



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

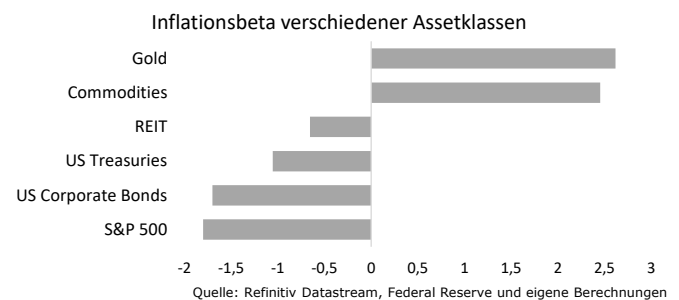
10. Juni 2021

Welche Anlageformen schützen vor Inflation?

Die derzeit größte Sorge vieler Anleger ist die Rückkehr höherer Inflationsraten. So verzeichnete beispielsweise die USA im Mai eine Preissteigerungsrate von 5,0 Prozent im Jahresvergleich und Deutschland eine von 2,5 Prozent. Zu den wesentlichen Treibern der höheren Inflationsraten zählen neben Basiseffekten auch die Erholung der Wirtschaft. Letztere zeigt sich an der Knappheit an den Rohstoffmärkten und dem daraus resultierenden Preisauftrieb bei vielen Vorprodukten. Gleichzeitig stieg die Inflationserwartung für die USA – gemessen als erwartete Inflationsrate in fünf Jahren für die folgenden fünf Jahre – auf 2,5 Prozent an. Vor diesem Hintergrund drängt sich Anlegern die Frage auf, welchen Einfluss steigende Preise auf die reale Wertentwicklung ihrer Portfolios haben und welche Assetklassen einen Inflationsschutz bieten. Verspricht die Anlage in Gold wirklich einen Schutz vor Inflation, und wie schneiden klassische Anlageformen wie Aktien oder Anleihen ab?

Eine erste Einschätzung zur Beantwortung dieser Fragen bietet ein Blick in die Vergangenheit und insbesondere die Analyse der Sensitivität einzelner Assetklassen gegenüber Preissteigerungen sowie ihre Verlässlichkeit, reale Wertzuwächse in Zeiten hoher Inflation zu erzielen. Eine Assetklasse mit geeignetem Inflationsschutz sollte eine gleichlaufende Bewegung von Realrendite und Inflationsrate aufweisen. Eine häufig verwendete Sensitivitätskennzahl stellt das „Inflationsbeta“ dar, das mit Hilfe einer Regression von Inflationsraten auf die Realrenditen berechnet wird. Dabei impliziert ein positives Inflationsbeta, dass ein Anstieg der Inflationsrate durchschnittlich zu höheren Realrenditen führt und umgekehrt ein Rückgang der Inflationsrate fallende Realrenditen hervorruft.

Wertet man die Realrenditen basierend auf einer Halte-dauer von einem Jahr für verschiedene Assetklassen aus den USA über einen Zeitraum von Januar 1974 bis März 2021 aus, ergibt sich ein sehr heterogenes Bild: Während klassische Assetklassen wie Aktien (S&P 500 Index) oder Anleihen (US-Staats- und Unternehmensanleihen) ein negatives Inflationsbeta aufweisen, stechen Gold und Rohstoffe mit einem positiven Inflationsbeta hervor. Börsengehandelte Immobilienaktien (REITs) positionieren sich mit einem leicht negativen Inflationsbeta dazwischen.

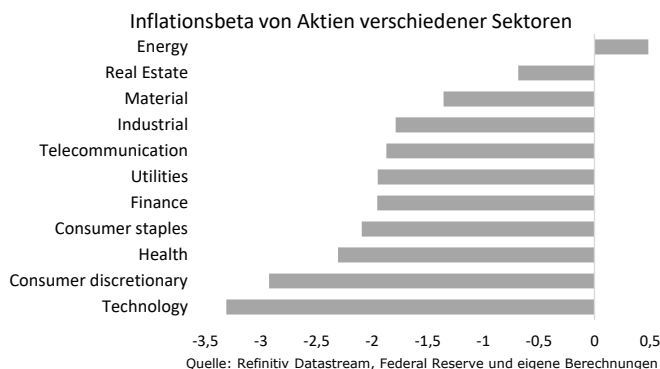


Welche Mechanismen erklären die unterschiedlichen Inflationssensitivitäten? Folgt man ökonomischen Lehrbüchern spiegeln aktuelle Anleihekurse die Erwartungen der Marktteilnehmer gegenüber Inflation, realen Zinssätzen und Risikoprämien wider. Nimmt die Inflationsrate unerwartet zu, fallen typischerweise die Anleihekurse und die Renditen steigen an. Aus Unternehmenssicht sind Phasen steigender Inflation mit erhöhter Unsicherheit verbunden. Diese macht sich beispielsweise dadurch bemerkbar, dass nicht klar ist, inwieweit die gestiegenen Kosten der Vorprodukte an die Verbraucher weitergegeben werden können. Vor allem bei hohem Wettbewerbs-

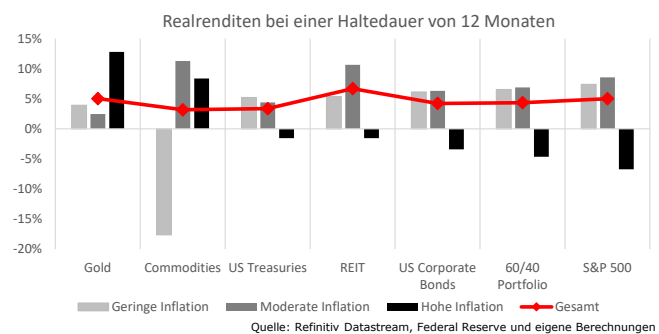
Konjunktur und Strategie

druck dürften die Margen sinken, wodurch die Aktienkurse tendenziell unter Druck geraten. Unerwartete Inflation führt aber auch zu höheren Risikoprämien und Diskontsätzen, sodass ähnlich wie bei Anleihen Aktien mit längerer Duration an Wert verlieren. Hierzu gehören beispielsweise Aktien aus Growth-Sektoren, die ihre Gewinne hauptsächlich in der Zukunft erzielen. Dahingegen fungiert Gold für viele Anleger als Substanzwert und erfreut sich in Zeiten steigender Inflationsraten einer erhöhten Nachfrage. In ähnlicher Weise versprechen Immobilien als Anlage in Realvermögen einen Inflationsschutz, zumal sie möglicherweise aufgrund einer an die Preissteigerungsrate gekoppelte Miete über einen selbsteingebauten Schutz vor steigender Inflation verfügen. Die reale Wertentwicklung von börsengehandelten Immobilienaktien (REITs) unterliegt jedoch, ähnlich wie es bei allen Aktien der Fall ist, allgemeinen Stimmungsschwankungen an der Börse, sodass Sensitivitätskennzahlen im Vergleich zu einer direkten Anlage in Immobilien nach unten verzerrt sein können. Dass Rohstoffe ein hohes Inflationsbeta aufweisen, ist nicht verwunderlich, da sie als Bestandteil des Warenkorbs oftmals selbst die Quelle der gestiegenen Inflation sind – wie es zum Beispiel aktuell bei Öl der Fall ist.

Sind Aktien also per se schlecht als Inflationsschutz geeignet? Ein genauerer Blick auf die verschiedenen Sektoren verrät, dass Unternehmen aus der Energiebranche ein positives Inflationsbeta aufweisen. Zu den Branchen, deren Kursentwicklung dagegen tendenziell negativ von steigenden Inflationsraten beeinflusst werden, zählen Werte aus konsumnahen Sektoren wie zyklische Konsumgüter oder Basiskonsumgüter. Aber vor allem die Realrenditen von Technologiewerten, die häufig in die Kategorie Growth-Aktien fallen, weisen historisch betrachtet eine stark gegenläufige Bewegung zur Inflationsrate auf. Immobilienunternehmen positionieren sich ähnlich wie REITs mit einem vergleichsweise hohen Inflationsbeta zwischen diesen Lagern.



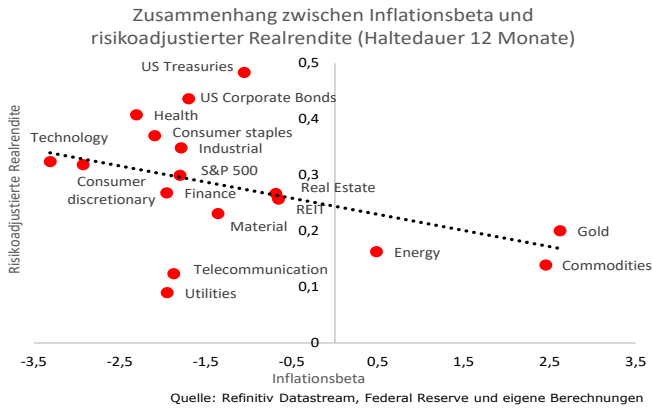
Eine alleinige Betrachtung des Inflationsbetas zur Beurteilung des Inflationsschutzes reicht jedoch nicht aus, um eine vollumfängliche Aussage über die Zuverlässigkeit des Inflationsschutzes in Zeiten hoher Inflation zu treffen. Eine Analyse der Realrenditen verschiedener Anlageformen bei geringer Inflation (Inflationsraten von weniger als zwei Prozent im Jahresvergleich), moderater Inflation (Inflationsraten zwischen zwei und fünf Prozent) und hoher Inflation (Inflationsraten über fünf Prozent) kommt zu dem Ergebnis, dass die Performance stark von dem zugrundeliegenden Inflationsregime abhängig ist. Demnach waren Anleger in der Vergangenheit gut damit beraten, in Zeiten hoher Inflation Gold oder Rohstoffe zu halten. Beide Assetklassen verbuchten in der historischen Betrachtung kräftige reale Wertzuwächse. In Zeiten geringer oder moderater Inflation versprechen hingegen Anlagen in Aktien, REITs oder in Anleihen höhere Realrenditen. Perioden mit hohen Inflationsraten waren in den USA vor allem in den 1970er und 1980er Jahren zu beobachten. Ausgelöst werden diese Inflationsregime oftmals durch Kostenschocks („push demand“), wie zum Beispiel in den 1970er Jahren durch die erste und zweite Ölpreiskrise. Inflationsregime mit moderaten Preissteigerungsraten gehen auf eine erhöhte Güternachfrage („pull demand“) zurück und spiegeln oftmals einen wirtschaftlichen Aufschwung oder Boom wider. In diesen Konjunkturphasen blicken Marktteilnehmer optimistisch in die Zukunft, sodass die Stimmung an den Märkten für risikoreichere Kapitalanlagen konstruktiver ist und zu hohen Realrenditen bei Aktien- oder bestimmten Immobilienanlagen führt.



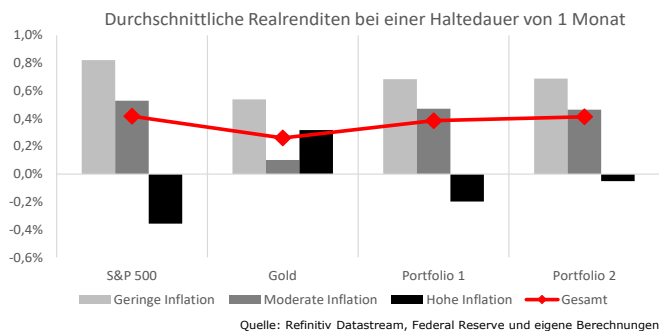
Langfristig muss ein höherer Inflationsschutz – ausgedrückt durch ein positives Inflationsbeta – also auf Kosten einer geringeren Rendite „erkauft“ werden. Dieser Trade-Off spiegelt sich auch im negativen Zusammenhang zwischen der durchschnittlichen risikoadjustierten Realrendite und dem Inflationsbeta wider. Ein alleiniger Fokus auf Assetklassen mit einem hohen Inflationsbeta oder nur hoher risikoadjustierten Rendite ist für Anleger

Konjunktur und Strategie

mit einem langfristigen Anlagehorizont daher nicht empfehlenswert.



Wie lassen sich Portfolios langfristig optimieren und vor höheren Inflationsraten schützen? Eine Möglichkeit besteht darin, über inflationsgeschützte Anleihen das eigene Portfolio abzusichern. Es genügt aber bereits, ein klassisches Portfolio bestehend aus 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Anleihen um Gold und REITs zu erweitern. Selbst eine statische Gewichtung aller Assetklassen führt aufgrund des Diversifikationseffekts zu einer verbesserten Ertrags-Inflationsschutz-Positionierung (Portfolio 1). Weitere Verbesserungen lassen sich erzielen, wenn sich die Portfoliogewichte an dem aktuellen Inflationsregime orientieren und dynamisch angepasst werden (Portfolio 2). Berücksichtigt man, dass das U.S. Bureau of Labor Statistics die Inflationsraten für die USA erst in der Mitte des darauffolgenden Monats veröffentlicht und die Gewichte daher erst verzögert angepasst werden können, ergibt sich durch eine höhere Gewichtung von Gold und REITs in Phasen höherer Inflation trotzdem eine weitere Performancesteigerung.

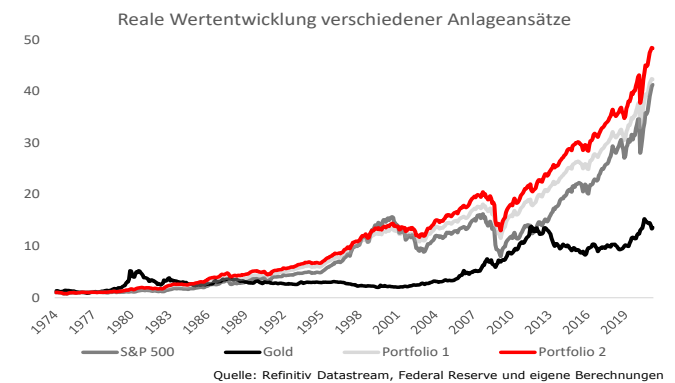


Im Gegensatz zu einer rein passiven Anlage ausschließlich in Gold oder einen breit gestreuten Aktienindex wie den S&P 500 verspricht bereits eine einfache aktive Anlagestrategie, die verschiedene Inflationsregime berücksichtigt, eine robustere Performance. So erleidet das Portfolio 2 gegenüber einer passiven Anlage in den S&P 500

nur geringe reale Wertverluste in Zeiten hoher Inflationsraten bei einer Haltedauer von einem Monat. Gleichzeitig erreicht das Portfolio 2 über alle Inflationsregime hinweg eine gleich hohe durchschnittliche Realrendite wie der S&P 500 in Höhe von 0,4% und weist somit keine langfristigen Performanceverluste auf. Gegenüber dem statischen Ansatz des Portfolios 1 macht sich der dynamische Ansatz von Portfolio 2 in einem Rückgang des realen Wertverlusts von durchschnittlich -0,5% auf -0,2% in Zeiten hoher Inflation bemerkbar. Neben dem Inflationsschutz profitiert das Portfolio 2 außerdem von der Anlage in REITs und insbesondere von der starken Wertsteigerung von Immobilien vor der Finanzkrise 2007.

Tabelle 1: Exemplarische Portfoliogewichte

Gewicht	60/40	Portfolio 1			Portfolio 2	
		Geringe Inflation	Mittlere Inflation	Hohe Inflation	Geringe Inflation	Hohe Inflation
Aktien (S&P 500)	60%	55%	55%	50%	40%	
US Unternehmensanleihen	40%	35%	35%	30%	20%	
Gold	0%	5%	5%	10%	20%	
REITs	0%	5%	5%	10%	20%	



Die Auswertung der historischen Daten für die größte Volkswirtschaft der Welt bestätigt die wertschöpfende und sogar wertsteigernde Wirkung von Gold und REITs in Zeiten hoher Inflationsraten. Historisch betrachtet hätte es sich für Anleger also ausgezahlt, ihr Portfolio mit alternativen Anlageklassen zu diversifizieren und die Portfoliogewichte abhängig vom Inflationsgeschehen aktiv anzupassen. Wichtig bei der Auswertung dieser Daten ist jedoch, dass sich die Ergebnisse auf die USA beziehen und analoge Rückschlüsse auf andere Volkswirtschaften nicht automatisch möglich sind. Außerdem sollten Anleger beachten, dass sich Regime mit sehr hohen Inflationsraten von über fünf Prozent primär in den 1970er und 1980er Jahren ereignet haben und in der jüngsten Vergangenheit selten geworden sind. Jedoch sind exogene Kostenschöcks ausgelöst durch zum Beispiel politische Krisen nur schwer zu prognostizieren, sodass Anleger mit einer aktiven Anlagestrategie grundsätzlich gut beraten sind.

Wir bedanken uns bei unserem Kollegen Simon Landt für die tatkräftige Unterstützung zu diesem Beitrag.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	10.06.2021 16:15	03.06.2021 -1 Woche	07.05.2021 -1 Monat	09.03.2021 -3 Monate	09.06.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Dow Jones	34642	0,2%	-0,4%	8,8%	27,0%	13,2%
S&P 500	4248	1,3%	0,4%	9,6%	32,4%	13,1%
Nasdaq	14020	3,0%	1,9%	7,2%	40,9%	8,8%
Russell 2000	2328	2,1%	2,5%	3,7%	54,5%	17,9%
DAX	15604	-0,2%	1,3%	8,1%	23,7%	13,7%
MDAX	33801	1,0%	3,5%	6,9%	27,4%	9,8%
TecDAX	3441	2,6%	0,4%	4,0%	8,8%	7,1%
EuroStoxx 50	4105	0,6%	1,7%	8,4%	23,6%	15,5%
Stoxx 50	3524	1,5%	2,3%	8,4%	15,5%	13,4%
SMI (Swiss Market Index)	11810	2,6%	5,7%	8,8%	16,0%	10,3%
FTSE 100	7106	0,6%	-0,3%	5,6%	12,2%	10,0%
Nikkei 225	28959	-0,3%	-1,4%	-0,2%	25,4%	5,5%
Brasilien BOVESPA	129899	0,2%	6,4%	16,7%	34,3%	9,1%
Russland RTS	1685	3,0%	6,8%	13,7%	31,2%	21,4%
Indien BSE 30	52300	0,1%	6,3%	2,5%	54,0%	9,5%
China CSI 300	5271	0,3%	5,5%	6,0%	30,3%	1,2%
MSCI Welt (in €)	2997	0,8%	-0,5%	5,9%	22,1%	12,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1373	-0,8%	0,7%	1,7%	26,0%	7,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	172,56	262	209	133	-90	-508
Bobl-Future	134,33	-47	-55	-58	27	-85
Schatz-Future	112,19	14	11	11	22	-9
3 Monats Euribor	-0,54	2	2	2	-18	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,53	0	0	0	-14	0
3 Monats \$ Libor	0,12	-1	-4	-5	-19	-11
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	0	-1	5	0
10-jährige US Treasuries	1,49	-13	-9	-5	66	58
10-jährige Bunds	-0,24	-6	-2	9	7	33
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	-3	-3	-8	4	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,21	-8	0	4	9	29
US Treas 10Y Performance	689,94	1,3%	1,1%	1,4%	-3,6%	-3,6%
Bund 10Y Performance	665,40	0,6%	0,2%	-0,5%	-0,2%	-2,8%
REX Performance Index	493,77	0,3%	0,2%	-0,1%	0,0%	-1,1%
IBOXX AA, €	0,25	-5	0	5	-7	23
IBOXX BBB, €	0,66	-6	-1	-3	-63	10
ML US High Yield	4,65	-8	-9	-32	-188	-32
Wandelanleihen Exane 25	7436	-11,3%	-10,5%	-8,8%	-1,7%	-10,7%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	531,92	0,9%	1,7%	9,7%	64,0%	29,9%
MG Base Metal Index	435,76	0,2%	-2,8%	12,4%	60,5%	22,9%
Rohöl Brent	72,55	1,6%	6,1%	7,3%	75,9%	39,8%
Gold	1890,23	1,0%	3,0%	10,1%	10,0%	-0,4%
Silber	27,88	2,0%	1,6%	7,5%	57,5%	5,7%
Aluminium	2470,30	3,6%	-2,3%	14,8%	56,3%	25,2%
Kupfer	9952,75	1,9%	-4,5%	13,2%	73,0%	28,4%
Eisenerz	210,19	1,1%	2,9%	24,8%	104,1%	34,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	2481	0,4%	-22,1%	30,5%	247,5%	81,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2186	0,0%	1,1%	2,5%	7,9%	-0,7%
EUR/ GBP	0,8600	0,0%	-1,0%	0,5%	-3,6%	-3,9%
EUR/ JPY	133,45	-0,3%	1,3%	3,1%	9,3%	5,5%
EUR/ CHF	1,0899	-0,6%	-0,6%	-1,6%	1,2%	0,9%
USD/ CNY	6,3896	-0,2%	-0,7%	-1,8%	-9,7%	-2,1%
USD/ JPY	109,63	-0,6%	0,9%	1,1%	1,8%	6,2%
USD/ GBP	0,7060	-0,4%	-1,3%	-1,9%	-10,2%	-3,5%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikrofilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.