

# «Es musste irgendwann Risse im Gebälk geben»

Der Chefökonom der UBS über die positiven Eigenschaften der Inflation, über die Sonderstellung der Schweiz, den Inflationsschutz von Immobilien und über die «Art of Central Banking». **Von Sandra Willmeroth**

**NZZ am Sonntag:** Die Meinungen darüber, was der Hauptgrund für die hohen Inflationsraten ist, gehen auseinander. Ist es die Ausweitung der Geldmenge, oder ist es die Verknappung der Gütermenge?

**Daniel Kalt:** Es ist eine Kombination von beiden. Zunächst einmal haben wir seit der grossen Finanzkrise über Jahre hinweg eine grosse Ausweitung der Geldmenge gesehen. Das hat, wenn man Inflation breit fasst, schon viel früher zu einer Inflation bei den Vermögenswerten geführt. Die Preise für Immobilien, Kunst, Oldtimer oder andere Vermögenswerte sind weit vor der Konsumgüterinflation stark gestiegen. Dann kamen die Pandemie und die Lieferkettenprobleme hinzu und letztlich der Krieg in der Ukraine, der einen Energiepreisschub obendrauf gesetzt hat. Das alles war dann einfach zu viel und hat die Konsumgüterinflation richtig in Schwung gebracht.

Dann kam es während der Pandemie zu umfangreichen Subventionen für Konsumenten. Verlieh dies dem Preisauftrieb weiter Schub?

Die Regierungen haben in der Pandemie fiskalisch massiv stimuliert, vermutlich zu viel, insbesondere was die amerikanische Wirtschaft angeht. Dort hat die Administration unter Joe Biden den Haushalten jede Woche Schecks über 400 US-Dollar nach Hause geschickt, und die Menschen haben vor den Bildschirmen fleissig eingekauft. Das hat unter anderem dazu beigetragen, dass die Weltwirtschaft nach den ersten Lockdowns übermässig stark angesprungen ist und die verstopften Lieferketten überbeansprucht wurden.

Kritiker sagen, dass die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) zu spät und zu zögerlich reagiert haben. Wie schätzen Sie das ein?

Die Amerikaner waren sicher schneller und aggressiver. Und wenn man sich anschaut, wo die Inflation in Europa heute steht, ist man bei der EZB eher hinter der Kurve als in den USA. Für die Schweiz ist das Ganze aber etwas zu relativieren, weil bei uns die Inflation erst gar nicht so hoch gegangen ist. Die Kernrate liegt jetzt um die 2 Prozent, und das ist in einem Bereich, wo sich die SNB wohlfühlt. Insofern gilt die Kritik eher für die EZB, aber nicht für die SNB.

Was ist das Positive an einer Inflation in diesem moderaten Ausmass?

Wenn man die Inflation bei null hält, und das hat die Schweiz ja über die letzten 10 bis 15 Jahre unfreiwilligerweise gemacht, hat die Zentralbank keinen Handlungsspielraum mehr, wenn sich die Konjunktur abschwächt und eine Rezession droht. Denn sie kann die Leitzinsen nicht mehr weiter senken. Bei einer Inflation von 2 Prozent hingegen kann sie die Zinsen nötigenfalls auf null senken und damit zumindest für kurze Zeit eine negative Realverzinsung erreichen. Das kurbelt die Investitionstätigkeit und den Konsum an und kann somit eine Rezession unter Umständen abschwächen.

Die Prognose der Inflation für 2023 liegt für die Schweiz bei 2,5 Prozent. Sehen Sie Handlungsbedarf für private Sparer oder Anleger?



Hat von der Krise der 1990er Jahre bis zu Negativzinsen schon viel gesehen: Daniel Kalt. (Zürich, 8. Mai 2023)

Wir kommen aus einer Phase der Negativzinsen, in der wir schon recht starke Reaktionen der Anleger gesehen haben, weil sie den vergleichsweise wenig attraktiven Nominalanlagen den Rücken gekehrt haben. Denn als die Rendite einer zehnjährigen Eidgenossenleihe bei nur -0,6 Prozent lag, und dies bei einer bereits leicht positiven Teuerungsrate, dann war das eine garantierte Vermögensvernichtung, ebenso wie bei den Sparguthaben, auf die man ab einer gewissen Höhe Negativzinsen zahlen musste. Also haben sich die Anleger den Realwerten zugewandt, sprich Aktien, Immobilien und alternativen Anlageklassen. Jetzt liegt das Negativzinsumfeld hinter uns, und

die Nominalzinsen für vier- oder fünfjährige Unternehmensanleihen liegen wieder um die 2 Prozent. Dann taucht aber sofort die Frage auf, wie hoch die Inflation in den nächsten zwei bis drei Jahren sein wird. Sollte die auch in diesem Bereich liegen, endet es in einem Nullsummenspiel, weil keine Realverzinsung stattfindet. So gesehen hat sich das Bild hier schon leicht verbessert.

Infolge dieser strategischen Anpassung sind die Preise für Realwerte bereits sehr stark gestiegen. Lohnt sich ein Einstieg in Gold, Immobilien oder andere Sachwerte jetzt noch?

Gold ist immer so eine Sache, gerade Anleger in Schweizerfranken sollten



**Die Preise für Kunst, Immobilien oder Oldtimer sind vor der Konsumgüterinflation stark gestiegen.**

## Daniel Kalt

Daniel Kalt schloss 1996 an der Universität Zürich sein Studium der Volkswirtschaftslehre ab und promovierte im Jahr 2000 an der Universität Bern, ebenfalls in Volkswirtschaft sowie Ökonometrie. 2010 wurde Kalt zum Chefökonom der Schweiz der UBS ernannt. In dieser Funktion ist er verantwortlich für sämtliche Research-Produkte für die UBS Switzerland AG, tritt an zahlreichen Kundenveranstaltungen als Referent auf und berät die Geschäftsleitung in wirtschaftspolitischen Fragen. Seit 2012 bekleidet Daniel Kalt zudem die Funktion des Chief Investment Officer.

hier genau hinschauen. Wir rechnen zwar durchaus mit einem weiter steigenden Goldpreis, aber sehen auch das Risiko, dass der US-Dollar in den nächsten zwei, drei Jahren schwächer wird. Dann nützt es wenig, wenn Gold um 10 Prozent steigt, wenn der Dollar gleichzeitig um 10 oder noch mehr Prozent fällt.

Was ist mit Immobilien?

Da unterscheiden wir zwischen den direkten Immobilienanlagen in Renditeeigenschaften, wo sich die gestiegenen Kapitalkosten noch nicht sehr stark in den Preisen niedergeschlagen haben, und den börsenkotierten Immobilienwerten wie den Immobilienfonds. Dort sind die Preise und insbesondere die Aufschläge, die sogenannten Agios, massiv von gut 50 auf durchschnittlich 20 Prozent zurückgekommen. Dort ist der «wash-out» bereits erfolgt. Daher haben wir momentan eine klare Präferenz und erachten es sogar als relativ attraktiv, in Immobilienfonds zu investieren, wenn man Inflationsschutz sucht.

Sollte man sich auf Immobilienfonds konzentrieren, die überwiegend in der Schweiz oder in Europa investieren?

Wir haben eine Präferenz für Schweizer Immobilienfonds, und innerhalb dieser Assetklasse legen wir einen Fokus auf Wohnliegenschaften. Denn im Wohnbereich gibt es eher die Gewähr, dass die Mieteinnahmen steigen und so die Inflation kompensieren können. Denn in der Schweiz herrscht nach wie vor Wohnungsknappheit, und die fundamentalen Werte bei Schweizer Wohnliegenschaften sehen robust aus. Hingegen sehen wir etwas mehr Risiken bei den kommerziell genutzten Liegenschaften in der Schweiz.

Büro- und Geschäftshäuser sind günstiger bewertet. Was macht Sie skeptisch gegenüber gewerblichen Immobilien?

Aufgrund struktureller Effekte, denn einerseits dürften die Büroerstände mit dem schwächeren Wachstum leicht steigen. Zudem herrscht an dezentralen Lagen bereits ein Überangebot, was auf die Mieten drückt. Und im Retailbereich sind wir noch etwas vorsichtiger, denn die Schweiz hat im internationalen Vergleich bereits mit am meisten Retailflächen pro Einwohner.

Fortsetzung Seite 4

## Es musste irgendwann ...

Fortsetzung von Seite 2

*Warum haben gemischte Portfolios aus Aktien und Anleihen im vergangenen Jahr so schlecht abgeschnitten?*

Wir hatten 2022 ein Phänomen, das wir seit 40 oder 50 Jahren nicht mehr in diesem Ausmass gesehen haben – einen «Double Whammy»: Sowohl die Aktienpreise als auch die Anleihenpreise sind um 15 bis 20 Prozent gesunken. Der massive Zinsanstieg hat dazu geführt, dass die sonst negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen völlig zusammengebrochen ist. Wir hatten plötzlich eine positive Korrelation, und Anleihen verloren ihre Funktion als Stabilisator in gemischten Portfolios.

*Rechnen Sie mit einer Normalisierung?*

Die Korrektur hat letztes Jahr bereits stattgefunden, so dass die Diversifikationseigenschaften von Anleihen sicherlich zurückkehren werden, und das bei noch einigermaßen konkurrenzfähigen Renditen. Im Dollar- und im Euroraum sind Anleihen derzeit fast noch attraktiver, weil beim Schweizerfranken die Nominalrenditen immer noch sehr tief sind.

*Welche Gefahr geht von den Zweit-rundeneffekten bei der Inflation aus?*

In der Schweiz sind die Lohnsteigerungen nicht so stark ausgeprägt, bei den letzten Lohnrunden im letzten Herbst betragen sie im Schnitt 2 bis 2,5 Prozent. In Deutschland hingegen wurden in gewissen Branchen Lohnabschlüsse von hohen einstelligen bis tiefen zweistelligen Prozentzahlen verhandelt, und dort, wie auch in den USA, dreht die Lohn-Preis-Spirale bereits, da der amerikanische Arbeitsmarkt schon sehr früh ausgetrocknet war. Deshalb ist es ja auch das Bestreben der Fed, die



Das Kunststück für die amerikanische Notenbank ist es, «ein Soft Landing hinzukriegen». (Zürich, 8. Mai 2023)

Wirtschaft mit Zinserhöhung so weit abzubremsen, dass sich der Arbeitsmarkt beruhigt. Im Idealfall steigt die Arbeitslosenquote von 3,5 auf 5 Prozent oder leicht höher, denn nur in diesem Bereich kann die Lohnsteigerung gedämpft werden.

*Was dann aber auf der anderen Seite die Konjunktur abwürgen könnte ...*

Das Kunststück ist es, ein «Soft Landing», eine sanfte Landung der Wirtschaft, hinzukriegen – ich nenne es die «Art of Central Banking». Doch wir wissen, dass sich die Geldpolitik mit langen und variablen Verzögerungen auswirken kann, und das macht die Einschätzung unheimlich schwierig. Aber als die Fed im letzten Jahr die

Zinsen so massiv angehoben hat, wussten wir, dass es irgendwann Risse im Gebälk geben würde. Die ersten sind jetzt im amerikanischen Bankensektor zu sehen, und es besteht das Risiko, dass die Turbulenzen in diesem Bankensektor zu einer Kreditklemme in der Realwirtschaft führt, was die Landung der Konjunktur etwas holpriger machen würde als gewünscht. Dennoch ist die Abschwächung der Wirtschaft ein Teil der Lösung für die Fed, es geht gar nicht anders.

*Die Pessimisten fürchten jetzt eine hartnäckige Kerninflation, sehen Sie das auch als Risiko?*

Das Risiko besteht durchaus, weil es jetzt einige Monate eine Mischung aus



**Das effektivste Werkzeug der SNB gegen die Inflation ist der Wechselkurs und nicht der Leitzins.**

Preisen sein wird, die aufgrund von Basiseffekten sehr stark fallen, und anderen Preisen, die sehr gemächlich, aber konstant und beharrlich weiter steigen. Dieses Gemisch aus fallenden Güterpreisen und weiter steigenden Dienstleistungspreisen wird irgendwann die Flughöhe der gesamten Inflationsrate definieren. Die grosse Frage lautet, ob die neue Flughöhe und das neue Gleichgewicht bei 4 Prozent oder drüber liegen werden oder eher bei 2,5 Prozent. Dies ist das Zusammenspiel zwischen geldpolitischer Bremswirkung und Resilienz am Arbeitsmarkt. Geht die Inflation in den USA im Herbst oder gegen Ende des Jahres bei fallender Tendenz in Richtung 3 Prozent, dann dürfte alles gut sein.

*Und wenn nicht, hat die Schweiz ja immer noch das Bollwerk des Schweizerfrankens, der sie vor der Inflation schützt ...*

Das ist auch eine wesentliche Erkenntnis dieser letzten paar Jahre: Das effektivste Werkzeug der SNB zur Abwehr der Inflation ist nicht der Leitzins, da Zinserhöhungen nur mittelbar wirken, sondern der Wechselkurs, denn der wirkt sehr direkt. Ein stärkerer Franken dämpft die Importpreise und hält die Inflationsrate tief.

*Haben wir es dem Wechselkurs zu verdanken, dass die Schweiz in Sachen Inflation und Rezession so gut davon gekommen ist?*

Unter anderem. Aber die Schweiz hat sich auch in früheren Krisen als eine Volkswirtschaft mit Unternehmen erwiesen, die äusserst agil und adaptiv reagieren können. Und wir haben auch auf anderen Ebenen eine sehr flexible Wirtschaft, ich denke da vor allem an den Arbeitsmarkt oder die kurzen Wege zwischen den staatlichen Akteuren und der Wirtschaft.

# Wir machen keine Schlagzeilen. Sondern gute Angebote: Sparkonto Plus mit 1,65% Zins.

Jetzt online bestellen:  
cler.ch/sparen



Wir haben eine fast 100-jährige Geschichte und sind heute eine 100%ige Tochtergesellschaft der Basler Kantonalbank. So viel Stabilität, Sicherheit und Vertrauenswürdigkeit machen keine Schlagzeilen. Dafür bieten wir Top-Zinsen und verlangen keine Kontoführungsgebühren beim Sparkonto Plus.

Bank  
Banque  
Banca

**CLER**

Dieser Zinssatz entspricht einem Vorzugszinssatz (Basiszins zuzüglich Bonus für bestimmte Nettoneugeldeinlagen). Dauer und Voraussetzungen für die Gewährung von Vorzugskonditionen unterscheiden sich bei neu eröffneten und bestehenden Konten. Sämtliche Details finden Sie unter [www.cler.ch/sparkonto-plus](http://www.cler.ch/sparkonto-plus).