

# Heizen Nestlé & Co. die Inflation an?

Unternehmen treiben die Inflation an und verdienen gut daran: Stimmt das? Eine HZ-Auswertung zeigt erstmals das Ausmass der sogenannten **Gierflation** in der Schweiz.

PETER ROHNER UND SIMON SCHMID

**G**reedflation»: Man braucht kein Ökonomiestudium, um das Schachtelwort zu verstehen, das mit den Wörtern «Greed» (englisch für Gier) und «Inflation» spielt. Es bezieht sich auf eine These, die zuerst in den USA kursierte und nun auch in Europa angekommen ist: Gierige Unternehmen erzielen hohe Profite und treiben damit die Inflation an.

In einer Zeit, in der vom Benzin übers Brot bis hin zum Ferienflug vieles teurer wird, birgt das Zündstoff. Bereichert sich gerade die Wirtschaft massiv an der Corona- und Energiekrise, während Arbeitnehmerinnen und Konsumenten die Zeche bezahlen?

«Abkassieren in der Not» nennt die «Süddeutsche Zeitung» das Phänomen und zeigt mit dem Finger gleich auf die schuldigen Branchen: Autohersteller, Baufirmen, Energiehändler, Lebensmittelverarbeiter. Sie hätten ihre Preise übermässig erhöht und schwämmen nun im Geld. Isabella Weber, eine deutsche Ökonomin, die in den USA forscht, bezeichnet sie als «Krisengewinner» und fordert von den Unternehmen mehr Zurückhaltung bei den Profiten.

Auch die Europäische Zentralbank misst dem Thema eine grosse Bedeutung zu: Manche Firmen hätten ihre Gewinnmargen vor dem Hintergrund der Inflation erhöht, sagte EZB-Chefin Christine Lagarde beim letzten Zinsentscheid im Mai. Doch wie verbreitet ist die «Gierflation» wirklich? Und gibt es sie auch in der Schweiz? Erstmals zeigen Berechnungen der «Handelszeitung» das Ausmass. Und so viel vorab: Auch hierzulande tragen Firmen zur Teuerung bei. Doch die Interpretation der Zahlen ist heikel.

**Kräfte Gewinnerholung** Die Spurensuche beginnt auf gesamtwirtschaftlicher Ebene: beim Bruttoinlandprodukt. Kürzlich sind die neuen Zahlen zum ersten Quartal 2023 erschienen. Aus ihnen lässt sich nicht nur ablesen, wie viel Wertschöpfung in der Schweiz erbracht wird, sondern auch, wie sich das damit erzielte Einkommen verteilt. Rund 60 Prozent gehen an die Arbeitnehmenden, rund 40 Prozent gehen an die Eigentümer von Firmen, sprich: an den Produktionsfaktor Kapital.

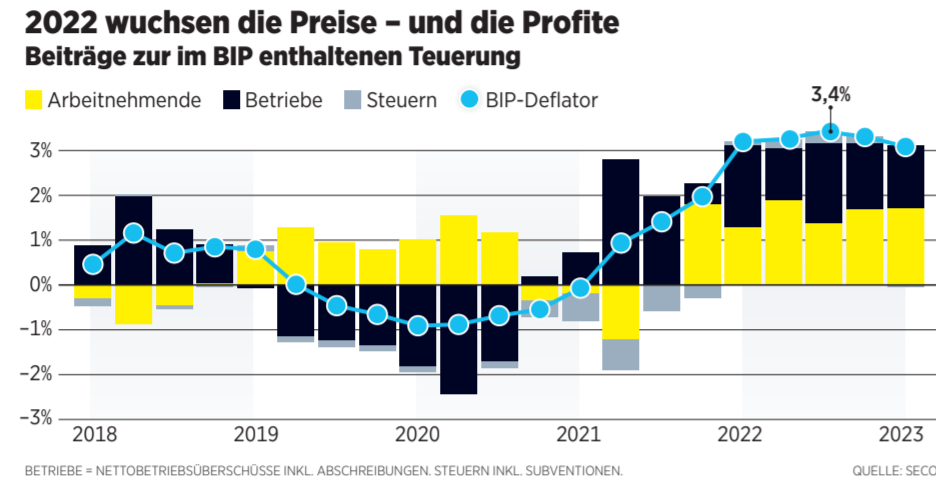
Diese Verteilung ist historisch ziemlich stabil. Nur während der Pandemie geriet sie kurz aus dem Gleichgewicht: Der Anteil der Arbeitnehmenden ging leicht in die Höhe, jener der Kapitaleigentümer (die sogenannten Betriebsüberschüsse) ging leicht zurück. In der Zwischenzeit hat sich das Verhältnis wieder eingependelt. Und damit ist aus der Makroperspektive schon die halbe Story erzählt: Schweizer Unternehmen nahmen auf dem Höhepunkt der Pandemie 2020 Verluste auf sich. Sie erholten sich aber rasch und standen schon Anfang 2021 wieder ziemlich gut da.

**Aufschwung hat vielen Unternehmen geholfen** Selbst als Ende 2021 die Zulieferpreise nach oben schossen – wegen der Lieferkettenprobleme und der höheren Energiepreise –, zog dies den Firmensektor kaum in Mitleidenschaft. Im Gegenteil: Die Unternehmen konnten ihren BIP-Anteil leicht ausbauen und einen ordentlichen Teil der Wertschöpfungsgewinne, die im Zuge des globalen Aufschwungs entstanden, für sich verbuchen. Dies geht aus einer besonderen Analyse der BIP-Zahlen hervor. Sie wurde in den Medien für die USA und für die Euro-Zone bereits diskutiert und liegt nach Berechnungen der «Handelszeitung» nun erstmals auch für die Schweiz vor. Im Fokus der Analyse steht der sogenannte BIP-Deflator: ein Mass, das die Teuerung aller Güter und Dienstleistungen zusammenfasst, die im Bruttoinlandprodukt enthalten sind – vom Autoverkauf bis zum Zahnimplantat.

Dieses Teuerungsmass wird zerlegt in seine zwei Hauptbestandteile: in den Teuerungsbeitrag der Löhne und in den Teuerungsbeitrag der Gewinne.

**Löhne und Profite wirken gleichermaßen preistreibend** Fürs Jahr 2022 fördert diese Zerlegung gemäss den neuesten Daten folgendes Ergebnis zutage: Die gesamte Teuerung betrug 3,3 Prozent. Der Anteil der Löhne daran betrug 1,5 Prozent; jener der Unternehmensgewinne 1,6 Prozent (ein kleiner Rest entfiel auf Steuern).

Das bedeutet, dass die Inflation 2022 etwa zu gleichen Anteilen durch steigende Löhne und durch höhere Betriebsüberschüsse getrieben wurde. Diese Zusammensetzung des BIP-Deflators fällt auch im ersten Quartal 2023 fast iden-



BETRIEBE = NETTOBETRIEBSÜBERSCHÜSSE INKL. ABSCHREIBUNGEN, STEUERN INKL. SUBVENTIONEN. QUELLE: SECO

**3,3%** betrug die Teuerung 2022 gemäss BIP-Deflator in der Schweiz. Der Anteil der Löhne daran betrug 1,5 Prozent, jener der Profite 1,6 Prozent (ein kleiner Rest entfiel auf Steuern). Das heisst: Arbeitnehmerinnen und Kapitalbesitzer haben gleichermaßen profitiert.

**+10%** Lebensmittel wie Brot, Butter und Eier sind 2022 um 5 bis 10 Prozent teurer geworden. Kunden und Kundinnen geben heute deshalb im Supermarkt mehr Geld aus.

## «Dieses Muster entspricht einem normalen Konjunkturzyklus»

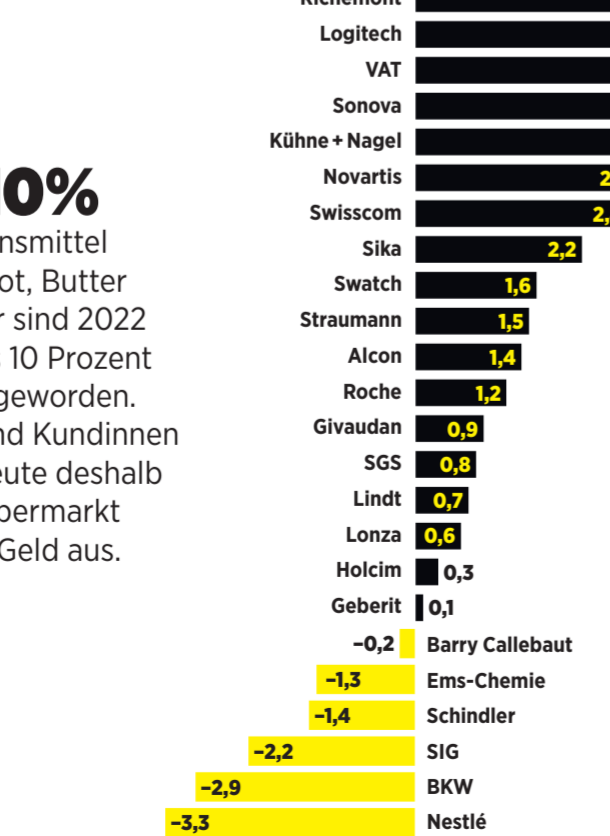
Alexander Rathke, Ökonom bei der Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF)

tisch aus. Eine «Blitzumverteilung» weg von den Arbeitnehmern hin zu den Kapitalbesitzern gab es in der Schweiz demnach nicht: Beide Seiten haben vom Aufschwung profitiert. Aber hat der Firmensektor von den Verwerfungen rund um die Pandemie insgesamt übermässig profitiert? Diese These lässt sich mit den Makrodaten nicht stützen. «Im Abschwung müssen Firmen die Preise senken, im Aufschwung können sie sie tendenziell erhöhen», sagt Alexander Rathke, Ökonom bei der Konjunkturforschungsstelle KOF. «Dieses Muster entspricht einem normalen Konjunkturzyklus, so, wie man ihn erwarten würde.»

Wenn es keine «Gierflation» im breiten Stil gibt, schliesst das aber nicht aus, dass manche Unternehmen hohe Gewinne eingefahren haben. Welche Unternehmen sind das? Und haben ihre Gewinne die Inflation angetrieben? Um das herauszufinden, muss man die Geschäftszahlen der einzelnen Firmen analysieren.

**Höhere Margen als vor Corona** Die «Handelszeitung» hat dazu die Gewinnmargen von 146 an der Schweizer Börse kotierten Firmen unter die Lupe genommen: vom bekannten Nahrungsmittelgiganten Nestlé bis zur Metallbaufirma Zwalhen et Mayr, deren Name nicht so geläufig ist.

Die Zahlen zeigen, dass die Pandemie vielen Firmen das Geschäft verhaselt: 2020 fielen die operativen Margen deutlich unter das Niveau der Jahre 2018 und 2019. Auf Stufe Ebitda (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen im Verhältnis zum Umsatz) sank die Marge im Durchschnitt aller analysierten Unternehmen um 2



AUSWAHL: DIE 25 GRÖSSTEN UNTERNEHMEN IM SWISS PERFORMANCE INDEX GEMÄSS BÖRSENERWERT OHNE FINANZSEKTOR. ABBEBILDET IST DIE DIFFERENZ ZWISCHEN DER MITTLEREN OPERATIVEN MARGE (EBITDA) IM VERHÄLTNISS ZUM UMSATZ) 2022 ZU 2019 UND JENER VON 2018/19. QUELLE: BLOOMBERG, EIGENE BERECHNUNGEN

bis 3 Prozentpunkte. Auf Stufe Ebit (nach Abschreibungen) fiel sie sogar um 4 bis 5 Prozentpunkte, wobei es die kleinen und mittelgrossen Schweizer Firmen in der Regel härter traf als die globalen Grosskonzerne, da Letztere mit verschiedenen Produkten und Absatzmärkten breiter diversifiziert sind.

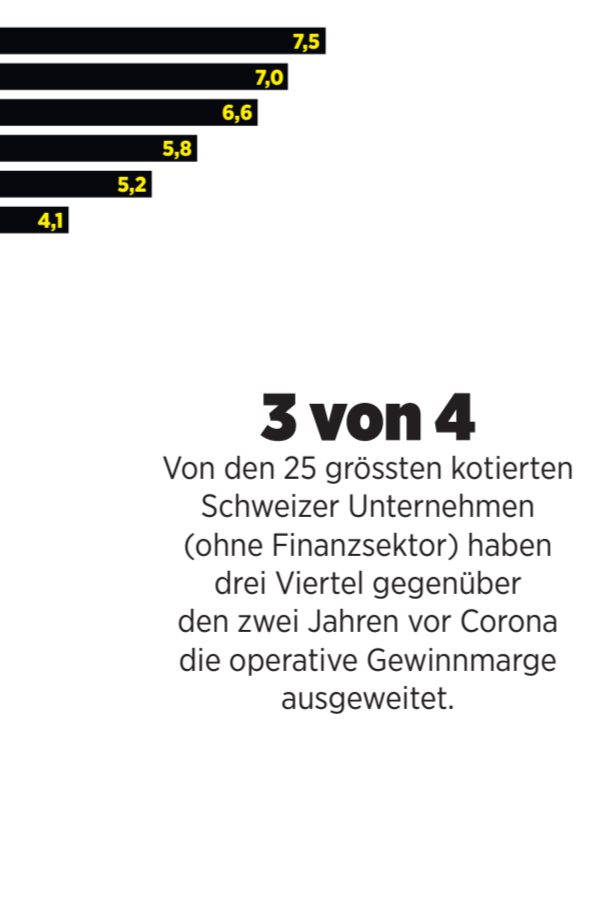
Deutlich wird aber auch, dass sich das Geschäft rasch erholte. Nach der Pandemie wurden im Durchschnitt höhere Margen erzielt als vor der Pandemie – die Differenz zwischen 2018/19 und 2021/22 liegt in der Gegend zwischen 1 und 1,5 Prozentpunkten. KOF-Ökonom Alexander Rathke hält dies im Wesentlichen für einen Aufholeffekt. «Besonders die grossen Unternehmen verfügen über eine gewisse Preissetzungsmacht und haben diese im Aufschwung nach der Pandemie auch ausgenutzt», sagt er. Unter den einzelnen Firmen offenbaren sich beträchtliche Unterschiede. Von den 25 grössten kotierten Schweizer Unternehmen (ohne den Finanzsektor) haben drei Viertel gegenüber den zwei Jahren vor Corona die operative Gewinnmarge ausgeweitet. Bei einigen gab es aber auch Rückschläge.

Die Erklärung dafür ist oft in unternehmensspezifischen Faktoren zu finden. So hat der Industriekonzern ABB etwa seine Marge stark verbessert: Während der Umsatz in den letzten fünf Jahren nur leicht stieg, ging der Gewinn durch die Decke. Das ist allerdings nicht Ausdruck einer besonders gewieften Preispolitik, sondern die Folge des Konzernumbaus. So wurde die Turboladersparte Accelleron abgetrennt und an die Börse gebracht, und zwei weitere weniger profitable Geschäftsanteile wurden verkauft. Die ABB nach der Pandemie ist kaum mit der ABB vor der Pandemie vergleichbar. Der Luxusgüterkonzern Richemont hingegen hat es geschafft, ohne Umstrukturierung des Geschäfts die Marge zu steigern. Da aber Luxusgüter per Definition keine Massenware sind, haben ihre Preise weniger Sprengkraft in der Inflationsdebatte. Das ist im Nahrungsmittelbereich anders, aber just Lindt und Nestlé haben an Profitabilität eingebüsst (siehe Seite 7).

**Fazit** Im Schnitt konnten die Schweizer Unternehmen in der Erholung nach dem Corona-Schock 2020 ihre Margen leicht ausbauen, aber nicht mehr oder weniger als in früheren Phasen der anziehenden Konjunktur. Ausserdem gibt es auf gesamtwirtschaftlicher Ebene keine Evidenz dafür, dass die Unternehmensgewinne mehr zur Inflation beitragen haben als die steigenden Löhne.

Wenn, dann gibt es «Gierflation» in der Schweiz vor allem im Rohstoffsektor und im Transportwesen. Aber auch dort dürften die üppigen Gewinne ein vorübergehendes Phänomen sein. Im Rohstoffsektor haben Unternehmen im Allgemeinen wenig Preissetzungsmacht: Sie sind Preisnehmer, denn sie können sich schlecht über Produkte differenzieren. Im Fluggeschäft werden die fetten Margen neue Konkurrenten wie Billig-Airlines anziehen, mit denen die Ticketpreise unter Druck kommen.

### Viele Firmen haben die Margen gesteigert



AUSWAHL: DIE 25 GRÖSSTEN UNTERNEHMEN IM SWISS PERFORMANCE INDEX GEMÄSS BÖRSENERWERT OHNE FINANZSEKTOR. ABBEBILDET IST DIE DIFFERENZ ZWISCHEN DER MITTLEREN OPERATIVEN MARGE (EBITDA) IM VERHÄLTNISS ZUM UMSATZ) 2022 ZU 2019 UND JENER VON 2018/19. QUELLE: BLOOMBERG, EIGENE BERECHNUNGEN

**14%** Die Lufthansa-Tochter Swiss fliegt wieder hochprofitabel: Im vierten Quartal 2022 lag die operative Marge bei 14 Prozent und damit doppelt so hoch wie vor der Pandemie Ende 2019.



### Swiss mit Traumbedingungen

Die hohen Energiepreise haben auch das Fliegen verteuert: Der Kerosinpreis war Anfang letzten Jahres von 75 auf 175 Dollar pro Fass hochgeschossen – das spürten auch die Flugpassagiere im Portemonnaie. Doch obwohl sich die Spritpreise seither normalisiert haben, nutzen die Airlines die starke Nachfrage aus, um die Ticketpreise hoch zu halten.

Gemäss Auswertung des Aviatik-Datendienstes Cirium lagen die durchschnittlichen Ticketpreise der weltweit beliebtesten Strecken im Februar fast 30 Prozent über Vorjahresniveau. Lufthansa-Chef Carsten Spohr frohlockte, dass die aktuell höheren Flugpreise einfach «zu viel Spass» machten. Die Tochter Swiss ist besonders erfolgreich: Im vierten Quartal 2022 lag die operative Marge bei 14 Prozent, rund doppelt so hoch wie vor der Pandemie Ende 2019. Über das ganze Jahr 2022 gerechnet war die Marge knapp über 10 Prozent. Im laufenden Jahr zeichnet sich jedoch eine Normalisierung ab: Der Betriebsgewinn betrug in den ersten drei Monaten 78,4 Millionen Franken, was einer Gewinnmarge von 7 Prozent entspricht.

### Der Preis spielt keine Rolle

Zugenommen hat die Profitabilität bei Richemont. «Der Luxuskonzern hat eine extrem starke Preissetzungsmacht, die Zahlungsbereitschaft der Kundinnen und Kunden ist extrem hoch», sagt Jean-Philippe Bertschy, Leiter Schweizer Aktien Research bei Vontobel. Im letzten Geschäftsjahr erzielte Richemont einen Rekordgewinn. Die operative Marge hat sich in den vergangenen Jahren nochmals verbessert und sowohl mit 25,5 Prozent (Ebit) und 32,6 Prozent (Ebitda) neue Höchstwerte erreicht. Ein Grund dafür ist das Uhrengeschäft. Dort werden immer mehr Produkte direkt in eigenen Boutiquen und online verkauft – und weniger über Händler. Unter Umständen spürt die Kundschaft die höheren Preise gar nicht, weil der Zwischenhändler wegfällt. In einem solchen Fall wirkt sich diese Art von Margenausweitung auch nicht auf die Inflation aus. Sowie haben Luxusgüter weniger Sprengkraft in der Inflationsdebatte. Für die Durchschnittskonsumenten ist es wichtiger, wie sich die Preise für Alltagsgüter verändern. So geriet etwa der Konsumgüterkonzern Procter & Gamble in die Kritik.

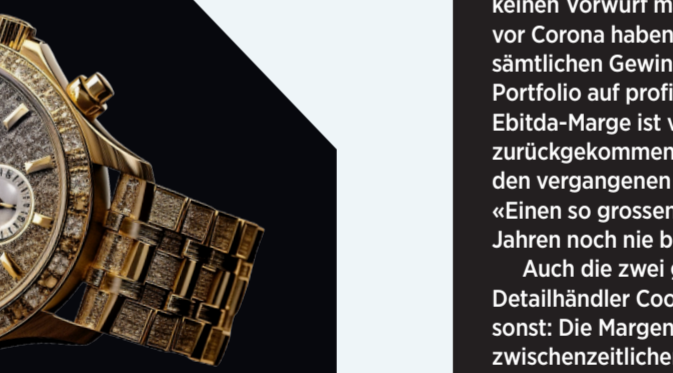
Die Bilder wurden von Dem KI-Modell Midjourney generiert und durch einen Menschen überprüft.

**x3** Vor allem der hohe Kohlepreis liess bei Glencore die Kassen klingeln. Gegenüber 2019 hat sich die Gewinnmarge des Bergbau- und Handelskonzerns fast verdreifacht.



### Glencore und Co. profitieren

Die Gewinne der Rohstoffkonzerne gingen zuletzt durch die Decke. So verdiente etwa Glencore im vergangenen Jahr über 7 Milliarden Franken. Vor allem der hohe Kohlepreis liess beim Bergbau- und Handelskonzern mit Sitz in Baar die Kassen klingeln. Seit 2019 ist die Gewinnmarge von Glencore von unter 5 auf 12,5 Prozent gestiegen. Die Schweiz spielt im weltweiten Rohstoffhandel eine wichtige Rolle. Diverse Konzerne, die ihre Geschäftszahlen öffentlich machen, erzielten zuletzt hohe Gewinne. Zu ihnen gehören etwa Trafigura, ein aus Genf gelenkter Rohstoffkonzern mit Fokus Ölhandel, und Louis Dreyfus, ein Agrarhandelskonzern, dessen Hauptsitz ebenfalls in Genf liegt. Beide profitieren vom Anstieg der Welthandelspreise nach Ausbruch des Ukraine-Krieges.



### Extreme Preissetzungsmacht

Richemont: Gewinnmarge auf Stufe Ebitda in Prozent

Jahr	2018	2019	2020	2021	2022
Wert	21,6	19,7	21,1	22,8	32,6

Quelle: Bloomberg

**30%** Der Logistikkonzern Kühne + Nagel konnte die operative Marge leicht steigern, von durchschnittlich 7 in den zwei Jahren vor Corona auf 11,5 Prozent. Bei Møller-Mærsk explodierte die Marge von 1 auf 30 Prozent.



### Logistikkonzerne halten die Preise hoch

Als Beispiel für eine inflationstreibende Preispolitik werden oft auch die Speditions- und Logistikfirmen genannt. Sie hätten die Containerschiffkapazität für höhere Frachtpreise genutzt, ohne diese wieder zu senken, als sich die Lage entspannte. Am extremsten war die Margenausweitung bei der dänischen Logistikgruppe Møller-Mærsk. Sie habe durch die ganze Pandemie hindurch, auch nach dem Lockdown, enormes Gewinn- und Margenwachstum verzeichnet, wie die Ökonomin Isabella Weber aufzeigt.

Auch der Logistikkonzern Kühne + Nagel hat 2020 und 2021 von den explodierenden Frachtpreisen profitiert, aber nicht im selben Mass wie Mærsk oder Hapag-Lloyd. Der Konzern aus Schindellegi SZ konnte die Marge auf Stufe Ebitda deutlich steigern, von durchschnittlich 7 Prozent in den zwei Jahren vor Corona auf 11,5 Prozent. Bei Mærsk hingegen explodierte die operative Marge regelrecht von 1 auf 30 Prozent.

Auch die zwei grossen, genossenschaftlich organisierten Detailhändler Coop und Migros erzielen nicht mehr Profit als sonst: Die Margen von Coop und Migros sind nach einem zwischenzeitlichen Sprung während des ersten Pandemiejahres heute etwa gleich hoch wie zuvor.



**+30%** Gemäss Auswertung des Aviatik-Datendienstes Cirium lagen die durchschnittlichen Ticketpreise der weltweit beliebtesten Flugstrecken im Februar fast 30 Prozent über Vorjahresniveau.

Die Bilder wurden von Dem KI-Modell Midjourney generiert und durch einen Menschen überprüft.