

«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 Renditeigenschaften, 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