiveres Vorgehen in der Zukunft erwarten können. Letzteres hätte sich unmittelbar negativ auf die Vermögenswerte ausgewirkt. Nicht jedoch diesmal. Im Gegenteil: Die Aktienmärkte haben im ersten Semester nochmals kräftig zugelegt.

Wie ist diese Inkonsistenz zu erklären?

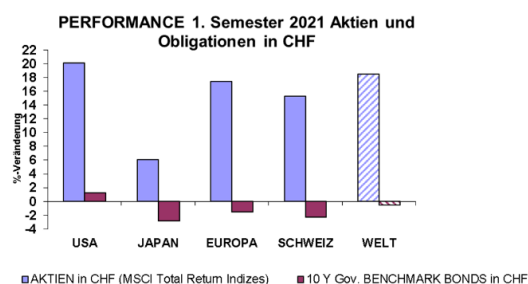
Eine der gängigen Erklärungen lautet, dass es sich um ein transitorisches Phänomen handle. Die Inflationsraten sind hoch, weil verschiedene Preise, insbesondere der Ölpreis, vor einem Jahr stark gefallen sind. In den folgenden Monaten verschwindet dieser sog. Basiseffekt schrittweise. Zudem hat die Unterbrechung der Lieferketten während der Pandemie zu Angebotsengpässen und entsprechenden Preiserhöhungen geführt. Mit der schrittweisen Öffnung der Landesgrenzen sollte auch dieser Effekt langsam verschwinden.

Viel bedeutender ist jedoch, dass die amerikanische Notenbank im letzten Jahr eine entscheidende geldpolitische Konzeptänderung bekanntgegeben hat. Im Kern geht es dabei um eine Verlagerung der Schwerpunkte von der Inflationsbekämpfung in Richtung einer stärkeren Unterstützung der Realwirtschaft. Mit diesem Paradigmawechsel sind die Lehren aus den Erfahrungen der letzten vier Jahrzehnte gezogen worden. Die Inflation hat sich schrittweise zurückgezogen, obwohl die Geldpolitik mehrheitlich expansiv geführt wurde. Die monetaristische These, dass eine Geldmengenwachstumsrate über jener der Gesamtwirtschaft früher oder später zu einer Inflation führe, hat sich in den vergangenen vier Jahrzehnten - zumindest für die Industrieländer - nicht bestätigt. Im Gegenteil: Es ist den Notenbanken nicht einmal gelungen, die Inflation an die erwünschte 2%-Marke zu führen. Heute besteht in der wissenschaftlichen Forschung ein weitgehender Konsens, dass die realwirtschaftlichen Faktoren der Inflation ein viel grösseres Gewicht haben als die Geldmengen. Stichworte dazu sind die Globalisierung, die technologische Entwicklung, die Demographie und die Wirtschaftsordnung. Insbesondere hat sich mit der Globalisierung der Wirtschaft eine Verlagerung vom Produktionsfaktor Arbeit auf das Kapital ergeben. Die Differenzierung der Arbeitsmärkte und die Verlagerungsmöglichkeiten der Produktion hat die Verhandlungsmacht der Arbeit zugunsten des Kapitals verschoben. Damit ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor inflationärer Entwicklungen weggefallen: die Lohn-, Preisspirale (Cost-push-inflation).

Diese strukturellen Veränderungen haben es möglich gemacht, die geldpolitischen Schwerpunkte anders zu setzen. Dies gilt auch für die Europäische Notenbank, die überraschend bereits am letzten Donnerstag ihr neues geldpolitisches Konzept bekanntgegeben hat. Darin wird ebenfalls eine grössere Flexibilität bei der Inflationszielsetzung postuliert. In Zukunft soll ein Inflationsziel von 2 % angestrebt werden, das jedoch symmetrische Abweichungen nach unten und oben zulassen möglich machen soll.

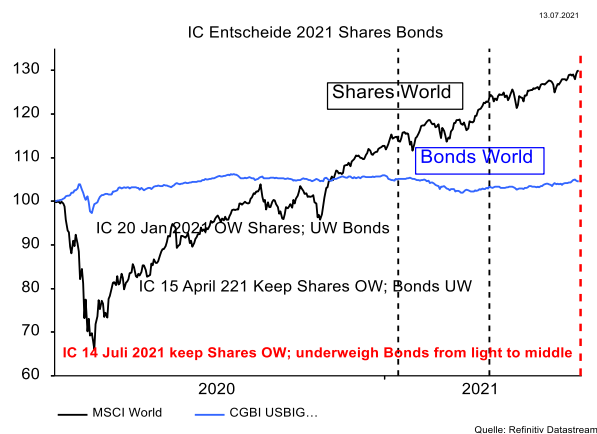


Prof. Dr. Josef Marbacher  
Chief Economist



Konkret bedeutet dies, dass die Wahrscheinlichkeit von geldpolitisch ausgelösten Rezessionen, wie sie bis in die 90er-Jahre die Regel waren, deutlich kleiner geworden ist. Rezessionen werden in Zukunft viel eher durch Ungleichgewichte im realen und finanziellen Sektor ausgelöst. Beispielhaft sei die Technologieblase um die Jahrtausendwende und die Finanz- und Bankenkrise von 2008 erwähnt. Für die Notenbanken bedeuten derartige Ereignisse, dass sie wesentlich länger expansiv bleiben können, ohne eine ansteigende Inflation befürchten zu müssen. Mit den tiefen Zinsen regen sie die Investitionstätigkeit und über die höheren Vermögenspreise den dauerhaften Konsum an. Das neue geldpolitische Konzept dürfte schon bald den ersten Test zu bestehen haben, nämlich dann wenn die Konsumenten ihren pandemiebedingten Nachholbedarf geltend machen und gleichzeitig die weltweiten Konjunkturprogramme Fahrt aufnehmen. Sicher ist eines: Das FED ist sich der Risiken bewusst, hat aber klar signalisiert, dass die Realwirtschaft für längere Zeit freie Fahrt hat und man bereit sei, Inflation über der 2%-Norm zu akzeptieren.

Die Finanzmärkte vertrauen darauf. Wir tun es auch. Deshalb halten wir an der Übergewichtung der Aktien fest. Einzig die Untergewichtung der Obligationen erhöhen wir von «leicht» auf «mittel untergewichtet».



Die Details der Vermögensallokation können Sie der folgenden Tabelle entnehmen.

## Strategische und taktische Asset Allokation für das 3. Quartal 2021

	Referenzwährung CHF			Referenzwährung EUR			Referenzwährung USD		
	Anlagestrategie Ausgewogen			Anlagestrategie Ausgewogen			Anlagestrategie Ausgewogen		
Anlageklassen	SA	IC	V	SA	IC	V	SA	IC	V
<b>Geldmarkt</b>	5	8	+2	5	8	+2	5	8	+2
<b>Anleihen</b>	40	32	-2	40	35	-2	40	32	-2
Home Country	24	21	-1	23	21	-1	3	5	
Rest of Europe	8	5	-1	5	2	-1	5	2	
USA	4	3		8	8		28	22	-1
Rest of World	4	3		4	4		4	3	-1
<b>Aktien</b>	45	50		45	46		45	50	
Home Country	9	10		15	13		7	10	
Rest of Europe	11	13		6	6		7	8	
USA	12	12		15	12		23	23	
Rest of World	13	15		9	15		8	9	
<b>Alternative Anlagen</b>	10	10		10	11		10	10	
Commodities	4	5		4	5		4	5	
Various	6	5		6	6		6	5	
<b>Gesamt</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		<b>100</b>	<b>100</b>				

SA = Strategische Asset Allocation

IC = Investment Committee

V = Veränderung

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation ist von unseren Mitarbeitern verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen eine Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art - sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden -, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten, aus. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Den mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen ist es, im Rahmen interner Richtlinien, freigestellt, den in diesem Bericht erwähnten Titel zu kaufen, zu halten und zu verkaufen.