

Bedeutung der Inflation für verschiedene Anlageklassen



*Von Dr. Daniel R. Witschi, CFA
Chief Investment Officer (CIO)
Mitglied der Geschäftsleitung
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

Seit über einem Jahr steigen die Konsumentenpreise kontinuierlich und haben in den USA mittlerweile ein 40-Jahres-Höchst erreicht. Die ungewöhnlich hohe Inflation kann dabei nicht auf eine einzelne Ursache zurückgeführt werden, vielmehr ist sie das Resultat einer Vielzahl unterschiedlicher Faktoren. Engpässe bei den globalen Lieferketten, Corona-bedingte Lockdowns und eine aussergewöhnlich expansive Geldpolitik der Zentralbanken während der Pandemie sind nur einige Gründe, weshalb sich die Teuerung derart beschleunigt hat. Hinzu kommt, dass im Zuge des Ukraine-Kriegs die Energiepreise stark angestiegen sind, was sich insbesondere bei den Kraftstoff- und Heizkosten der Haushalte bemerkbar macht. Doch Inflation ist nicht gleich Inflation. Denn wie hoch die Teuerungsrate ausfällt, hängt massgeblich davon ab, wie sie gemessen wird. Dafür werden heute verschiedene Messmethoden verwendet, die sich hauptsächlich in der Zusammensetzung des zugrundeliegenden Warenkorbs unterscheiden.

Verbraucherpreisindex und Produzentenpreisindex

Sowohl der Verbraucherpreisindex (CPI) als auch der Produzentenpreisindex (PPI) mes-



*und Timo R. A. Mayr, CFA
Senior Investment Strategist
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

sen die Teuerung als durchschnittliche Preisänderung jedes Artikels in einem vordefinierten Warenkorb. Der Inhalt dieses Warenkorbs ist allerdings verschieden. Die im CPI enthaltenen Artikel sind Güter und Dienstleistungen, welche Bewohner städtischer Gebiete typischerweise konsumieren. Dazu zählen beispielsweise Nahrungsmittel, Wohnen, Kleidung, Transport, Bildung und Kommunikation. Im Gegensatz dazu misst der PPI die Veränderung der Verkaufspreise für Rohwaren und Dienstleistungen. So zum Beispiel Bergbau, verarbeitendes Gewerbe, Landwirtschaft und Baugewerbe. Weil sich diese Verkaufspreise direkt auf die Preise im Einzelhandel auswirken, wird der PPI oft als Frühindikator für den Inflationsdruck angesehen.

Gesamtinflation und Kerninflation

Der CPI zeigt die Entwicklung der Lebenshaltungskosten auf und beinhaltet alle teuerungsrelevanten Güter und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft, weshalb er auch als Gesamtinflation bezeichnet wird. Im Gegensatz dazu werden bei der sogenannten Kerninflation diejenigen CPI-Komponenten herausgerechnet, die von Monat zu Monat starke Schwankungen aufweisen können,

was zu einer unerwünschten Verzerrung der Gesamtzahl führen kann. Die am häufigsten entfernten Komponenten sind Lebensmittel und Energie. Lebensmittel- und Energiepreise werden oft durch externe Schocks beeinflusst, die nicht von einer Volkswirtschaft kontrolliert werden können. Solche Schocks sind beispielsweise extreme Wetterereignisse, welche sich negativ auf die Landwirtschaft auswirken, oder der Krieg in der Ukraine, infolgedessen der Ölpreis stark angestiegen ist.

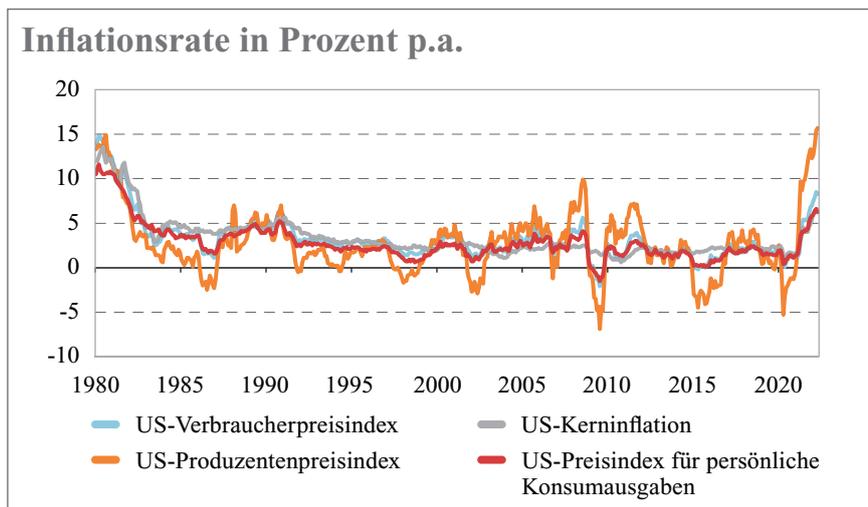
Preisindex für persönliche Konsumausgaben

In den USA definiert die Federal Reserve ihr Inflationsziel nicht anhand des CPI, sondern anhand des Preisindex für persönliche Konsumausgaben (PCE). Zwar berechnen beide Indizes das Preisniveau anhand der Preise eines Warenkorbs, jedoch erfasst der CPI nur die Ausgaben für Artikel, die aus eigener Tasche bezahlt werden. Andere Ausgaben, die nicht direkt bezahlt werden, sind nur im PCE-Index enthalten. Dazu zählen beispielsweise die Kosten einer medizinischen Versorgung, die von einer vom Arbeitgeber finanzierten Versicherung übernommen werden. Der wichtigste Unterschied besteht jedoch darin, wie die Indizes Veränderungen im Warenkorb berücksichtigen. Im Gegensatz zum CPI berücksichtigt der PCE die Substitution von Gütern und passt den Warenkorb entsprechend an. Steigt beispielsweise der Brotpreis, dann kaufen die Menschen weniger Brot und das Gewicht im PCE-Warenkorb sinkt, während sich der CPI-Warenkorb nicht verändert.

Doch unabhängig davon, wie die Inflation gemessen wird, eine deutliche Inflationsbeschleunigung ist nicht wegzudiskutieren. Viele Anleger fragen sich deshalb zu recht, wie sie sich gegen den zunehmenden Preisdruck absichern können. Zur Beantwortung dieser Frage betrachten wir die prominentesten Anlageklassen Aktien, Obligationen und Gold.

Aktien

Historisch entwickelten sich Aktien besonders gut in einem Umfeld mit moderater und stabiler Inflation, da die konjunkturellen



Unsicherheiten klein sind und die Unternehmensgewinne entsprechend gut prognostiziert werden können. Steigt jedoch das Preisniveau abrupt an, kann es zu massiven Verwerfungen auf den Aktienmärkten kommen. Plötzliche Preisanstiege stellen einerseits ein Risiko für die operativen Margen dar, weil die gestiegenen Produktionskosten nur mit Verzögerung an die Kunden weitergegeben werden können. Andererseits zwingen höhere Inflationsraten die Notenbanken zu einer restriktiveren Geldpolitik mit höheren Zinsen, was die Aktienbewertungen aufgrund steigender Diskontsätze schrumpfen lässt. Ausserdem trüben die Massnahmen zur Inflationsbekämpfung die Wachstumsaussichten ein und erhöhen damit den Druck auf die Aktien zusätzlich.

Innerhalb der Anlageklasse Aktien lohnt es sich allerdings zu unterscheiden, da nicht alle Aktiensektoren gleichermaßen von der Inflation beeinflusst werden. Dies verdeutlicht eine Analyse der Aktienmarktrenditen der letzten 50 Jahre: In einem Umfeld steigender niedriger Inflation erzielten Firmen aus dem IT-Sektor die höchsten Renditen, während die defensiven Sektoren Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und Versorger am schlechtesten abschnitten. Bei steigender hoher Inflation schnitten die Sektoren Rohstoffe und Energie am besten, Finanzwerte hingegen am schlechtesten ab. Rohstoffbezogene Sektoren dominierten auch als die Teuerung mehr als 6% betrug, während es konsumbezogene Sektoren und den IT-Sektor zu meiden galt.

Heute betragen die vier vorgestellten Inflationsmasse teilweise deutlich mehr als 6% und eine klare Inflationsverlangsamung ist noch nicht zu erkennen. Dieser Situation tragen wir in unserer taktischen Aktienallokation Rechnung, indem wir sowohl den

Energie- als auch den Rohstoffsektor übergewichten. Ebenfalls halten wir an der Übergewichtung des defensiven Gesundheitssektors fest, während wir Nicht-Basiskonsumgüter, Industrie und Informationstechnologie untergewichten.

Obligationen

Obligationen mit fixem Coupon und vordefinierter Rückzahlung bei Verfall (Nennwert) sind stark abhängig von Inflationsveränderungen. Die festgelegten Couponzahlungen spiegeln die Inflationserwartungen zum Emissionszeitpunkt wider und werden auch bei veränderten Marktgegebenheiten nicht nachträglich angepasst. Beschleunigt sich die Inflation, dann sind die diskontierten zukünftigen Coupons und die Rückzahlung heute weniger wert, was zu Kursverlusten der Obligation führt. Dieser Verlust ist umso grösser, je länger die Restlaufzeit der Obligation ist. Inflationsgeschützte Anleihen, sogenannte TIPS, bieten hingegen einen nachhaltigen Schutz vor steigender Inflation. Der Nennwert von TIPS ist an die realisierte Inflation gekoppelt und garantiert somit eine reale Rendite, die unabhängig von der Teuerung ist.

Gold

Gold geniesst seit jeher einen Ruf als guter Schutz des Vermögens vor der Geldentwertung. Begründet wird diese Eigenschaft damit, dass sein natürliches Vorkommen begrenzt ist, es eine stabile Nachfrage hat, weil es für viele Prozesse in der Industrie benötigt wird und es durch geldpolitische Massnahmen nicht entwertet werden kann. Doch Gold ist seinem Ruf nicht immer gerecht geworden. Wie historische Daten von Morningstar zeigen, hat Gold in vergangenen Inflationsperioden eine gemischte Erfolgs-

bilanz vorzuweisen. Eine Anlage zur Inflationsabsicherung müsste eigentlich im Gleichschritt mit den Verbraucherpreisen steigen. In Phasen hoher Inflation, die von einer sehr restriktiven Geldpolitik begleitet wurde, hat Gold jedoch meist eine negative Rendite für die Anleger erwirtschaftet.

Für die Bewertung von Gold wichtiger als die obengenannten Eigenschaften ist die Entwicklung der Realzinsen, d.h. der Zinsen abzüglich der Inflation. Weil Gold keine Einkommensrendite in Form von Zinszahlungen abwirft, muss man bei einer Investition in Gold die potenziellen Kursgewinne gegen die dafür aufgegebenen Zinserträge von Bargeld abwägen. Je höher die realen Zinserträge sind, desto unattraktiver wird Gold. Zwar hat die Federal Reserve bereits zwei Mal den Leitzins angehoben, und auch die Europäische Zentralbank spricht von einer möglichen Erhöhung des Zinsniveaus; da jedoch die Inflationsraten auf hohem Niveau verharren, sind die kurzfristigen Realzinsen noch deutlich im negativen Bereich. Sobald der Inflationsdruck aber nachlässt, werden die Realzinsen steigen und sich negativ auf die Bewertung von Gold auswirken.

In der aktuellen Situation muss allerdings auch die geopolitische Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg berücksichtigt werden. Die Nachfrage nach Gold dürfte dadurch gestärkt worden sein. Zudem könnte die Einfrierung der russischen Zentralbankreserven das Interesse an Gold seitens einiger Zentralbanken von Schwellenländern zusätzlich beleben. Wir halten deshalb an unserer Übergewichtung von Gold fest.

Der Markt erwartet derzeit acht weitere Zinserhöhungen von jeweils 0,25% bis zum Ende des Jahres in den USA. Inwiefern sich diese Prognose bewahrheitet, hängt davon ab, ob sich die Inflation im Jahresverlauf stabilisieren wird und wie sich die amerikanische Wirtschaft sowie der Arbeitsmarkt entwickeln werden. In Anbetracht der anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten gehen wir von einer umsichtig agierenden Federal Reserve aus, die keine voreiligen Zinsschritte unternehmen wird. Sobald die Inflationszahlen ihren Höchstwert gefunden haben und sich langsam wieder zu normalisieren beginnen, dürften die Aktienmärkte von einem kräftigen Rückenwind profitieren.

daniel.witschi@dreyfusbank.ch
timo.mayr@dreyfusbank.ch
www.dreyfusbank.ch