

BTV ANLAGEKOMPASS 2022  
KAPITALMÄRKTE IM BLICK

# Weit sicht

Vol. 02 | Spezial





**Entdecker\*innen, Reisende, Innovator\*innen. Sie alle treffen Vorbereitungen bis ins kleinste Detail. Und trotzdem müssen sie auch mit dem Unbekannten rechnen. Beflügelt von den Anziehungskräften des Ziels. Begeistert von dem, was vor ihnen liegt: Terra incognita.**

**Chancen erkunden, Wege finden, durch Neuland navigieren. Das haben wir mit jenen gemeinsam. Wo aber Risiken lauern, versuchen wir, zu objektiven und kompetenten Empfehlungen zu kommen. Das große Ganze im Blick, globale Zusammenhänge auf dem Schirm, verantwortungsbewusste Lotsinnen und Lotsen im besten Sinn.**



Quelle:  
[www.projekt-gutenberg.org/zweig/weltgest/chap013.html](http://www.projekt-gutenberg.org/zweig/weltgest/chap013.html)

Um Finanzmärkte zu verstehen, braucht es Wissen, Erfahrung und eine eigene Meinung. Aber auch die Fähigkeit, Entwicklungen richtig einzuordnen, um daraus zu lernen.

Nach dem Ersten Weltkrieg litt Österreich unter massiven Preissteigerungen und Inflation. Geld war immer weniger wert. Stefan Zweig beschreibt das auch in seinem Buch „Die Welt von Gestern“: „Jeder wollte, da die österreichischen Kronen wie Gallert unter den Fingern zerfließen, Schweizer Franken, amerikanische Dollars [...]. So unglaublich das Faktum erscheint, ich kann es als Zeuge bekräftigen, daß das berühmte Luxus-hotel de l'Europe in Salzburg für längere Zeit ganz an englische Arbeitslose vermietet war, die dank der reichlichen englischen Arbeitslosenunterstützung hier billiger lebten als in ihren Slums zu Hause.“

1922 wurde die Oesterreichische Nationalbank gegründet, um die Stabilität der österreichischen Währung zu sichern. Und am 1. März 1925 wurde schließlich der Schilling eingeführt. Ein Schilling entsprach dem Wert von 10.000 Kronen. Langsam ging es wieder aufwärts und die Stabilität des Schillings trug ihm sogar die Bezeichnung Alpendollar ein.

Der Schilling wurde schließlich am 1. Januar 1999 vom Euro abgelöst. Und der schrieb bisher eine Erfolgsgeschichte.

7	Editorial	22	Expertengespräch mit Alois Wögerbauer <b>„Sachwerte stellen die solide Basis eines Depots dar.“</b>
8	Inflation <b>Die Rekordinflation im historischen Vergleich</b>	25	Fazit <b>Inflation: Gekommen, um zu bleiben. Aber nicht in diesem Ausmaß.</b>
12	Greenflation <b>Energiewende als Inflationstreiber?</b>	26	Basisszenario <b>Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds in den nächsten drei bis sechs Monaten</b>
16	Zinsen <b>Steigende Zinsen richtig managen</b>	28	Erläuterungen
20	Inflationsabsicherung <b>Was Investor*innen jetzt gegen die Inflation unternehmen können</b>	30	Rechtliche Hinweise
		31	Impressum

### Hinweise

Die Prognosen in dieser Publikation wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 26).

Die in dieser Publikation verwendeten Fach- und Finanzbegriffe werden in den Erläuterungen auf Seite 28 ausführlich erklärt.

### Erscheinungsrhythmus

Der BTV ANLAGEKOMPASS erscheint als gedruckte Spezialausgabe zwei Mal im Jahr. In den Zwischenmonaten erscheint die Aktualisierung unserer Anlagemeinung in digitaler Form. Sämtliche Ausgaben finden Sie auf unserer Website [www.btv.at](http://www.btv.at). Für eine automatische Zusendung wenden Sie sich bitte an Ihre Betreuerin bzw. Ihren Betreuer oder nutzen Sie das Formular auf der Website.

**Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,**

mit welchen Adjektiven man die Inflation derzeit auch immer bezeichnen möchte, „transitory“ ist sie wohl eindeutig nicht mehr. Monatelang hielten Notenbanken an der Überzeugung fest, die hohen Inflationsraten seien nur vorübergehend und erforderten keinen akuten Handlungsbedarf. Mit 5,9 % in der Eurozone und 7,9 % in den USA erreichten die Raten aber im Februar erneut historisch hohe Werte.

Das haben wir zum Anlass genommen, uns in dieser Spezialausgabe des BTV ANLAGEKOMPASS mit der Inflation zu beschäftigen: Wir zeigen ihre historische Entwicklung während vergangener Kriege und Pandemien und ziehen Parallelen zur Gegenwart. Außerdem beleuchten wir den Begriff „Greenflation“ und analysieren, ob die Energiewende in den kommenden Jahren inflationstreibend wirken wird. Ohne Frage ist der Weg hin zu sauberer Energiegewinnung alternativlos, doch es sprechen einige Argumente dafür, dass sich dies in den kommenden Jahren in einem höheren Inflationsniveau manifestieren kann.

Lesen Sie außerdem, wie Anleger\*innen und Unternehmer\*innen mit höheren Inflations- und Zinsniveaus umgehen können und welche Instrumente wir zur Absicherung empfehlen.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr BTV Asset Management

# Die Rekordinflation im historischen Vergleich

Die Inflation wird weiterhin vom knappen Angebot und einer starken Nachfrage getrieben – neue Mehrjahreshöchststände wurden erreicht. Doch auch wenn eine schnelle Beruhigung der Situation derzeit nicht in Sicht ist: Sind Vergleiche mit der Nachkriegszeit oder der Ölpreiskrise der 70er-Jahre angebracht?

## Hohe Inflation hält länger als erwartet an

Die steigenden Verbraucherpreise beschäftigen uns nun schon seit Anfang letzten Jahres und wurden in den vergangenen Monaten auch im täglichen Leben immer stärker spürbar. Wie in der Grafik ersichtlich, handelt es sich damit aktuell um eine Inflation, die deutlich über dem Zielniveau der Zentralbanken von 2 % liegt und für die Wirtschaftsleistung damit nicht mehr als förderlich gilt.

Getrieben wird die Inflation nicht nur von der Nachfrageseite, sondern insbesondere auch von der Angebotsseite. Die höhere Nachfrage ist vor allem auf einen höheren Konsum zurückzuführen, der sich aufgrund der Lockdown-Maßnahmen zur Bekämpfung der Pandemie aufgestaut hat. Durch fiskalpolitische Stimulusmaßnahmen stehen den Haushalten sowie den Unternehmen höhere Barbestände zur Verfügung, wodurch die Nachfrage zusätzlich angetrieben wird.

Der hohe Bedarf steht allerdings einem knappen Angebot gegenüber. Unter dem ständigen Rauf- und Runterfahren der Wirtschaftsaktivität hat das Angebot stark gelitten, die schnelle Erholung der Nachfrage nach dem Lockdown war für die Industrie kaum vorherzusehen und traf sie unvorbereitet. Vor allem die Knappheit an Rohstoffen sowie elektronischen Vorprodukten führte zu einem Angebotsdefizit im Industriesektor. Der Krieg in der Ukraine hat Ängste um Versorgungsengpässe bei Rohstoffen, insbesondere im Energiesektor, schließlich weiter verschärft. Vor allem in den USA, aber auch in Europa schlagen die höheren Inputkosten auf den Rest der Wirtschaft nach und nach durch. Der Anstieg der Immobilienpreise hat sich weiter

fortgesetzt und auch am Arbeitsmarkt setzt sich das höhere Preisniveau in Form von höheren Löhnen schrittweise durch.

Für den Ausblick bedeutet dies, dass sich die Inflation länger auf erhöhten Niveaus halten wird als bisher angenommen und auch 2023 noch mit Inflationsraten über Zielniveau gerechnet werden muss. Eine Inflationsbewegung wie in den beiden Weltkriegen oder während der Ölkrise in den 70ern ist allerdings nicht zu befürchten.

## Inflation deutlich über Zielniveau



Quellen: Bloomberg, BTV; Stand 17.03.2022

## Inflation in der (Nach-)Kriegszeit

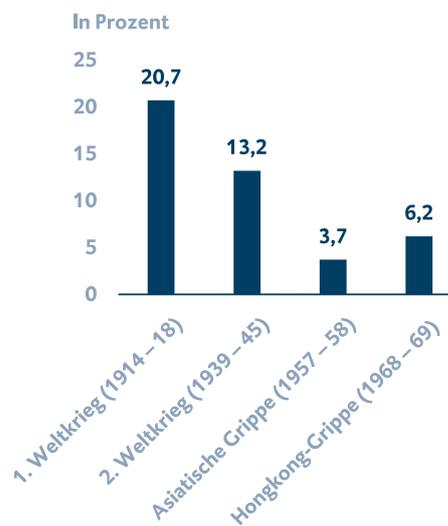
In der Diskussion über die hohe aktuelle Inflation werden häufig auch die enormen Preissteigerungen während bzw. nach den beiden Weltkriegen zum Vergleich angeführt. Fakt ist: Die Kriege wurden über eine enorme Ausweitung der Staatsschulden finanziert, die Geldmenge daher um ein Vielfaches angehoben. In der Nachkriegszeit sah man sich dann mit einer massiven Nachfrage konfrontiert, da der Wiederaufbau nach den Kriegsjahren so schnell wie möglich vorangetrieben werden sollte. Gleichzeitig war aber auch das Angebot massiv begrenzt, da Produktionskapazitäten, Infrastruktur sowie die nötige Versorgung stark zerstört worden waren. Die Inflation stieg damit – über mehrere Kanäle befeuert – während und auch nach den Kriegsjahren stark an.

Dass Pandemien nicht dieselben Auswirkungen auf Inflation und Wirtschaftswachstum haben wie Kriege, beweist der Vergleich der an den Todeszahlen gemessen zwölf größten Kriege und Pandemien seit dem Jahr 1300. Der Hauptgrund hierfür ist, dass es durch einen Krieg zu einer massiven Zerstörung von Wohnraum, Industriestätten und Infrastruktur kommt, wodurch ein beispielloser Investitionsbedarf entsteht, der zum Großteil durch steigende Staatsausgaben finanziert werden muss. Durch die Kriegsfinanzierung ist der Staatshaushalt im Normalfall in der Nachkriegszeit allerdings bereits stark angeschlagen. In einer Pandemie greift der Staat lediglich ein, um entgangene Löhne und Umsätze auszugleichen. Im Zeitraum der vergangenen 700 Jahre hat sich damit gezeigt, dass die Inflation während Kriegen bzw. in der Nachkriegszeit stark nach oben getrieben wurde, wohingegen Pandemien nur kurzfristig und in geringerem Ausmaß einen preistreibenden Effekt aufwiesen.

In der Grafik sind beispielhaft die US-Spitzeninflationen während der beiden Weltkriege sowie während zweier Pandemien im 20. Jahrhundert dargestellt. Dennoch gilt es die Höhe der Staatsausgaben sowie die Todesfälle in der Inflationsprognose für den Einzelfall zu berücksichtigen. Im aktuellen Szenario sind vor allem die geleisteten Staatsausgaben hoch ausgefallen und zusätzlich kommt eine Knappheit an Rohstoffen hinzu, die nur teilweise auf die Pandemie zurückzuführen ist.

Im historischen Vergleich liegt der aktuelle Inflationsanstieg damit über dem Niveau der vergangenen Pandemien.

## US-Spitzeninflation\* während Kriegen/Pandemien im 20. Jahrhundert



Quellen: Bloomberg, BTV; Stand 17.03.2022

\* Ausgewiesen wird jeweils die höchste US-Monatsinflation ggü. dem Vorjahr.

## Inflation während der beiden Ölkrisen in den 70er-Jahren

Im Zusammenhang mit dem starken Anstieg der Energiepreise zu Beginn dieses Jahres wurde immer wieder der Vergleich mit den beiden Ölkrisen in den 70er-Jahren bemüht. Während des OPEC-Ölembargos 1973 sowie auch während der durch den Golfkrieg bedingten zweiten Ölpreiskrise 1979/80 führte die extreme Energieknappheit zu Energieeinsparungen für Industrie und letztlich sogar für Privatpersonen.

Die Explosion der Energiepreise um mehrere 100 Prozent führte nach den wachstumsstarken 1960ern zu einer weltweiten Stagflation, also zu einem geringen bzw. negativen Wirtschaftswachstum mit hoher Inflation. Über Konjunkturprogramme wurde in den großen Industrieregionen versucht, an den Wachstumspfad der 60er-Jahre anzuschließen, was die Inflation weiter nach oben trieb, nicht aber das Wirtschaftswachstum.

Der damalige US-Notenbankchef Paul Volcker erhöhte den Leitzinssatz 1979/80 schließlich auf bis zu 20 % und konnte die Inflation damit eindämmen, zum Preis einer scharfen Rezession. Die aktuelle Rohstoffknappheit und die damit einhergehenden stark gestiegenen Preisniveaus lassen dennoch keinen Vergleich mit den Ölkrisen der 70er-Jahre zu, da die Rahmenbedingungen andere waren. Erstens ist die aktuelle Energieknappheit nicht im selben Ausmaß wie in den 70ern gegeben und durch ein höheres Öllangebot ist auch der Anteil am Ölmarkt deutlich geringer (siehe Grafik). Erwähnt werden muss außerdem, dass die Versorgung mittlerweile geografisch deutlich breiter aufgestellt ist als vor fünfzig Jahren. Zweitens ist die Industrie durch einen starken Profitabilitätszuwachs in den vergangenen fünfzig Jahren heute weniger energieintensiv aufgestellt. Das bedeutet, je produzierter Einheit ist weniger Energie notwendig. Drittens und letztens sah sich die globale Wirtschaft damals mit vielfältigen Problemen konfrontiert: Zurückgehende Wachstumsraten, wiederkehrende Wirtschaftskrisen mit hoher Arbeitslosigkeit sowie die Destabilisierung der internationalen Währungsordnung lasteten auf der Stabilität und dem Ausblick der Weltwirtschaft.

### Ölkrisen im Vergleich

	Reduktion Öllangebot	Anteil am Ölmarkt	Brentpreis
1973 OPEC-Ölembargo	4 mb/d	7,20 %	+324 % über 6 Monate
1980 1. Golfkrieg	4,5 mb/d	7,10 %	+49 % über 9 Monate
1990 Iran-Kuwait-Krieg	4,3 mb/d	6,50 %	+106 % über 4 Monate
2003 US-Irak-Krieg	2,2 mb/d	2,70 %	+32 % über 3 Monate
2022 Krieg in der Ukraine	3,5 mb/d	3,70 %	+45 % in 5 Wochen*

**Quellen:** Bloomberg, BTV; Stand 17.03.2022

Ölmengen werden in Millionen Barrel pro Tag (mb/d) angegeben.

\* Preisanstieg im Zeitraum 01.02.2022 bis 08.03.2022.

### Langfristig höhere Inflationsniveaus erwartet

In der BTV gehen wir davon aus, dass die aktuellen Inflationsniveaus in diesem und im kommenden Jahr nach und nach zurückgehen. Ein Zurückkommen der Energiepreise auf nachhaltig niedrigere Niveaus, eine Entspannung in der Lieferkettenproblematik sowie das Abflauen der pandemiebedingten Nachhol-effekte sollten hierzu beitragen. Dennoch wird langfristig eine Inflation erwartet, die über den Rekordtiefs der vergangenen Jahre zu liegen kommen sollte. Für diese Annahme gibt es mehrere Gründe:

**Rückgang der Globalisierung:** Die jüngst zunehmenden Autonomiebestrebungen der großen Industrieregionen sowie die Lieferkettenproblematik während der Pandemie haben zuletzt zu einer Stagnation bzw. sogar einem leichten Rückgang der Globalisierung geführt. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen, wodurch auf globaler Ebene mit einem Rückgang der Produktivität und einem Anstieg der Verbraucherpreise zu rechnen ist.

**Bekämpfung der Ungleichheit:** In den Industriestaaten haben sich die Bestrebungen verstärkt, die Einkommensschere zu verringern. Höhere Mindestlöhne sowie bessere Zugänge zum Arbeitsmarkt dürften das Preisniveau tendenziell leicht steigen lassen.

**Erneuerbare Energien:** Fossile Brennstoffe sollen im Zuge der Energiewende durch ein höheres Preisniveau unrentabler werden und somit Investitionen in erneuerbare Energien anregen. Zumindest in den ersten Jahren sollte dies zu einem höheren Preisniveau führen.

**Inflationserwartungen:** Höhere Rohstoffpreise, die insbesondere durch ein knappes Angebot ausgelöst wurden, haben auch in der Vergangenheit längerfristige Inflationserwartungen ansteigen lassen. Dies dürfte sich auch in der zukünftigen Inflation-entwicklung niederschlagen.

Allerdings steigt durch die fortschreitende Digitalisierung gleichzeitig die Produktivität weiterhin stark an. Das bedeutet, es können mehr Güter von besserer Qualität in derselben Zeit zu günstigeren Preisen produziert werden. Der technologische Fortschritt stellt damit ein starkes Gegengewicht zu den oben beschriebenen inflationstreibenden Faktoren dar. Summiert man die einzelnen Effekte, dürften diese wie in der Grafik ersichtlich eine inflationstreibende Wirkung von ca. 0,50 % auf die Inflationszahlen in den USA und Europa haben. Die Inflation der Eurozone dürfte damit langfristig bei einem Wert um 2,00 %, die US-Inflation bei einem Wert um 2,75 % zu liegen kommen.

Ein langfristig höheres Inflationsniveau hat nicht nur für Anleger\*innen, sondern auch für Unternehmer\*innen Auswirkungen. Gewisse Anlageformen bieten einen Inflationsschutz und bewahren das Vermögen vor dem Kaufkraftverlust, Genaueres hierzu erfahren Sie auf den nachfolgenden Seiten. Aber auch Finanzierungen müssen in einem Umfeld inflationsbedingt steigender Zinsen gut überlegt sein. Tipps, wie gegen das Risiko steigender Zinsen vorgegangen werden kann, finden Sie ebenfalls auf den nächsten Seiten dieser Publikation.

### Langfristig leicht höhere Inflation erwartet

Faktor	Einfluss auf Inflation
De-Globalisierung	10 bis 40 BP
Ungleichheit	0 bis 10 BP
Erneuerbare Energien	10 bis 40 BP
Inflationserwartung	5 bis 15 BP
Digitalisierung	-10 bis -30 BP
<b>Summe</b>	<b>~ 45 BP*</b>

**Quellen:** Bloomberg, BTV; Stand 17.03.2022

\* Summe der mittleren Werte in Basispunkten (BP).

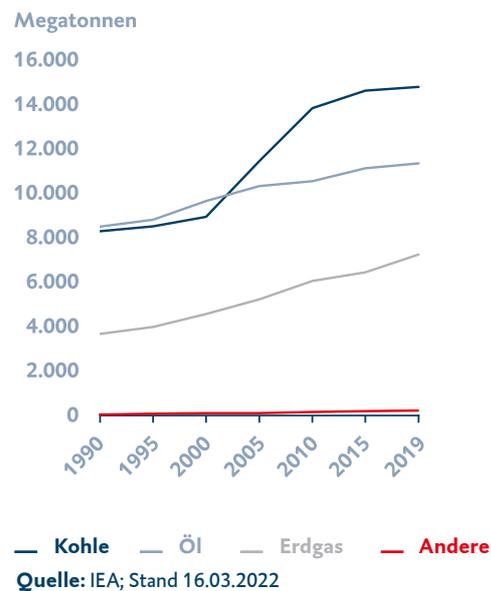
# Energiewende als Inflationstreiber?

Der Green Deal der EU soll die Energiewende vorantreiben und CO<sub>2</sub>-Neutralität bis 2050 möglich machen. Angesichts der hohen Inflationsraten weltweit werden aber auch Stimmen laut, die prognostizieren, dass die nachhaltige Energiegewinnung und damit die Abkehr von fossilen Energieträgern zusätzlichen Inflationsdruck in den kommenden Jahren auslösen wird. Was steckt hinter diesen Befürchtungen?

## EU Green Deal als Treiber für die Energiewende

„Netto-Null“ bis 2050? Das heißt, die EU bzw. weltweit 130 Länder haben sich dazu verpflichtet, bis 2050 CO<sub>2</sub>-Neutralität zu erreichen. Neutralität bedeutet in diesem Zusammenhang, dass alle durch Menschen verursachten Treibhausgas-Emissionen durch Reduktionsmaßnahmen wieder aus der Atmosphäre entfernt werden müssen. Im Idealfall wird der Ausstoß bis nahe Null reduziert, sodass der Rest klein genug ist, um durch Meere und Wälder absorbiert zu werden. Bereits bis 2030 sollen die Emissionen um mindestens 55 % gegenüber 1990 gesenkt werden. Aber im Jahr 2021 war im Zuge der wirtschaftlichen Erholung nach dem pandemiebedingten Einbruch 2020 der CO<sub>2</sub>-Ausstoß v. a. infolge eines hohen Energieverbrauchs so hoch wie noch nie. Grund war, dass viele Länder infolge der rasanten Verteuerung der Öl- und Gaspreise sowie u. a. auch einer bedingt durch vergleichsweise schwachen Wind geringeren Ökostromproduktion wieder vermehrt Energie aus Kohle gewonnen haben. Aus der nebenstehenden Grafik ist ersichtlich, dass dies aber die „schmutzigste“ Art und Weise ist, Energie zu gewinnen.

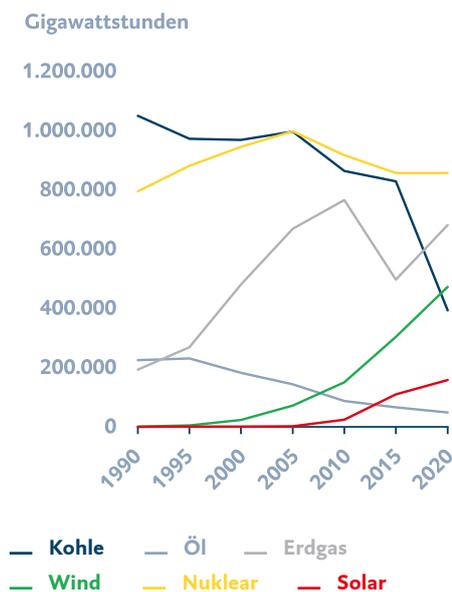
## Weltweite CO<sub>2</sub>-Emissionen je Energiequelle



Um die gesetzten Klimaziele zu erreichen, soll in der EU die Stromerzeugung durch Solarpaneele und Windräder ausgebaut werden. Diese Arten der Energiegewinnung nehmen zwar stetig zu (siehe Grafik), allerdings wird immer noch ein viel zu großer Teil des Energiebedarfs in der EU aus fossilen Energieträgern gedeckt. Dies wurde uns im vergangenen Jahr schmerzlich vor Augen geführt, als die hohe Nachfrage nach diesen Rohstoffen das Angebot überstieg, was zu einem deutlichen Anstieg der Preise und damit einhergehend auch der Inflationsraten führte.

Etwa zwei Drittel der Inflation 2021 kamen dabei allein durch den Anstieg der Energiepreise zustande. Der unmittelbare Grund dieser Preisanstiege war zwar nicht die Energiewende, sondern zu einem Großteil die Folgen der Pandemie, dennoch wird nun vermehrt rund um den Begriff „Greenflation“ diskutiert. Hierbei soll die Frage beantwortet werden, inwieweit die Energiewende als Preistreiber für Rohstoffe gelten und damit den Inflationsdruck in den kommenden Jahren erhöhen wird.

### Stromerzeugung nach Ressource in der EU



Quelle: IEA; Stand 16.03.2022

### Energiewende als Inflationstreiber?

Diese Befürchtung ist nicht ganz von der Hand zu weisen. Es gibt einige Argumente, die für etwas mehr Inflationsdruck infolge der Energiewende sprechen. Diese wollen wir nachfolgend unter die Lupe nehmen:

- **Kosten für CO<sub>2</sub>-Emissionen:** Je mehr CO<sub>2</sub> ein Unternehmen emittiert, umso mehr wird dies in Zukunft seine Produktionskosten erhöhen. Dies soll einen Anreiz schaffen, Industrieproduktion und Stromerzeugung zu dekarbonisieren. Aber die steigenden Zertifikatspreise für das Emittieren von CO<sub>2</sub> erhöhen neben den Produktionskosten auch die Preise für die Konsument\*innen und können sich daher inflationär auswirken.
- **Abzug von Kapital:** Da die Energiewende Zeit braucht und CO<sub>2</sub>-Emissionen immer teurer werden, wird Kapital aus CO<sub>2</sub>-intensiven Sektoren abfließen. Dies kann vorübergehend dazu führen, dass die Versorgungssicherheit in Gefahr ist, was wiederum die Energiepreise erhöht, die an die Verbraucher\*innen weitergegeben werden. Aktuell gibt es noch keine Strategie, wie diese Übergangsphase auf EU-Ebene geregelt werden könnte.
- **Hohe Investitionen notwendig:** Für den Strukturwandel und das Erreichen der Klimaziele müssen Unternehmen sehr viel investieren. Höhere Kosten können in Form von teureren Produkten an die Konsument\*innen weitergegeben werden.
- **Hohe Nachfrage nach Industriemetallen:** Der Strukturwandel und die hohen Investitionen erhöhen auch die Nachfrage nach Industriemetallen, was deren Preise weiter nach oben treiben wird. Vor allem Kupfer und Aluminium werden für die Herstellung von Solarpaneelen und Windrädern benötigt.

- **Weltweiter Stromverbrauch wird weiter steigen:**

Der globale Stromverbrauch steigt kontinuierlich (siehe Grafik) und nahm allein 2021 um 6 % zu, wobei dieser Trend auch in Zukunft anhalten und damit tendenziell preistreibend wirken dürfte. Der Ausbau der Elektromobilität erhöht die Nachfrage nach Strom zusätzlich.

### Weltweiter Stromverbrauch steigt kontinuierlich



### Energiewende bleibt alternativlos

Weiter steigende Energiepreise müssen jedoch nicht unbedingt ein dauerhaftes Überschießen der Inflation zur Folge haben, da es auch einige gegenläufige Effekte gibt. Beispielsweise haben sich zwischen 2000 und 2010 die Erdölpreise fast verdreifacht, trotzdem konnte die EZB ihr Inflationsziel von durchschnittlich 2 % erreichen. Es erfolgt nämlich nicht immer eine direkte Preisweitergabe an die Kund\*innen. Eine Preiserhöhung bei Rohöl macht sich beim Endverbraucher direkt anhand des Treibstoffpreises bemerkbar, höhere Strom- und Gaspreise werden hingegen nicht unmittelbar weitergegeben. Dies liegt einerseits an flexiblen Lieferverträgen und andererseits an staatlichen

Preisregulierungen. Zudem kommt bei längerfristig höheren Energiepreisen der sogenannte Einkommenseffekt zum Tragen. Durch höhere Energieausgaben sinkt das verfügbare Einkommen, weshalb der Konsum anderswo eingeschränkt wird, was die Preise in diesen Sektoren drücken kann.

Langfristig gilt grüne Energie außerdem nicht nur als sauberer, sondern auch als billiger. Fossile Energieträger werden bereits so lange genutzt, dass das Kostensenkungspotenzial ausgeschöpft zu sein scheint. Bei erneuerbaren Energien besteht hingegen noch Potenzial. Beispielsweise hat der Fortschritt in der Photovoltaik die Kosten von Solarstrom in zehn Jahren um 89 % gesenkt.

Unbestritten ist auch, dass Klimaschutzmaßnahmen unbedingt umgesetzt werden müssen. Nicht nur weil es gilt, unseren Planeten zu retten, sondern auch aus ökonomischer Sicht. Extremwetterereignisse können zu enormen Preisschwankungen bei Nahrungsmitteln führen, die Infrastruktur zerstören und globale Transportwege behindern. Diese inflationär wirkenden Effekte können jene aus Klimaschutzmaßnahmen sogar übersteigen.

Zusammenfassend lässt sich also sagen, dass die Argumente, die für etwas mehr Inflationsdruck infolge der Energiewende sprechen, zu überwiegen scheinen. Dennoch gibt es aber auch Effekte, die den Inflationsdruck abmildern und das Risiko einer deutlich höheren Inflation begrenzen werden. Nichts zu tun und weiter auf fossile Brennstoffe zu vertrauen ist jedenfalls keine Option. Denn: „There’s no planet B.“

# Ausgezeichnete Erfolge

Das BTV Asset Management zählte 2021 zum 12. Mal in Folge zu den Besten des deutschsprachigen Raumes und wurde in den Kategorien „Top-Renditen“ und „Sharpe-Ratio“ jeweils mit 5 Sternen für herausragende Ergebnisse bewertet.



# Steigende Zinsen richtig managen

Viele Jahre dümpelte die Inflationsrate unterhalb der Zwei-Prozent-Marke. Da halfen auch massivste Anstrengungen der Zentralbank nichts. Mit der Pandemie und dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine folgten zwei Zäsuren, die sehr viel Inflationsdruck erzeugen und die EZB zur Zinswende zwingen dürften. Wir stellen Ihnen zwei schlagkräftige Instrumente vor, mit denen das Risiko steigender Zinsen adäquat gemanagt werden kann.

## Notenbanken gegen Inflation

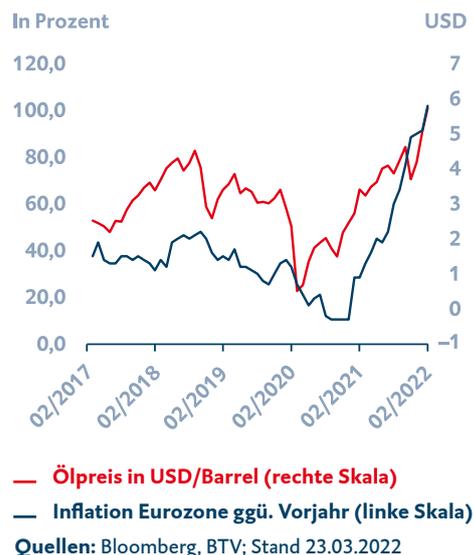
Inflation entsteht durch eine Überhitzung der Wirtschaft. Das heißt, die Nachfrage nach Gütern und/oder Dienstleistungen übersteigt das Angebot und es entstehen Engpässe, wodurch die Verbraucherpreise zulegen. Notenbanken versuchen in diesem Fall, mit höheren Zinsen einzugreifen und die Inflation einzudämmen, auch wenn dadurch das Wirtschaftswachstum zurückgeht. Denn höhere Zinsen bedeuten, dass der Preis für Geld steigt, wodurch auch Investitionen und Konsum teurer werden und schließlich abnehmen. Dies hat zur Folge, dass die Verbraucherpreise zu sinken beginnen und die Inflation langsam zurückgeht. Die Herkulesaufgabe der Notenbanken besteht dabei darin, die Inflation so stark wie möglich einzudämmen, ohne dabei die Wirtschaftsleistung maßgeblich abzuwürgen oder eine sogenannte Stagflation (hohe Inflationsraten bei niedrigem Wirtschaftswachstum) zu erzeugen. Ausgelöst werden kann ein stagflationäres Umfeld durch einen exogenen Schock, wie beispielsweise das massive Ansteigen der Rohstoffpreise in den vergangenen Monaten. Höhere Rohstoffpreise schwächen die Wirtschaftsleistung, da die Inputkosten der Unternehmen zum Teil massiv ansteigen, wodurch auch die Verbraucherpreise und damit die Inflationsrate immer weiter nach oben getrieben werden (siehe Grafik). Zinsanhebungen müssen in diesem Fall sehr vorsichtig erfolgen.

## Unterschiedliche Geschwindigkeit in Europa und den USA

Die Fed hat den Zinsanhebungszyklus mit einem Zinsschritt um 25 Basispunkte im März bereits eingeleitet. Weitere Anhebungen um bis zu 200 Basispunkte, um das von der US-Notenbank angegebene neutrale Zielniveau von 2,5 % zu erreichen, werden

bis Jahresende erwartet. Leitzinsanhebungen führen vor allem am kurzen Ende der Zinskurve zu steigenden Zinsen, wodurch sich die US-Zinskurve leicht abflachen wird. In der Eurozone steht aktuell hingegen nur der Einlagezinssatz im Fokus, zu dem Geschäftsbanken bei der EZB Geld anlegen. Bis Jahresende dürfte sich dieser vom aktuellen Niveau von -0,5 % durch ein oder zwei Zinsschritte in Richtung 0 % bewegen. Im Vergleich zu den USA ist der Spielraum der EZB, was Zinsanhebungen angeht, aber begrenzt: einerseits aufgrund der hohen Staatsschulden, die weiterhin finanzierbar bleiben müssen, andererseits aufgrund der vergleichsweise schwächeren Wirtschaftsstärke in Südeuropa.

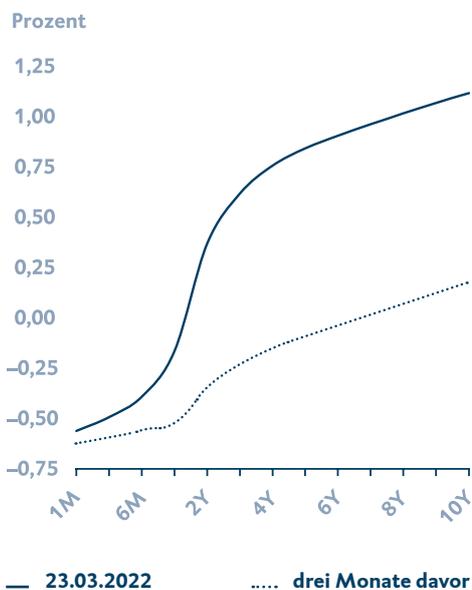
## Rohstoffpreise als exogener Schock befeuern Inflation



## Die Rückkehr des Zinsänderungsrisikos – jetzt auf fix umsteigen?

Wenn wir ehrlich sind, gehörten Zinskosten bzw. das Zinsänderungsrisiko in den letzten Jahren nicht mehr zu den hinreichenden Bedingungen, die über das Ja oder Nein zu einer Investitionsmöglichkeit entschieden. Fix verzinste Kredite waren selbst für lange Laufzeiten nicht oder kaum teurer als variable Verzinsungen. Das allgemeine Zinsniveau schien lange in der Nähe der Allzeittiefs einzementiert. Argumente zum Zinsänderungsrisiko oder der Planungssicherheit bei fix verzinnten Krediten fanden wenig Beachtung. Die Zinsstrukturkurve zeigt es inzwischen aber deutlich an. Der Referenzzinssatz für eine Kreditlaufzeit von 10 Jahren lag noch vor drei Monaten fast bei 0 %. Inzwischen kostet ein Kredit auf dieselbe Laufzeit über 1 %.

## Vergleich Zinsstrukturkurve heute und vor drei Monaten



Quellen: Refinitiv, BTV; Stand 23.03.2022

Gleichzeitig haben Argumente, die für eine Zinswende sprechen, auch innerhalb des EZB-Rates mehr und mehr Gewicht bekommen. Lange wurde noch darüber diskutiert, wie stark

oder wie lange die Pandemie die Inflationsrate antreibt. „Transitorisch“ sei die Inflation, wie es hieß. Spätestens mit Beginn des Krieges in der Ukraine und den damit verbundenen Wirtschaftssanktionen gegenüber Russland spricht einiges dafür, dass sich der Inflationsdruck verfestigt und die Notenbanken trotz neuer konjunktureller Risiken zum Handeln in Bezug auf Zinsanhebungen gezwungen sein werden.

## Wer sollte Zinsen jetzt besser absichern?

Nicht jedes Geschäftsmodell und jede Investition kann und will das gleiche Zinsrisiko tragen. Dafür gibt es naturgemäß den Kapitalmarkt, der über den Handel dafür sorgt, dass jeder Marktteilnehmer am Ende das gewünschte Zinsrisiko trägt. Dem Zinsänderungsrisiko besonders ausgesetzt sind prinzipiell alle Unternehmen, die inhärent viel Fremdkapital im Anlagevermögen gebunden haben und deren Geschäftsmodelle gleichzeitig nur geringe Umsatzrenditen abwerfen. In der Hotellerie zum Beispiel steckt gewöhnlich viel langfristiges Fremdkapital in der Immobilie und der Innenausstattung. Das Vermögen lässt sich nicht ohne Weiteres liquidieren, um die Kredite vorzeitig zu tilgen und damit die Zinsbelastung zu senken. Bei im Vergleich zu anderen Branchen gleichzeitig durchschnittlich geringen Margen können sich Zinsanstiege dann zum Stolperstein entwickeln. Ob sich eine Absicherung „lohnt“, sollte daher neben Kosten- vor allem aus Risikoüberlegungen heraus abgewogen werden.

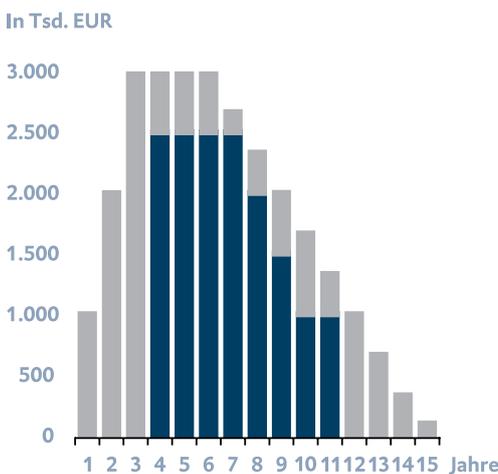
Können höhere Beschaffungskosten an Kunden weitergegeben werden und spielt der Einfluss von steigenden Zinskosten auf den Erfolg eines Projekts oder die Umsatzrendite generell eine eher untergeordnete Rolle, kann auch eine geringe Absicherungsquote gewählt werden und sinnvoll sein. Das trifft beispielsweise auf sogenannte „wissensintensive Dienstleistungen“ wie Consulting zu.

## Welche Instrumente sich eignen

Damit steigende Zinsen Sie nicht verunsichern müssen, stellen wir Ihnen drei schlagkräftige Instrumente vor, die für Sie das diesbezügliche Risiko effektiv begrenzen oder ganz ausschließen: Fixzinskredit, Zinsswap und Zinscap.

Für viele Finanzierungen ist der einfache **Fixzinskredit** ausreichend. Der Vorteil ist, dass sich die Verzinsung über die gesamte Laufzeit nicht mehr verändern kann, unabhängig davon, wie sich die Marktzinsen entwickeln. Das schafft Planungssicherheit und schaltet das Zinsänderungsrisiko aus. Der Nachteil im Vergleich zum Derivat liegt in der etwas geringeren Flexibilität bei Sondertilgungen, vorzeitigen Auflösungen oder speziellen Finanzierungsstrukturen. Das Pendant zum Fixzinskredit ist der **Zinsswap**. Dieser ist in der Konstruktion etwas aufwendiger, bietet dafür jedoch alle Möglichkeiten der flexiblen Ausgestaltung. Es können individuelle Tilgungsstrukturen gewählt werden, Absicherungen von Teilbeträgen vereinbart oder Startzeitpunkte in der Zukunft ausgewählt werden. Ein weiterer Vorteil des Zinsswaps ist, dass er von der zugrundeliegenden Finanzierungsstruktur unabhängig ist. Es erfolgt also kein Eingriff in bestehende Finanzierungsverträge, sodass auch Finanzierungen anderer Banken abgesichert werden könnten oder mehrere Finanzierungen „gemeinsam“ abgesichert werden können.

**Investitionsprojekt mit gestaffelter Finanzierungsausnutzung – abgesichert durch einen Zinsswap**



■ Absicherung durch einen Zinsswap

■ variabler Finanzierungsanteil

Quelle: BTV; Stand 23.03.2022

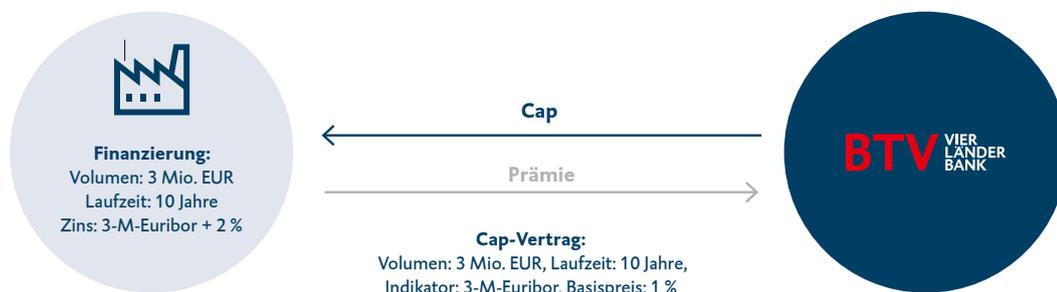
Im nebenstehenden Beispiel (Balkendiagramm) wird die Absicherung eines typischen Investitionsprojekts dargestellt. Nach einer dreijährigen Ausnutzungsphase, in der der Kredit in drei Tranchen ausgezahlt wird, folgen drei weitere Jahre tilgungsfreier Zeitraum, bevor der Kredit nach insgesamt fünfzehn Jahren vollständig getilgt ist. Der Zinsswap mit Start nach drei Jahren sichert nur den vom Unternehmer gewünschten Finanzierungsteil ab. Das Zinsrisiko am Ende der Kreditlaufzeit wird offengelassen. So kann das Zinsrisiko heute schon passgenau und adäquat gesteuert werden, bei gleichzeitig angemessenen Absicherungskosten.

**Worst-Case-Szenarien absichern**

Ist das Geschäftsmodell für Zinsänderungsrisiken grundsätzlich weniger anfällig, könnte ein Zinscap interessant sein. Der Zinscap kann so gestaltet werden, dass zumindest ein Worst-Case-Szenario abgesichert wird. Dabei erhält der Käufer des Zinscaps gegen Zahlung der Capprämie Ausgleichszahlungen, sobald der Referenzzinssatz (in diesem Fall der 3-Monats-Euribor) über einen vereinbarten Schwellenwert steigt. Dadurch profitiert das Unternehmen weiterhin im vollen Ausmaß vom niedrigen Zinsniveau. Ziehen die Zinsen aber an, ist das Unternehmen gegen einen Anstieg der Zinsen über die Schwelle hinaus voll abgesichert.

Im Beispiel (die Werte sind frei erfunden und dienen der Illustration) besteht für das Unternehmen eine variabel verzinsten Finanzierung in Höhe von 3 Mio. Euro. Aus der Finanzierung ist der variable 3-M-Euribor zzgl. des Finanzierungsaufschlags von 2 % zu bezahlen. Steigt der 3-M-Euribor nun über den Schwellenwert von 1 %, erhält das Unternehmen entsprechende Ausgleichszahlungen. Das Risiko des Zinsanstieges ist also effektiv auf 3 % begrenzt (2 % Kreditaufschlag + 3-M-Euribor, gedeckelt bei 1 %). Die Prämie ist bei Abschluss fällig und umso niedriger, je höher der Schwellenwert gewählt wird. Dabei kann die Prämie auch liquiditätsschonend und ohne Mehrkosten über die Laufzeit verteilt werden.

## Funktionsweise Finanzierung mit Zinscap



Quelle: BTV; Stand 23.03.2022

### Unsere Lösungen zusammengefasst

Jedes Absicherungsinstrument bietet eigene Besonderheiten und je nach Investitionsvorhaben Vor- und Nachteile, die individuell abgewogen werden sollten. Nachfolgend haben wir für Sie alle drei Instrumente inklusive ihrer wichtigsten Eigenschaften noch einmal zusammengefasst.

### Unsere Lösungen

	Kredit mit fixem Zinssatz	Zinscap	Zinsswap
<b>Start</b>	sofort	sofort oder in der Zukunft	sofort oder in der Zukunft
<b>Volumen</b>	jedes Finanzierungsvolumen	> 750.000 EUR	> 750.000 EUR
<b>Finanzierung</b>	nur BTV Finanzierungen	auch andere Banken	auch andere Banken
<b>Teilbeträge</b>	nur gesamtes Finanzierungsvolumen	flexibel (losgelöst vom Grundgeschäft, kostenfreie Sondertilgung in Finanzierung möglich)	flexibel (losgelöst vom Grundgeschäft, kostenfreie Sondertilgung in Finanzierung möglich)
<b>Besonderheit</b>	einfache Handhabung	auch mit verteilter Prämienzahlung möglich, höhere Beratungs- und Dokumentationsanforderungen	Bilanzierung ggf. als Drohverlustrückstellung, höhere Beratungs- und Dokumentationsanforderungen

Quelle: BTV; Stand 23.03.2022

# Was Investor\*innen jetzt gegen die Inflation unternehmen können

Angesichts historisch hoher Inflationsraten macht es für Investor\*innen im aktuellen Umfeld Sinn, sich Gedanken über geeignete Anlageoptionen zur Absicherung des Inflationsrisikos zu machen. Lesen Sie nachfolgend, welche Instrumente hierfür laut BTV Expert\*innen infrage kommen.

## Inflationsrisiken haben zuletzt zugenommen

In der BTV gehen wir zwar davon aus, dass die historisch hohen Inflationsraten im Laufe des Jahres zurückgehen werden, aber dieses und kommendes Jahr werden weiterhin Werte über dem Zielniveau der Notenbanken von 2,0 % erwartet. Zusätzlich dazu sind die Inflationsrisiken in den vergangenen Wochen angestiegen. Für Investor\*innen macht es deshalb Sinn, sich über Anlagemöglichkeiten zur Inflationsabsicherung Gedanken zu machen. Warum, das zeigt die untenstehende Grafik bzw. ein simples Rechenbeispiel. Legt man 100,- Euro bei einer Inflation von lediglich 1 % und einem Zinssatz von 0,5 % für fünf Jahre an, beträgt der reale Wert am Ende der Laufzeit nur noch 98,- Euro. Bei einer Inflation von 3 % nur noch 88,- Euro. Bargeld ist demnach in Zeiten erhöhter Inflation nicht die beste Anlagemöglichkeit, weshalb wir im Folgenden einige Alternativen beleuchten werden.

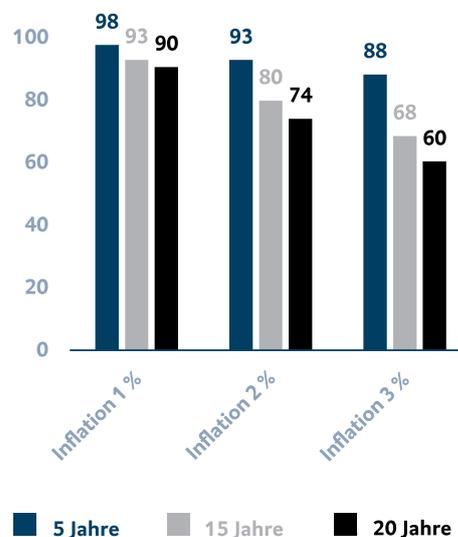
## Anlagemöglichkeiten zur Inflationsabsicherung

In der BTV beurteilen wir sogenannte Sachwerte als eine Möglichkeit, sich gegen eine hohe Inflation abzusichern. Darunter versteht man eine Gegenposition zu sogenannten Geldwerten, also allen Arten von festverzinsten Anlageoptionen. Sachwerte besitzen einen physischen, realen Wert und umfassen beispielsweise Immobilien und Rohstoffe, aber auch alternative „Anlagemöglichkeiten“ wie Wein oder Oldtimer. Rohstoffe gelten als knappes Gut und bieten Werterhalt, da sie in der Wirtschaft – unabhängig von aktuellen Wirtschaftstrends – immer eine Anwendung finden. Immobilien hingegen liefern beständige Erträge in Form von Mieteinnahmen, die sich an die Inflation anpassen lassen.

Ein weiterer Klassiker zur Absicherung von Inflation sind Inflationsschutzanleihen. Abgesichert ist man dahingehend, dass der Kupon und/oder der Rückzahlungsbetrag an eine steigende Inflationsrate angepasst werden.

## Realer Wertverlust bei traditionellen Sparlösungen

Startpunkt = 100 Euro



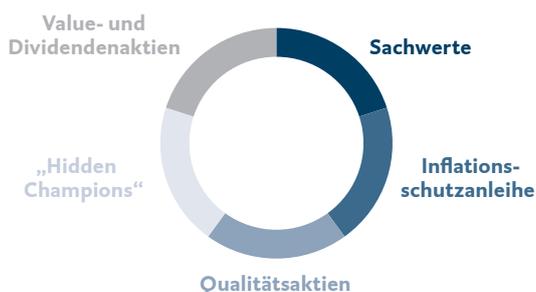
Quelle: BTV; Stand 16.03.2022

### Auch Aktien können gegen eine hohe Inflation schützen

Einen gewissen Inflationsschutz bieten auch Aktien. Allerdings gilt es hier, selektiv vorzugehen und das Unternehmen, sein Businessmodell sowie den Geschäftsbericht genau unter die Lupe zu nehmen. Qualitätsaktien eignen sich gut als Inflationsschutz, denn die Unternehmen zeichnen sich durch eine solide Bilanz, stabile Cashflows sowie starke Wettbewerbsvorteile aus. Dadurch gelingt es, höhere Inputkosten fast vollständig in Form von höheren Verkaufspreisen an Kund\*innen weiterzugeben.

Als ein ebenfalls geeignetes Investment in Zeiten erhöhter Inflation gelten sogenannte „Hidden Champions“, wobei es sich hier um Familienunternehmen mit im Schnitt höheren Eigenkapitalquoten handelt. Aufgrund einer geringeren Verschuldung sind sie in weiterer Folge weniger stark durch steigende Zinsen benachteiligt. Zudem haben sie üblicherweise einen hohen Spezialisierungs- und Innovationsgrad und können sich dadurch von Massenproduzenten und deren günstigen Produktionskosten abheben. Dadurch gelingt es ihnen, Preissteigerungen besser an die Endverbraucher\*innen weiterzugeben.

### Fünf Investmentoptionen, um sich gegen Inflation zu schützen



Quelle: BTV; Stand 16.03.2022

Als dritte Kategorie im Aktiensegment fassen wir in der BTV Value- bzw. Dividentitel ins Auge. Unter Value-Aktien werden tendenziell Unternehmen aus einem alten Gewerbe wie Telekommunikation, Banken oder Versicherungen verstanden, die zwar ein geringeres Wachstum aufweisen, dafür aber weniger konjunktursensibel sind und damit von steigenden Zinsen sogar profitieren können. Außerdem zahlen sie in der Regel eine höhere Dividende, was als zusätzliche Einnahmequelle gesehen werden kann. Hierbei sind Unternehmen bestrebt, eine kontinuierliche Dividendenpolitik zu verfolgen, also die Dividende über die Jahre stetig wachsen zu lassen. Dies gilt als Zeichen einer guten Unternehmensführung sowie eines erfolgreichen Wirtschaftens und ermöglicht damit ebenfalls einen guten Inflationsschutz.

### Fazit: Gegen Inflation kann man etwas tun

Nachdem wir in der BTV davon ausgehen, dass die Inflationsraten noch über längere Zeit auf einem erhöhten Niveau bleiben werden, macht es für Investor\*innen Sinn, sich über Anlagemöglichkeiten zur Inflationsabsicherung Gedanken zu machen. Sei es über Inflationsschutzanleihen, sogenannte Sachwerte oder das selektive Investment in bestimmte Aktien.

**Ihre BTV Betreuerin bzw. Ihr BTV Betreuer hilft Ihnen gerne weiter, um für Sie die optimale Auswahl unter diesen Investitionsmöglichkeiten zum Absichern der Inflationsrisiken zu treffen.**

# „Sachwerte stellen die solide Basis eines Depots dar.“

Wodurch zeichnen sich Sachwerte als Möglichkeit zur Inflationsabsicherung aus und wie können Aktien einen gewissen Schutz bieten? Alois Wögerbauer, Geschäftsführer der 3 Banken-Generali Investment-Gesellschaft m.b.H., beantwortete uns diese Fragen.

**Herr Wögerbauer, im Repertoire der 3 Banken-Generali Investment-Gesellschaft m.b.H. befinden sich unter anderem zwei Sachwerte-Fonds. Welche Rolle erfüllen Sachwerte im Portfolio und warum sind diese im aktuellen Umfeld besonders attraktiv?**

Sachwerte stellen die solide Basis eines breit diversifizierten Depots dar. Man sollte dies als fixen Baustein sehen und auch dann nicht laufend hinterfragen, wenn etwa Technologie- und Digitalisierungsaktien gut laufen. Grundsätzlich strebt man mit Sachwerte-Strategien drei Dinge an: hohe Substanz, vergleichsweise geringe Konjunkturabhängigkeit und möglichst guten Inflationsschutz. Die hartnäckig hohen Inflationsraten machen diese Strategien aktuell besonders attraktiv.

**Im Segment Sachwerte gibt es zwei Varianten der 3 Banken-Generali Fonds, nämlich einen Sachwerte-Fonds und einen Sachwerte-Aktienstrategie-Fonds. Worin unterscheiden sich diese beiden Varianten und für welche Anleger\*innen sind sie geeignet?**

Der 3 Banken Sachwerte-Fonds ist ein klassisches Mischfondskonzept. Wir investieren in Edelmetalle wie Gold und Silber, in Rohstoffe mit Schwerpunkt Industriemetalle, in Immobilienaktien mit Schwerpunkt Wohnen und in Sachwerte-Aktien. Dieses ausgewogene Konzept ist für Anleger\*innen geeignet, die mit einem einzigen Baustein diese vier substanzstarken Asset-Klassen abdecken wollen. Die 3 Banken Sachwerte-Aktienstrategie dagegen ist ein reiner Aktienfonds, der etwa

gleichgewichtet in 50 Sachwerte-Aktien investiert; ein reiner Aktienfonds setzt klarerweise auch die nötige Risikobereitschaft voraus und schwankt stärker als ein Mischfonds.

**Wie funktioniert eine Sachwerte-Strategie, abgebildet über eine reine Aktienstrategie, im Umfeld hoher Inflation?**

Wichtig sind zwei Zugänge. Einerseits sind Investments in Minen in Zeiten hoher Inflation vielversprechend. Insgesamt geht es um Substanz. Hier stellt der Rohstoffsektor die größte Gewichtung dar und ist breit diversifiziert in Unternehmen aus Bereichen wie Gold, Silber, Kupfer oder auch Düngemittel. Dann geht es auch um Konjunktur-Unabhängigkeit. Diese finden wir im Gesundheitsbereich mit Klassikern wie Pfizer oder Merck und im Bereich Basiskonsum mit Unternehmen wie Coca-Cola, Procter & Gamble oder Nestlé; die Erfahrung zeigt, dass Konsument\*innen Produkten treu bleiben, auch wenn diese teurer werden. Abgerundet wird dies beispielsweise durch Investments in Stora Enso und Weyerhaeuser, führende Forstunternehmen, oder auch Waste Management, eben weil auch Abfallverwertung konjunkturunabhängig ist.

**Die Rohstoff- und Immobilienpreise sind über das vergangene Jahr bereits sehr stark angestiegen. Wie sieht der weitere Ausblick für diese Segmente gemäß Ihrer Einschätzung aus?**

Der Immobilienbereich ist sicherlich im Zyklus fortgeschritten, hier nutzen wir derzeit auch die möglichen Bandbreiten nicht ganz aus. Rohstoffe sind zwar in den vergangenen Monaten stark gestiegen, geht man jedoch über 5 oder 10 Jahre zurück, dann sind Bereiche wie Kupfer alles andere als teuer, vor allem mit dem Wissen, dass die Energiewende in den kommenden Jahren für hohe Nachfrage sorgen wird. Kupfer steht zwar auf Höchstständen, ist aber nur unwesentlich teurer als etwa 2011.

**Welche Segmente im Sachwerte-Fonds sehen Sie als beste Inflationsabsicherungsstrategien? Gibt es hier Unterschiede je nach Marktumfeld?**

Hier sollte man die Gesamtheit betrachten, es ist eine Kombination. Gold ist eigentlich mehr Krisenmetall als Inflationsschutz. Rohstoffe sind ein klarer Inflationsschutz, eben weil Rohstoffanstiege die Inflation befeuern. Im Aktienbereich geht es um Substanz, sozusagen unter und über der Erde, weil diese Substanz bei hoher Inflation auch teurer wird. Und es geht um das Geschäftsmodell an sich, das so stark sein muss, dass es den Unternehmen gelingt, die steigenden Kosten über steigende Verkaufspreise weiterzugeben.



Foto: Eric Kruegel

Bei diesem Expertengespräch handelt es sich um keine individuelle Anlageempfehlung sowie kein Angebot zur Zeichnung bzw. zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Beachten Sie bitte, dass Investments in Fonds mit Risiken verbunden sind, denn auch durch Diversifikation kann ein Vermögensverlust nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Zudem kann es zu Schwankungen – vor allem in der Anlageklasse Aktien – kommen, auch Wechselkursverluste gegenüber der Anlegerwährung sind möglich.



Dr. Robert Wiesner  
Leiter BTV Asset Management

Langfristig wird sich die Inflation nicht auf diesem hohen Niveau halten. Allerdings erwarten wir auch keine Rückkehr zum Niedriginflationsumfeld der vergangenen Jahre. Darauf müssen sich Investor\*innen und Unternehmer\*innen einstellen.

# Inflation: Gekommen, um zu bleiben. Aber nicht in diesem Ausmaß.

Unsere Wirtschaft braucht Inflation, zumindest in einem gewissen Maß. Doch die historisch hohen Raten der vergangenen Monate sorgen zunehmend für Unbehagen. Waren die großen Notenbanken anfangs noch der Ansicht, dass diese nur vorübergehend seien, haben sie diese Meinung inzwischen revidiert und sind handlungsbereit.

In der BTV gehen wir davon aus, dass die aktuellen Inflationsniveaus in diesem und im kommenden Jahr nach und nach zurückgehen. Ein Zurückkommen der Energiepreise auf nachhaltig niedrigere Niveaus, eine Entspannung in der Lieferkettenproblematik sowie das Abflauen der pandemiebedingten Nachholeffekte sollten hierzu beitragen.

Langfristig sehen wir aber, dass sich die Inflation länger auf erhöhten Niveaus halten wird als bisher angenommen und auch 2023 noch mit Inflationsraten über Zielniveau gerechnet werden muss. Eine Inflationsbewegung wie in den beiden Weltkriegen oder während der Ölkrisen in den 70ern ist allerdings nicht zu befürchten, da die Rahmenbedingungen damals ganz andere waren. Die aktuelle Energieknappheit ist nicht im selben Ausmaß wie in den 70ern gegeben und durch ein höheres Ölangebot ist auch der Anteil am Ölmarkt deutlich geringer.

Dennoch wird langfristig eine Inflation erwartet, die über den Rekordtiefs der vergangenen Jahre zu liegen kommen sollte, was, neben einigen anderen Gründen, auch an der Energiewende liegen wird. Verschiedene damit verbundene Aspekte – etwa der CO<sub>2</sub>-Ausstoß, der immer teurer wird, sowie der notwendige strukturelle Wandel, dem Unternehmen unterworfen sein werden – werden das Preisniveau nach oben treiben.

Die Energiewende wird zudem zu einer weiter steigenden Nachfrage nach Rohstoffen führen, insbesondere nach jenen, die für den Bau von Windrädern und Solarpaneelen benötigt werden. Dies kann zusätzlichen inflationären Druck auslösen, bietet aber auch Chancen für Investor\*innen, um sich gegen das Inflationsrisiko abzusichern.

Für Investor\*innen ebenso wie für Finanzierungskund\*innen gilt nämlich, dass hohe Inflationsraten nicht einfach hingenommen werden müssen. Während hierbei für Finanzierungen Möglichkeiten wie Fixzinskredit, Zinsswap und Zinscap zur Absicherung infrage kommen, sollte bei Investitionen diesbezüglich selektiv vorgegangen werden. Inflationsschutzanleihen, aber auch Aktien, sofern es sich um Unternehmen handelt, die höhere Inputkosten an Kund\*innen weitergeben können, bieten einen entsprechenden Schutz. Zudem eignen sich Sachwerte, wie zum Beispiel Rohstoffe, um die Investition vor Geldentwertung zu schützen.

# Beobachtete Wirtschaftsszenarien im Anlageprozess

Einer der Grundpfeiler des BTV Asset Managements sind konjunkturelle und wirtschaftspolitische Einschätzungen. Im ersten Schritt werden die wahrscheinlichsten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die nächsten drei bis sechs Monate erarbeitet, das sogenannte Basisszenario. Zusätzlich dazu werden positive wie auch negative Abweichungen, die jedoch als wenig wahrscheinlich erachtet werden, mitbeobachtet (Positiv- und Negativszenario).

## Positivszenario

- Gespräche zwischen Russland und der Ukraine sind erfolgreich
- Lieferkettenproblematik löst sich schneller als erwartet auf

## Basisszenario

- Leichtere Verläufe der Corona-Erkrankung machen es möglich, die Vorsichtsmaßnahmen immer stärker zurückzufahren
- Nachlassende Wirtschaftsdynamik aufgrund verschiedener Belastungsfaktoren (Inflation, Lieferkettenproblematik, Geopolitik), aber weiterhin Wachstum über Trend
- Konjunkturelle Unterstützung kommt durch große Fiskalprogramme und ein Zurückfahren der Vorsichtsmaßnahmen im Kampf gegen das Virus
- Inflationsdruck lässt Notenbanken restriktivere Schritte einleiten, Krieg in der Ukraine verlangsamt das Tempo der Zinsschritte
- Inflation sollte gegen Ende des Jahres mit einem Rückgang der Rohstoffpreise abnehmen

## Negativszenario

- Neuartige Virus-Mutationen hemmen die Konjunkturerholung
- Unerwartete Folgen der Regulatorik bzw. die Null-Covid-Politik bremsen chinesisches Wirtschaftswachstum stark ein
- Inflation bleibt auf hohem Niveau, ohne Aussicht auf Rückgänge, wodurch Notenbanken verstärkt handeln müssen
- Krieg in der Ukraine verschärft sich und lässt Rohstoffpreise weiter spürbar ansteigen



# WERThaltig investieren

Sprechen wir darüber. Wie Sie Werterhaltung und Nachhaltigkeit durch Ihre Investitionen verbinden können. Wie Sie Ihr Portfolio nach vorausschauenden Anlagestrategien ausrichten. Wie Sie Ihr Vermögen in eine zukunftsfähige Geldanlage verwandeln.

In unseren aktuellen Gesprächen zum Thema WERThaltig investieren fokussieren wir uns auf die Themen Inflationsschutz und nachhaltige Investitionen. Für weiterführende Gespräche kontaktieren Sie Ihre BTV Betreuerin oder Ihren BTV Betreuer.

### Basisszenario

Einer der Grundpfeiler in der Veranlagung des BTV Vermögensmanagements sind konjunkturelle und wirtschaftspolitische Einschätzungen. Hierzu werden im ersten Schritt die wahrscheinlichsten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die nächsten drei bis sechs Monate erarbeitet, das sogenannte Basisszenario. Zusätzlich dazu werden positive wie auch negative Abweichungen, die jedoch als wenig wahrscheinlich erachtet werden, mitbeobachtet (Positiv- und Negativszenarien, auch Game Changer).

### BIP (Bruttoinlandsprodukt)

Wichtigster Indikator zur Messung der Wirtschaftsleistung. Das BIP ist die Summe aller Güter und Dienstleistungen, die eine Volkswirtschaft (ein Land oder eine Region) hervorbringt.

### Capprämie (siehe Zinscap)

#### Cashflow

Der Cashflow (übersetzt aus dem Englischen: „Geldfluss“ oder „Kapitalfluss“) ist eine wirtschaftliche Messgröße, die den Nettozufluss liquider Mittel (= positiver Cashflow) bzw. den Nettoabfluss (= negativer Cashflow) während eines bestimmten Zeitraums, z. B. in einem Geschäftsjahr darstellt.

#### Derivate

Finanzinstrumente, deren Preise sich nach den Kursschwankungen oder den Preiserwartungen anderer Investments richten. Derivate werden am Terminmarkt gehandelt (Erfüllung des Vertrags erfolgt erst zu einem späteren Termin, aber zu einem festgelegten Kurs).

### Dividende

Die Dividende ist der Teil des Gewinns, den eine Aktiengesellschaft an ihre Aktionäre ausschüttet.

#### Dividendentitel

Unter Dividendentitel versteht man Aktien, die eine hohe Dividendenrendite bieten. Dies sind tendenziell Aktien aus dem Value-Segment.

#### Duration

Die Duration ist das Maß der Zinsensitivität einer Anleihe. Diese zeigt an, um wie viel Prozent der Anleihekurs sinkt, wenn die Zinsen um 1 % steigen. Länger laufende Anleihen weisen eine höhere Duration als kürzer laufende Anleihen auf.

#### Emerging Markets (EMs)

Als Emerging Market wird in der Finanzbranche ein aufstrebender Markt bezeichnet, der sich durch hohes Wachstum und Renditepotenzial, aber auch geringere Markteffizienz, Regulierung, politische Stabilität, Infrastruktur, teilweise eingeschränkten Marktzugang für ausländische Investoren sowie höhere Währungsschwankungen auszeichnet.

#### Euribor (Euro Interbank Offered Rate)

Zinssatz, zu dem sich Geschäftsbanken im Euroraum untereinander Geld leihen. In der Regel basieren variabel verzinsten Finanzierungen im Euroraum auf dem Euribor.

### Exogener Schock

Ein exogener Schock bedeutet eine überraschende Änderung äußerer Umstände. Es handelt sich hierbei um ein Ereignis, dessen Ausmaß und Zeitpunkt von den Wirtschaftssubjekten nicht antizipiert werden kann, wie beispielsweise die Coronavirus-Pandemie oder der Krieg in der Ukraine.

#### EZB (Europäische Zentralbank)

Die Europäische Zentralbank legt die Geldpolitik für die Eurozone fest. Sie ist den Notenbanken der einzelnen Euroländer übergeordnet.

#### Fed (Federal Reserve System)

Die Fed ist die Notenbank der USA und legt die Geldpolitik für die USA fest.

#### Fiskalpolitische Stimulusmaßnahmen

Unter fiskalpolitischen Stimulusmaßnahmen versteht man monetäre Unterstützungsprogramme des Staates.

#### Game Changer (siehe Basisszenario)

#### Hidden Champions

Als „Hidden Champions“ im eigentlichen Sinn werden Unternehmen bezeichnet, die in ihrer Branche eine Topplatzierung am Weltmarkt einnehmen, aber z. T. aufgrund der unauffälligen Produkte in der Öffentlichkeit wenig bekannt sind.

#### IEA

Die Internationale Energieagentur (IEA, englisch International Energy Agency) ist eine Kooperationsplattform im Bereich der Erforschung, Entwicklung, Markteinführung und Anwendung von Energietechnologien. Gegründet wurde sie von 16 Industrienationen zum gemeinsamen Vorgehen gegen die Ölkrise in den 70er Jahren.

### Inflationsschutzanleihe

Eine Inflationsschutzanleihe ist eine Anleihe, deren Kupon und/oder Nominalwert an einen Verbraucherpreisindex gekoppelt ist. Diese Anleiheform bietet dem Investor damit Schutz vor dem Inflationsrisiko.

### Inflation/Teuerung

Die Inflation bezeichnet in der Volkswirtschaftslehre eine allgemeine und anhaltende Erhöhung des Preisniveaus von Gütern und Dienstleistungen, gleichbedeutend mit einer Minderung der Kaufkraft des Geldes. Als Grundlage zur Berechnung der Inflation dient z. B. der Verbraucherpreisindex (siehe VPI).

### Inputkosten

Unter Inputkosten versteht man die Kosten für Rohstoffe bzw. Vorprodukte, die für die Produktion eines gewissen Gutes notwendig sind.

### Konjunktur

Der Begriff „Konjunktur“ beschreibt die gesamtwirtschaftliche Lage. Von allgemein positiver Konjunktur spricht man, wenn sich die Umsätze und Gewinne der Unternehmen erhöhen, die Arbeitslosigkeit sinkt und die Einkommen der Arbeitnehmer steigen.

### Liquidität

Unter Liquidität versteht man die Möglichkeit, Wertpapiere oder andere Werte möglichst schnell zu kaufen und zu verkaufen bzw. in Bargeld umwandeln zu können (Veräußerbarkeit).

### Marge

Die Unternehmensmarge bezeichnet Gewinnspannen aller Art.

### **OPEC**

Die Organisation erdölexportierender Länder (kurz OPEC, von englisch Organization of the Petroleum Exporting Countries) ist eine 1960 gegründete internationale Organisation mit Sitz in Wien. Derzeit gehören dem Kartell dreizehn Staaten an: Algerien, Angola, Äquatorialguinea, Gabun, Iran, Irak, die Republik Kongo, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, die Vereinigten Arabischen Emirate und Venezuela.

### **OPEC+**

Der OPEC+ gehören aktuell 13 OPEC-Staaten an (siehe OPEC) und die 10 Nicht-OPEC-Staaten Aserbaidschan, Bahrain, Brunei, Kasachstan, Malaysia, Mexiko, Oman, Russland, Sudan und Südsudan. Die Ölförderstaaten haben sich zusammengeschlossen, um die Preissetzungsmacht besser ausnutzen zu können, nachdem die USA in ihrer Rolle als Ölproduzent immer wichtiger werden.

### **Portfolio**

Auch „Portefeuille“: Gesamtheit der Vermögenswerte eines Anlegers.

### **Sachwerte**

Unter einem Sachwert versteht man ein von Geldwertschwankungen (von der Inflation) unabhängiges Gut wie Rohstoffe oder Immobilien.

### **Schwellenländer (siehe Emerging Markets)**

### **Stagflation**

Der Begriff setzt sich aus Stagnation und Inflation zusammen. Geringeres bzw. negatives Wirtschaftswachstum mit hoher Inflation in einem Währungsraum.

### **Stagnation**

Zeitlicher Abschnitt der Konjunktur, in dem die Produktion oder das Wirtschaftswachstum sich verlangsamen oder verringern.

### **Umsatzrendite**

Die Umsatzrendite ist eine Kennzahl, die angibt, wie sich der Unternehmensgewinn zum Umsatz verhält. Die Kennzahl dient der Bewertung der Wirtschaftlichkeit eines Unternehmens.

### **Valuetitel**

Zu den Valuetiteln zählen Aktien, die gemäß klassischer Bewertungskennzahlen als unterbewertet bzw. günstig gelten. Dazu gehören tendenziell ältere Unternehmen aus dem Telekommunikationssektor oder Bankensektor.

### **VPI – Verbraucherpreisindex (engl. CPI – Consumer Price Index)**

Der VPI dient als Maßstab für die Geldentwertung (auch Inflation oder Teuerung) eines Landes oder einer Region. Üblicherweise wird der Index der Verbraucherpreise berechnet, dem ein Warenkorb zugrunde liegt, dessen Wert periodisch berechnet und als Index veröffentlicht wird.

### **Zinscap**

Der Käufer eines Zinscaps erhält vom Verkäufer des Zinscaps Ausgleichszahlungen, wenn der Zins über eine definierte Schwelle (Strike) ansteigt. Somit ist die Verzinsung eines Kredits für den Käufer des Zinscaps nach oben hin gedeckelt.

### **Zinsänderungsrisiko (siehe Duration)**

### **Zinsswap**

Ein Finanzgeschäft, bei dem fixe Zinsen gegen variable Zinsen getauscht werden.

### **Zinskurve oder Zinsstrukturkurve**

Summe aller Zinssätze für verschiedene Restlaufzeiten, die zu einem bestimmten Zeitpunkt in einem bestimmten Markt gültig sind.

### Haftungsausschluss

Die BTV prüft ihr Informationsangebot sorgfältig. Dennoch bitten wir um Verständnis, dass wir diese Informationen ohne Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität zur Verfügung stellen. Bitte beachten Sie, dass Einschätzungen und Bewertungen die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt der Erstellung bzw. Ausarbeitung reflektieren und für die Richtigkeit und den Eintritt eines bestimmten Erfolges keine Gewähr übernommen werden kann. Verleger und Verfasser behalten sich einen Irrtum, insbesondere in Bezug auf Kurse und andere Zahlenangaben, ausdrücklich vor. Durch neue Entwicklungen oder kurzfristige Änderungen können diese Informationen daher bereits überholt sein.

### Marketingmitteilung/Werbemitteilung

Diese Marketingmitteilung/Werbemitteilung ist keine individuelle Anlageempfehlung, kein Angebot zur Zeichnung bzw. zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Als Marketingmitteilung/Werbemitteilung unterliegt sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die jeweiligen Anlegerinformationen/Zeichnungsbedingungen in deutscher Sprache (Basisprospekt, endgültige Bedingungen, Prospekt, KID, vereinfachter Prospekt u. dgl.) sind die einzig verbindlichen Dokumente. Sie erhalten diese bei der Bank für Tirol und Vorarlberg Aktiengesellschaft, Stadtforum 1, 6020 Innsbruck, bzw. Neuhauser Straße 5, 80331 München.

### Angaben zur Wertentwicklung

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Bei Prognosen über eine zukünftige Performance handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Wertentwicklung geschlossen werden. Die angeführten Wertentwicklungen verringern sich um Kosten wie Provisionen, Gebühren und sonstige Entgelte, deren Höhe Sie dem Schalter- und Preisaushang entnehmen können.

### Währungsschwankungen

Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

### Angaben zur steuerlichen Behandlung

Informationen zur steuerlichen Behandlung eines Finanzinstrumentes sind von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und können zukünftigen Änderungen unterworfen sein.

### Quellenangaben

Quellen für Wirtschaftsdaten, Grafiken und Prognosen sind Bloomberg Finance L.P., New York, Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, und Raiffeisen Bank International AG, Wien, sofern nicht anders vermerkt. Trotz sorgfältiger Prüfung kann keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der enthaltenen Informationen übernommen werden.

Die vorliegenden Unterlagen sind nur für die von der BTV angeschriebenen Adressaten bestimmt. Eine Weiterleitung an Dritte bedarf der Zustimmung der BTV.

### Angaben nach § 25 MedienG nF

[www.btv.at/impressum](http://www.btv.at/impressum)

## Impressum

### **Herausgeber**

Bank für Tirol und Vorarlberg  
Aktiengesellschaft  
Stadtforum 1  
6020 Innsbruck  
Landesgericht Innsbruck  
FN 32942w

### **Redaktion**

BTV Asset Management  
Cecile Herzl, MSc, CFA  
T +43 505 333 – 1147  
E cecile.herzl@btv.at

BTV Asset Management  
Verena Schweningner, MSc  
T +43 505 333 – 1134  
E verena.schweninger@btv.at

### **Redaktionsschluss**

Diese Ausgabe wurde am 12.04.2022  
redaktionell abgeschlossen.

### **Konzept**

Magdalena Bergmann, BA  
Marketing  
Geschäftsbereich Kunden

Brigitte Lechner  
Marketing  
Geschäftsbereich Kunden

### **Gestaltung**

Sägenvier DesignKommunikation

**Ausgabe: Vol. 02, Spezialausgabe, 2022**

**Bank für Tirol und Vorarlberg**  
**Aktiengesellschaft**  
**Stadtforum 1**  
**6020 Innsbruck**  
**Österreich**

**T +43 505 333 – 0**  
**E [info@btv.at](mailto:info@btv.at)**



Ein Lotse sorgt für sicheres Geleit. Alle unsere Mitarbeiter\*innen tragen eine kleine BTV Lotsenflagge am Revers. Ein sprechendes Symbol: Wir begleiten Sie auf Ihrem Weg zum Erfolg.

[www.btv.at](http://www.btv.at)