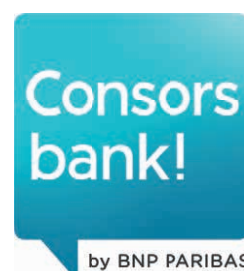




Investments in Zeiten hoher Inflation

Handelsblatt
RESEARCH INSTITUTE



Investments in Zeiten hoher Inflation

Die Deutschen gelten als Inflationsphobiker. Genauso wie sich in den USA die Massenarbeitslosigkeit in den 1930er-Jahren den Menschen in das kollektive Gedächtnis einbrannte, wurde die Hyperinflation der frühen 1920er-Jahre zu einem kollektiven Trauma der Deutschen. Wohl auch deshalb genoss die unabhängige Deutsche Bundesbank als Gralshüterin der D-Mark bei der bundesdeutschen Bevölkerung ein Ansehen, wie es kaum einer anderen Notenbank je zuteilwurde. Umso umso größer war die Skepsis, als die Verantwortung für die Geldwertstabilität im Jahr 1999 schließlich in die Hände der Europäischen Zentralbank (EZB) übergeben wurde.

Gemessen am Resultat – der Inflationsrate – machte die EZB ihre Aufgabe zunächst sehr gut, vielleicht sogar besser als die Bundesbank. Während in den 1980er- und 1990er-Jahren die Inflation in Deutschland durchschnittlich immerhin bei 2,9 beziehungsweise 2,3 Prozent lag, ging sie in den 2000er-Jahren auf 1,6 und in den 2010er-Jahren auf durchschnittlich 1,3 Prozent zurück. Und damit zwischenzeitlich so stark, dass der damalige EZB-Präsident Mario Draghi eine Deflation fürchtete

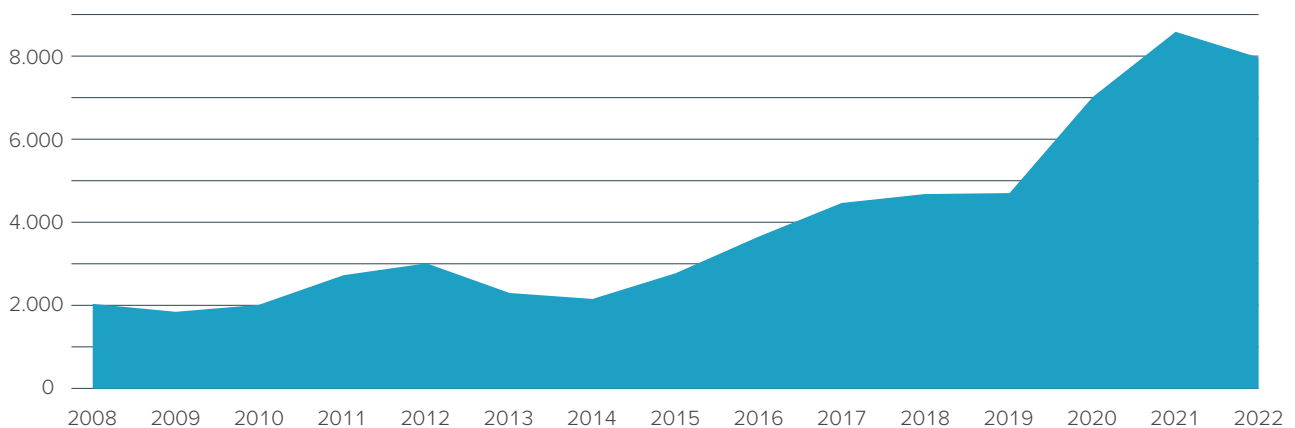
und versuchte, diese mit unkonventionellen geldpolitischen Instrumenten zu bekämpfen. Nicht steigende, sondern sinkende Preise waren für ihn das Problem. In dem Bemühen, die Inflation in Richtung zwei Prozent anzuheben, weitete die EZB unter Draghi die Geldmenge drastisch aus. Die Bilanz der Notenbank verlängerte sich seit der Finanzkrise im Jahr 2008 von gut zwei Billionen Euro auf mehr als 8,5 Billionen Euro im Jahr 2021, um bis zum Jahresende 2022 schließlich auf knapp acht Billionen Euro zu sinken.

Vereinzelte Warnungen von Ökonom:innen vor Inflationsgefahren wurden von der EZB-Spitze lange ignoriert – und selbst als die Preise zu steigen begannen, wurde diese Teuerung als temporär eingestuft. Ein Irrtum, wie man heute weiß. Im November 2022 betrug die Inflation sowohl in Deutschland als auch im gesamten Euro-Währungsgebiet zehn Prozent – ein Wert, der jahrzehntelang unmöglich schien.

Aber was bedeutet eine höhere Inflation für Privatinvestor:innen und deren Handlungsstrategien? Diese Fragestellung sowie zuvor einige Hintergründe zur Inflation werden im Folgenden näher beleuchtet.

Entwicklung der Bilanzsumme der EZB

in Milliarden Euro



Quelle: Europäische Zentralbank (EZB) ; Datenstand: 31. Januar 2023

Wie wird Inflation gemessen?

Zunächst berechnen die amtlichen Statistiker:innen einen Index, der die Entwicklung des Preises eines typischen Warenkorbs von Endverbraucher:innen abbildet. Dieser Warenkorb wird von Zeit zu Zeit an sich ändernde Konsumgewohnheiten angepasst. Darüber hinaus wird mit statistischen Methoden versucht, den technischen Fortschritt zu berücksichtigen; beispielsweise ist ein modernes Smartphone ein völlig anderes Produkt als ein Mobiltelefon vor 20 Jahren.

Während in Deutschland die Inflation anhand des Verbraucherpreisindex (VPI) gemessen wird, dessen Warenkorb die Konsumgewohnheiten der Bevölkerung in Deutschland widerspiegelt, wird die Inflation in der Eurozone anhand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessen, an dem die Europäische Zentralbank ihre Politik ausrichtet. „Harmonisiert“ bedeutet, dass alle Länder der Europäischen Union dieselbe Messmethode anwenden. So wird sichergestellt, dass die Preisdaten der verschiedenen Länder miteinander vergleichbar sind.

Weitere Arten der Inflationsmessung

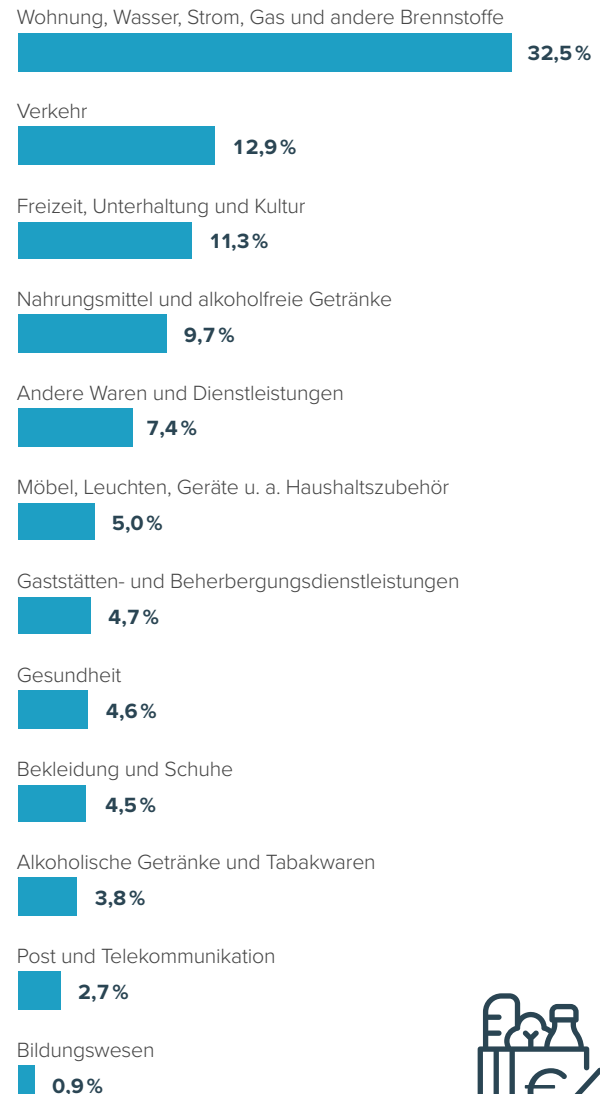
Jenseits dieser amtlichen Daten wird von einigen Ökonomen:innen die „gefühlte Inflation“ gemessen, die vor allem regelmäßig gekaufte Güter stärker gewichtet. Konsument:innen können etwa die Entwicklung von Lebensmittelpreisen sehr einfach beobachten und daher gut einschätzen, während beispielsweise die Preisentwicklung von Möbeln nur schwer verfolgbar ist, da solch langlebige Konsumgüter nur sehr selten gekauft werden und zudem das Angebot intransparent ist.

Darüber hinaus hat jede:r Konsument:in eine ganz persönliche Inflationsrate, die von den individuellen Konsumgewohnheiten abhängt. Um diese zu ermitteln, müsste ein persönliches Haushaltsbuch geführt werden, in dem auch der Kauf und die Preisentwicklung langlebiger Konsumgüter erfasst werden müsste – was praktisch kaum möglich ist.

Der jeweilige nationale VPI und der einheitliche HVPI sind in Europa die wichtigsten Maßzahlen zur Darstellung der jeweiligen Inflationsrate. Neben diesen Verbraucherpreisindizes existieren noch in der Öffentlichkeit weniger beachtete Indizes, etwa für Rohstoffe, Importe oder Erzeugerpreise. Eine weitere

Gewichtung der Produktgruppen im deutschen Verbraucherpreisindex

Basisjahr 2015 (letzte verfügbare Daten)



Quelle: Statistisches Bundesamt; Datenstand: 31. Januar 2023



Möglichkeit der Preismessung existiert zudem mit dem sogenannten BIP-Deflator. Anders als etwa die Verbraucherpreisindizes bildet dieser nicht nur Preisänderungen der Güter eines ausgewählten Warenkorbs ab, sondern die Veränderungen aller Preise einer Volkswirtschaft. Aus diesem Grund wird er von Wissenschaftler:innen oft bevorzugt, während der Verbraucherpreisindex in den Medien eine stärkere Resonanz findet.

Warum ist Inflation schädlich?

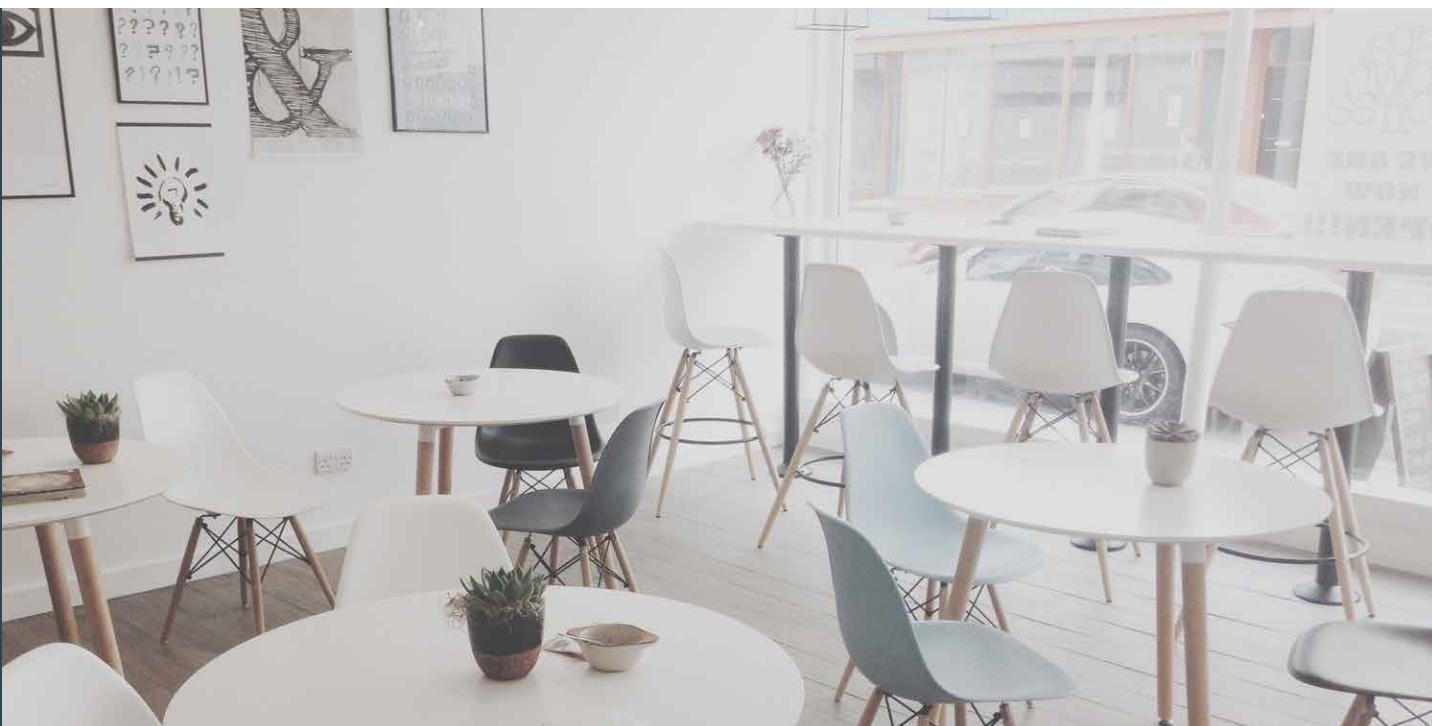
Preise sind das Herzstück einer Marktwirtschaft, denn sie spiegeln Knappheiten wider und sorgen so dafür, dass Angebot und Nachfrage in Einklang gebracht werden. Stark vereinfacht ausgedrückt: Wird in einer Tauschwirtschaft etwa aufgrund einer Missernte das Getreide knapp, steigt dessen relativer Preis. Die Konsument:innen werden relativ ärmer, können sich daher weniger andere Waren leisten, sodass deren Preis schließlich sinkt. Es kommt zu einer Änderung des relativen Preisgefüges – das Verbraucherpreisniveau bleibt insgesamt jedoch konstant. Änderungen der relativen Preise sind also in einer Marktwirtschaft an der Tagesordnung.

Steigen in einer modernen Volkswirtschaft die Preise von Waren und Dienstleistungen hingegen auf breiter Front, sinkt der relative Wert des Tauschmittels Geld. Die Kaufkraft der Konsument:innen verringert sich, da mit der gleichen Menge Geld aufgrund allgemein gestiegener Preise weniger konsumiert werden kann. Grund für solche Preisanstiege kann eine allgemein gestiegene Nachfrage sein, etwa wenn aufgrund von kräftigem Wirtschaftswachstum die verfügbaren Einkommen deutlich steigen.

Nachfragebedingte und angebotsbedingte Inflation

Übersteigt die gesamte Nachfrage aller am Wirtschaftsleben teilnehmenden Personen das gesamte Angebot der Volkswirtschaft, sind steigende Preise die Folge. Gleiches gilt, wenn der gesamtwirtschaftlichen Gütermenge eine zu große Geldmenge gegenübersteht, welche die Nachfrage erhöht. Diese Preissteigerungen können in der Folge zu steigenden Löhnen und Gehältern führen, welche die Nachfrage weiter steigern. Gleichzeitig bedeuten höhere Löhne steigende Kosten der Unternehmen, die dies als Anlass für weitere Preissteigerungen ihre Waren und Dienstleistungen nutzen könnten. Die Folge wäre eine Lohn-Preis-Spirale.

Ein anderer Grund für eine Inflation kann die Verknappung des Angebots eines Schlüsselprodukts wie etwa von Energie sein. Höhere Energiepreise verteuern über höhere Produktions- und Transportkosten die Preise einer Vielzahl von Gütern. Zudem können Unternehmen unter Kostendruck geraten, wenn sich die Preise beispielsweise aufgrund steigender Produktions- oder Rohstoffkosten erhöhen und es damit zu einem Angebotsschock kommt. Stark steigende Löhne und Gehälter oder eine beispielsweise aus dem Ausland importierte Inflation – zum Beispiel aufgrund einer schwachen Heimatwährung – können einen solchen Angebotsschock ebenfalls auslösen.



Aktueller Inflationsschock

Der aktuelle Inflationsschub ist die Folge von gleich mehreren Angebotsschocks. Erst führten gestörte Lieferketten zwischen Europa und Asien – vor allem China – zu fehlenden Vorprodukten in den europäischen Fabriken und stockendem Nachschub in den Regalen der Geschäfte. Dann kam es in Folge des Angriffs Russlands auf die Ukraine und den anschließenden Wirtschaftssanktionen des Westens zu einer massiven Verteuerung von fossiler Energie. Und so stieg die Inflationsrate von 4,9 Prozent im Januar 2022 auf bis zu 10,4 Prozent im Oktober nahezu stetig an.

Inflationsprognose des HRI

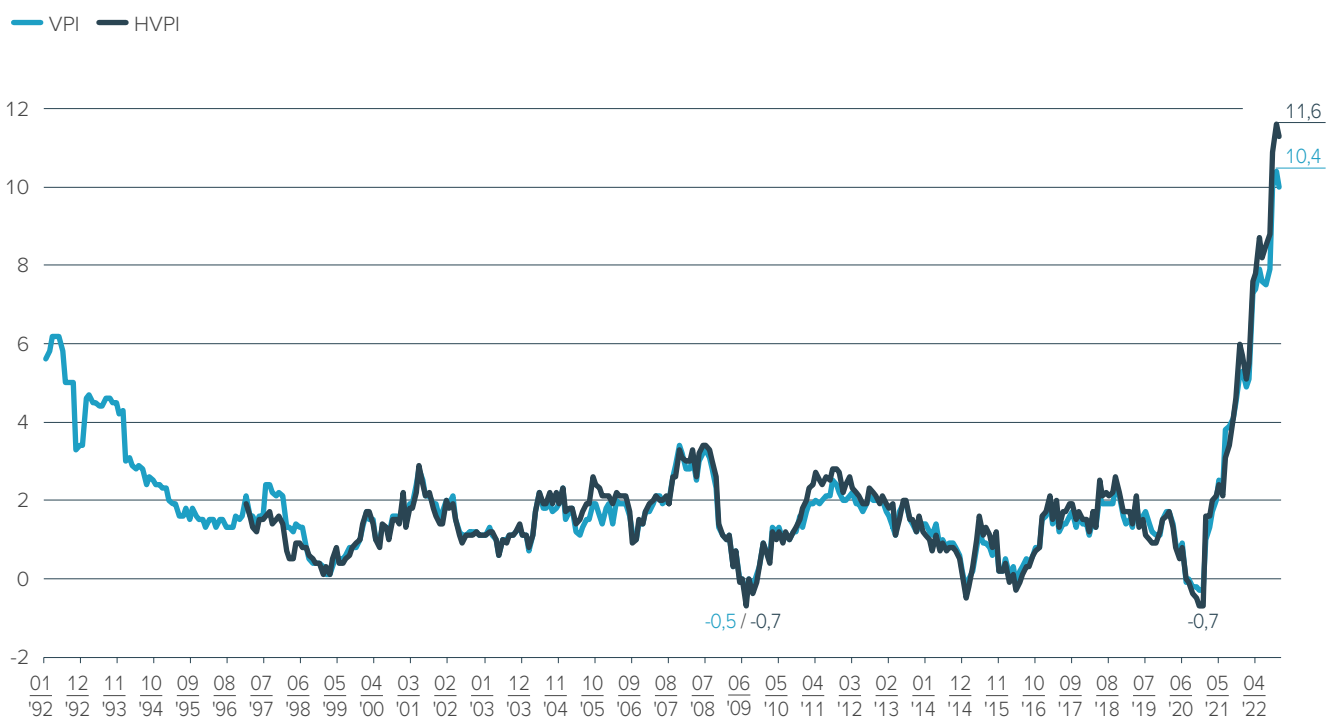
Die jahresdurchschnittliche Inflationsrate für das Jahr 2022 betrug laut Statistischem Bundesamt 7,9 Prozent. Selbst im Zuge der Ölpreiskrisen in den 1970er-Jahren bis Anfang der 1980er-Jahre erreichten die Inflationsraten nicht das gegenwärtige hohe Niveau. Für das Jahr 2023 erwartet das Handelsblatt Research Institute (HRI) keine weiteren extremen Preissprünge

mehr, sodass die Inflation allmählich zurückgehen sollte und im Gesamtjahr 2023 immerhin noch bei durchschnittlich fünf Prozent liegen dürfte. Doch selbst wenn die Energiepreise nicht weiter steigen sollten, dürften über höhere Löhne sogenannte Zweit-rundeneffekte ausgelöst werden, die dann zu einer weiteren Verteuerung vieler Güter und Dienstleistungen führen. Daher erwartet das HRI auch für das Jahr 2024 eine durchschnittliche Inflationsrate von drei Prozent, die immer noch deutlich über dem Zielwert der Europäischen Zentralbank von zwei Prozent liegt. Eine Rückkehr zum ursprünglichen niedrigeren Preis-niveau scheint damit vorerst ausgeschlossen, selbst wenn es gelingt, die Inflation einzudämmen.

Binnen vier Jahren wäre damit das Preisniveau um fast 23 Prozent gestiegen. Zuvor dauerte es 16 Jahre, von 2005 bis 2020, bis das Preisniveau ähnlich stark angestiegen war. Angesichts von Konsumausgaben der privaten Haushalte in einer Größenordnung von 1.700 Milliarden Euro werden also rund 300 Milliarden Euro reale Kaufkraft durch die Teuerung vernichtet.

Entwicklung der Inflationsrate in Deutschland










in Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat



Quelle: Statistisches Bundesamt; Datenstand: 31. Januar 2023

Ausgewählte Gewinner- und Verliererbranchen durch Inflation

Die verschiedenen Branchen einer Volkswirtschaft sind von einer Inflation und deren Auswirkungen unterschiedlich betroffen. Branchen, die über eine starke Preissetzungsmacht gegenüber ihren Kund:innen verfügen, können in der Regel von Preissteigerungen profitieren, ihre Margen ausweiten und damit ihre Gewinne steigern – oder zumindest stabil halten. Branchen, deren Preissetzungsmacht eher gering ist, sehen sich dagegen in einem inflationären Umfeld eher mit sinkenden Margen und Gewinnen konfrontiert.

Ausgewählte Branchen ...	
... mit höherer Preissetzungsmacht	... mit geringerer Preissetzungsmacht
 Basis-konsumgüter	 Touristik
 Chemie	 Luftfahrt
 Energie	 Automobil
 Banken	 Einzelhandel
	 Technologie

Zu den Branchen mit starker Preissetzungsmacht gehören üblicherweise Unternehmen, die Artikel des alltäglichen Gebrauchs, sogenannte Basiskonsumgüter, herstellen. Produkte wie Spülmittel, Toilettenpapier oder Lebensmittel bleiben auch bei hohen Preissteigerungen lebensnotwendig. Allerdings zeigt insbesondere die aktuelle Inflationsphase, dass gegenwärtig der Anteil von beispielsweise Handelseigenmarken steigt, Verbraucher also vermehrt günstigere Alternativen der Markenprodukte kaufen.

Nach einer Untersuchung der Managementberatung Horváth & Partners aus dem ersten Halbjahr 2022 konnte auch die Chemieindustrie ihre höheren Ein-

kaufskosten im Vergleich zum Vorjahr nahezu vollständig an ihre Kund:innen weitergeben. Um lieferfähig bleiben zu können, deckten sich die Kund:innen vermehrt mit Produkten ein und sorgten so für eine entsprechende Nachfrage. Ähnliches gilt für Unternehmen aus der Ölindustrie. Aber auch der Maschinenbau und die Elektrotechnikbranche verfügten laut dieser Untersuchung über eine starke Preissetzungsmacht.

Energieunternehmen konnten ihre Preissteigerungen im Einkauf immerhin noch zu etwa zwei Drittel an ihre Kund:innen weitergeben. In der Luftfahrt- sowie in der Touristikbranche gelingt die Weitergabe der gestiegenen Kosten dagegen bislang nur begrenzt. Und die Automobilindustrie hat gegenwärtig besonders große Probleme, ihre gestiegenen Kosten weiterzureichen. Dies gilt in besonderem Maße für die Automobilzulieferer, die gegenüber den Automobilproduzenten meist über keine nennenswerte Preissetzungsmacht verfügen. Auch der Einzelhandel hat es gegenwärtig sehr schwer, seine Margen zu halten. Nach den pandemiebedingten Geschäftsschließungen kämpft die Branche nun mit eingeschränkter Warenverfügbarkeit, Kostensteigerungen und sinkender Kaufkraft ihrer Kund:innen.

Eine Analyse der Fondsgesellschaft BlackRock kommt ergänzend zu dem Ergebnis, dass auch Banken und Finanzwerte im Vergleich zu anderen Branchen bei Inflation besser abschneiden, da sich ihre Kapitalflüsse, sogenannte Cashflows, meist auf kürzere Zeiträume konzentrieren und sie in der Regel von steigenden Kapitalmarktrenditen – als Folge der Inflation – profitieren. Eine hohe Inflation kann allerdings vor allem für Institute mit einem langlaufenden Kreditportfolio nachteilig sein, weil durch die Inflation der Barwert bestehender Kredite, die in der Zukunft zurückgezahlt werden, sinkt. Nur verhältnismäßig geringen Inflationsschutz bieten demnach auch Unternehmen aus dem Technologiesektor. Ein Großteil der Cashflows wird von den Unternehmen meist erst in der (ferneren) Zukunft erwartet. Der Barwert dieser Cashflows sinkt bei höheren Zinsen als Folge steigender Inflationsraten somit zum Teil deutlich.

Messung des Inflationsschutzes von Assetklassen

Eine Assetklasse besteht aus Finanzprodukten mit ähnlichen Merkmalen. Zum Beispiel sind Aktien eine Assetklasse und Anleihen eine andere. Um den grundsätzlichen Schutz einer Assetklasse vor den Folgen von Inflation zu bestimmen, kann auf die Sensitivitätskennzahl des sogenannten Inflationsschutzes zurückgegriffen werden. Das Inflationsschutz-Beta ist definiert als das Ausmaß, in dem die Rendite eines Vermögenswerts steigt oder fällt, wenn die Inflation um einen Prozentpunkt steigt oder fällt. Damit lässt sich tendenziell erkennen, wie gut ein Vermögenswert tatsächlich vor Inflation geschützt ist. Die reale Rendite – also die nominale Rendite abzüglich der Inflation – eines Vermögenswertes mit einem Beta von 1 steigt und fällt durchschnittlich in gleichem Ausmaß wie die Inflation. Ein Inflationsschutz-Beta von größer als 1 bedeutet, dass ein Anstieg der Inflationsrate durchschnittlich zu einer höheren realen Rendite führt und ein Inflationsschutz-Beta von kleiner

als 1 zeigt umgekehrt einen Rückgang der realen Rendite an. Eine Assetklasse mit geeignetem Inflationsschutz sollte demnach also mindestens eine gleichlaufende Bewegung von realer Rendite und Inflationsrate und damit mindestens ein Beta von 1 aufweisen.

Ein hohes Inflationsschutz-Beta bedeutet jedoch nicht, dass ein bestimmter Vermögenswert damit weniger risikobehaftet ist. Hierüber gibt das Inflationsschutz-Beta keine Auskunft, zumal die Wertentwicklung einer Assetklasse nicht allein von der Inflation abhängt. So kann die Schwankungsintensität eines Vermögenswertes – die sogenannte Volatilität – unabhängig vom Inflationsschutz-Beta das Risikoprofil eines Portfolios verändern. Außerdem können Anlagen mit Wechselkursrisiken behaftet sein.

Möglichkeiten für Privatinvestments in Zeiten hoher Inflation

Aktien

Aktien gelten im Allgemeinen als Werte mit Substanz, da diese Eigentumsrechte an Unternehmen mit Realkapital verbriefen und somit gut vor Inflation schützen. Denn höhere Preise lassen die nominalen Umsätze steigen. Steigen die Umsätze stärker als die Inputkosten der Unternehmen, so wirkt sich dies wiederum positiv auf den Unternehmensgewinn und damit meist auch auf die Entwicklung des jeweiligen Aktienkurses aus. Wenn die nominalen Umsätze allerdings nicht so stark steigen wie die Inputkosten, dann kommt es zu einem Rückgang der Gewinnmargen. Dies wirkt sich meist negativ auf die Entwicklung der Aktienkurse aus.

Um einer steigenden Inflation zu begegnen, erhöhen die Zentralbanken meist ihre Zinsen, wodurch in der Regel die Kapitalmarktzinsen ebenfalls steigen. Steigende Zinsen sind für den heutigen Wert der zukünftigen Gewinne von Unternehmen problematisch, da der heutige Wert der zukünftigen Cashflows mit einem höheren Zinssatz diskontiert werden muss, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass sie gemessen an der gestiegenen Inflation weniger wert sind.

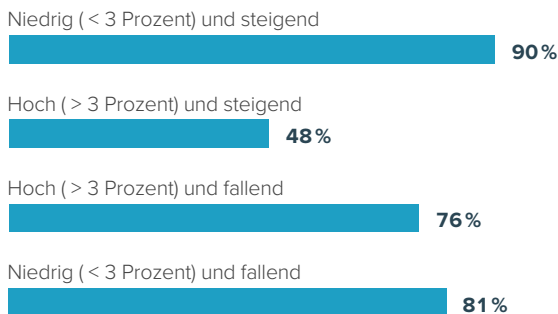
Die Fondsgesellschaft Schroders hat untersucht, inwieweit Aktien tatsächlich vor Inflation schützen können und dabei festgestellt, dass sich eine moderate Inflation von bis zu drei Prozent im Allgemeinen positiv auf die Aktienperformance auswirkt. Der Grund hierfür ist, dass eine moderate Inflation in der Regel mit einem positiven Wirtschaftswachstum und steigenden Unternehmensgewinnen einhergeht. Wenn die Inflation dagegen zu stark ansteigt, ist dies oftmals kein positives Zeichen für den Aktienmarkt.

Die Untersuchung hat zudem ergeben, dass in der Vergangenheit die nominale Aktienrendite bei einer steigenden, aber dennoch moderaten Inflationsrate von durchschnittlich weniger als drei Prozent, in 90 Prozent der Fälle die Inflationsrate übertroffen hat. In Zeiten mit steigender und bereits hoher Inflationsrate von durchschnittlich über drei Prozent traf dies dagegen nur noch auf knapp die Hälfte der untersuchten Fälle zu.



Aktien können einen guten Inflationsschutz bieten*

Prozentsatz der rollierenden 12-Monats-Perioden, in denen US-Aktien über der Inflation liegende Renditen erzielten; 1973 bis 2020



* Es handelt sich um eine Betrachtung aus der Gegenwart in die Vergangenheit, die keine belastbare Prognose für die Zukunft darstellt.

Quellen: Refinitiv, Schroders; Datenstand: 31. Januar 2023

Bestätigt wird dieser Befund einer positiven Performance von Aktien bei moderaten Inflationsraten von einer Analyse der Investmentbank Rothschild. Diese Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass Aktien sogar bis zu einer Inflationsrate von sechs Prozent immer noch auskömmliche reale Wertzuwächse bieten können. Die höchsten realen Wertsteigerungen konnten Aktien allerdings bei einer Inflation zwischen null und zwei Prozent erzielen. Bei Inflationsraten oberhalb von sechs Prozent verloren Aktien dagegen real an Wert.

Tatsächlich unterscheiden sich die Möglichkeiten einzelner Branchen die höheren Kosten durch die Inflation an die Endverbraucher:innen weiterzugeben. Die Fähigkeit, die gestiegenen Kosten weiterzugeben, spiegelt sich neben anderen Faktoren bei börsennotierten Unternehmen auch in der Entwicklung ihrer jeweiligen Aktienkurse wider. Nach einer Analyse der jeweiligen Kursentwicklungen durch das Bankhaus M.M.Warburg profitierten von einer steigenden Inflation eher zyklische Branchen wie Finanzwerte, der Energiesektor oder Industrieunternehmen.

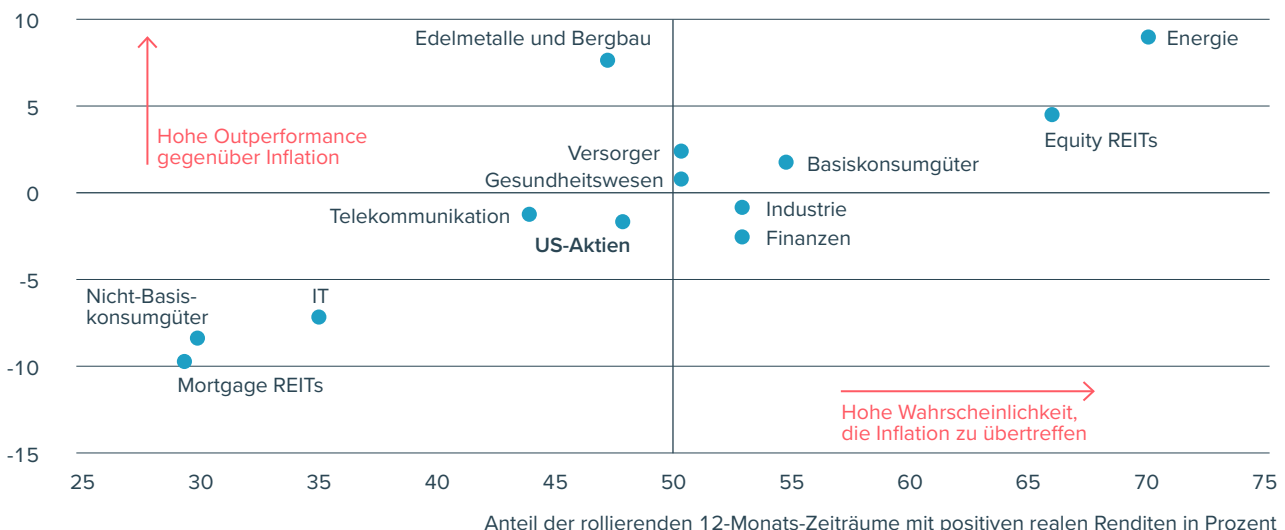
Dies spiegelt sich zu einem großen Teil auch in der Untersuchung von Schroders wider, denn dort schnitt insbesondere der Energiesektor positiv ab. Die Rendite der Unternehmen dieser Branche übertraf die Inflation in 71 Prozent der Fälle. Unternehmen aus der Branche der Versorger schnitten dabei allerdings nicht so vielversprechend ab. Nur in der Hälfte der Fälle ist es ihnen gelungen, die Inflationsrate zu übertreffen und eine positive reale Rendite zu erzielen.

Sogenannte REITs – Real Estate Investment Trusts – können unter Umständen ebenfalls Schutz vor Inflation bieten. REITs sind börsennotierte Aktiengesellschaften, deren Zweck der Handel und die Verwaltung von Immobilienvermögen ist. Durch die Weitergabe ihrer Kosten in Form von Mietpreissteigerungen oder beim Immobilienverkauf bieten sie einen gewissen

Performance von US-Aktien und -Branchen in einem hohen (Durchschnitt > 3 Prozent) und steigenden Inflationsumfeld

1973 bis 2020

Durchschnittliche, um die 12-Monats-Inflation bereinigte, Rendite in Prozent



Quellen: Refinitiv, Schroders; Datenstand: 31. Januar 2023

Grad an Inflationsschutz. Die Wertentwicklung von REITs übertraf die Inflation in 67 Prozent der Fälle bei einer durchschnittlichen realen Rendite von 4,7 Prozent, so die Analyse von Schroders. Die reale Wertentwicklung von REITs hängt jedoch, wie bei Aktien im Allgemeinen, auch von Veränderungen des Investorensentiments an der Börse ab, sodass Sensitivitätskennzahlen im Vergleich zu einer direkten Anlage in Immobilien verzerrt sein können.

Anleihen

Anleihen sind von den Entwicklungen an den Finanzmärkten im Jahr 2022 nicht verschont geblieben. Beim Kauf einer Anleihe tragen Anleger:innen neben dem Kreditrisiko auch ein Zinsänderungsrisiko. Der erlittene Wertverlust im Jahr 2022 lässt sich mehrheitlich auf die gestiegenen Zinsen zur Bekämpfung der Inflation zurückführen, denn Anleger:innen kaufen in diesem Fall lieber neue Anleihen, die höher verzinst werden. Um dies zu kompensieren, verlieren bereits am Markt befindliche und niedriger verzinsten Anleihen an Wert, sodass diese den neuen Anleihen unter dem Gesichtspunkt der Gesamtrendite wieder gleichgestellt sind. Die Gefahr von Kursverlusten bei steigenden Zinsen ist bei langlaufenden Anleihen größer als bei Anleihen mit kurzen Laufzeiten. Je näher Anleihen an ihr Laufzeitende kommen – und je geringer ihr Kupon –, desto geringer wird ihre Sensitivität gegenüber Zinsveränderungen, da bis zum Laufzeitende weniger Zahlungen diskontiert werden müssen.

Außerdem verlieren die nominalen Zinszahlungen von Anleihen – der sogenannte Kupon – bei steigender Inflation an Wert, da die Kaufkraft dieser Zahlungen durch die Inflation zurückgeht. Auch der ursprüngliche Nominalwert der Anleihen, der in der Regel am Laufzeitende zurückgezahlt wird, verliert so an Kaufkraft. Steigt die Inflation noch weiter, sind die Notenbanken möglicherweise gezwungen, ihren Leitzins weiter anzuheben, was zu weiteren Kursverlusten bei bereits gekauften Anleihen führt.

Gegen diesen bei steigenden Zinsen zu Kursverlusten führenden Mechanismus können dagegen Anleihen mit variablem Zinssatz ein Stück weit schützen. Zwar verlieren auch deren nominale Zahlungen an Kaufkraft, die Höhe der Zinsen wird aber in der Regel nach jedem Zinszahlungstermin nach einem im zuvor festgelegten Mechanismus neu festgesetzt. Handelt es sich beispielsweise um Wertpapiere, die an die Inflationsrate gekoppelt sind, so wird der Zinssatz jedes Mal anhand der Höhe der Inflationsrate neu berechnet. So verlieren die Zinszahlungen dieser Anleihen nicht oder weniger an Kaufkraft.

Immobilien

Immobilien gelten gemeinhin als sogenannter Sachwert, dessen Rendite die Inflation zumindest mittel- und langfristig ausgleichen kann. Neben der Geldanlage haben Immobilien aber noch eine weitaus größere Bedeutung, denn oftmals ist die eigene Immobilie zugleich das eigene Zuhause. Falls dies nicht der Fall ist, dann wird sie als Kapitalanlage genutzt, ist vermietet und erzielt damit Erträge für Immobilieneigentümer:innen.

Die durch die Immobilie erzielten zukünftigen Kapital- und Mieterträge verlieren durch Inflation an Kaufkraft. Mieterträge lassen sich aber gegebenenfalls an die Inflation anpassen, indem beispielsweise die Mietzahlung erhöht wird. Außerdem spüren Eigentümer:innen von Immobilien einen möglichen Wertverlust nicht sofort, denn die meisten Menschen kaufen Immobilien nicht, um sie kurzfristig wieder zu verkaufen.

Den Wert von Immobilien im Portfolio haben auch Stiftungen erkannt. Viele Stiftungen konnten vor allem mit Hilfe ihrer Immobilieninvestments oder mit Investments in andere Sachanlagen ihr Stiftungskapital oft über viele Jahrzehnte oder zum Teil sogar Jahrhunderte bewahren und vermehren. Die großen geopolitischen Einschnitte in der Welt wie beispielsweise Kriege oder andere Krisen konnten so im Vergleich mit anderen Vermögenswerten relativ gut überstanden werden. Dabei ist bei Anlagen in Immobilien allerdings einiges zu beachten.

Rohstoffe und Edelmetalle (z. B. Gold)

Edelmetalle wie Gold oder Silber geraten häufig in Krisenzeiten ins Blickfeld von Anleger:innen. Im Gegensatz zu Aktien oder Unternehmensanleihen müssen Anleger:innen nicht befürchten, dass das betreffende Unternehmen in eine Krise oder gar in die Insolvenz gerät. In Zeiten aufwärtsgerichteter Börsen können Investor:innen aber beispielsweise mit Gold oft weniger Rendite erzielen als zum Beispiel mit Aktien.

Dennoch hat die Investition in Edelmetalle einige Vorteile gegenüber anderen Assetklassen. So hat beispielsweise Gold in der Vergangenheit immer wieder verschiedene Krisen, Kriege oder Währungsreformen überstanden. Zudem besitzen Edelmetalle einen echten Wert, im Gegensatz zu Buch- oder Papiergeld. Auch ist ihr Vorkommen begrenzt und sie können nicht beliebig vermehrt werden.

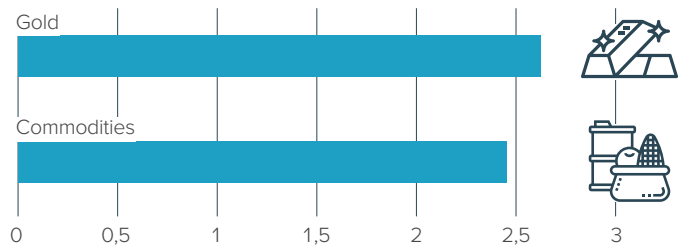
Allerdings gilt es, auch die Nachteile zu beachten, denn die Aufbewahrung von Edelmetallen oder Rohstoffen kostet Geld und schmälert damit die Rendite. Es gibt aber auch die Möglichkeit, über verschiedene Wertpapiere in Edelmetalle oder Rohstoffe zu investieren. Dabei nehmen Anleger:innen aber die Nachteile von Papiergeld in Kauf, das theoretisch unbegrenzt geschaffen werden kann. Zudem werden Edelmetalle und Rohstoffe in der Regel in US-Dollar gehandelt, sodass Investor:innen außerhalb dieses Währungsraums ein Währungsrisiko in Kauf nehmen. Zusätzlich bleibt zu bedenken, dass diese Anlageklasse weder Zinsen noch Dividenden abwirft und der Goldpreis mitunter stark schwanken kann.

In Zeiten hoher Inflation war es aber oft lohnend, in Gold oder Rohstoffe zu investieren. Nach einer Analyse der Bank M.M.Warburg konnten Investor:innen in der historischen Betrachtung durchaus nennenswerte reale Wertzuwächse erzielen. Gold und andere Rohstoffe weisen ein hohes Inflationsbeta auf, schützen also vor Inflation. Doch gilt es auch zu beachten, dass sie als Bestandteil des zur Inflationsmessung herangezogenen Warenkorbs oftmals selbst die Quelle für die anziehende Inflation sind – wie es aktuell beispielsweise bei Öl und anderen Energieträgern der Fall ist.

Daher ist es auch nicht verwunderlich, dass die Performance von Aktien von Unternehmen aus dem Edelmetall- und Bergbausektor gemischt ausfällt. Zu diesem Ergebnis kommt die Analyse der Fondsge-

Inflationsbeta

Über einen Zeitraum von Januar 1974 bis März 2021 und einer Haltedauer von einem Jahr



Quellen: Refinitiv, Schroders; Datenstand: 31. Januar 2023

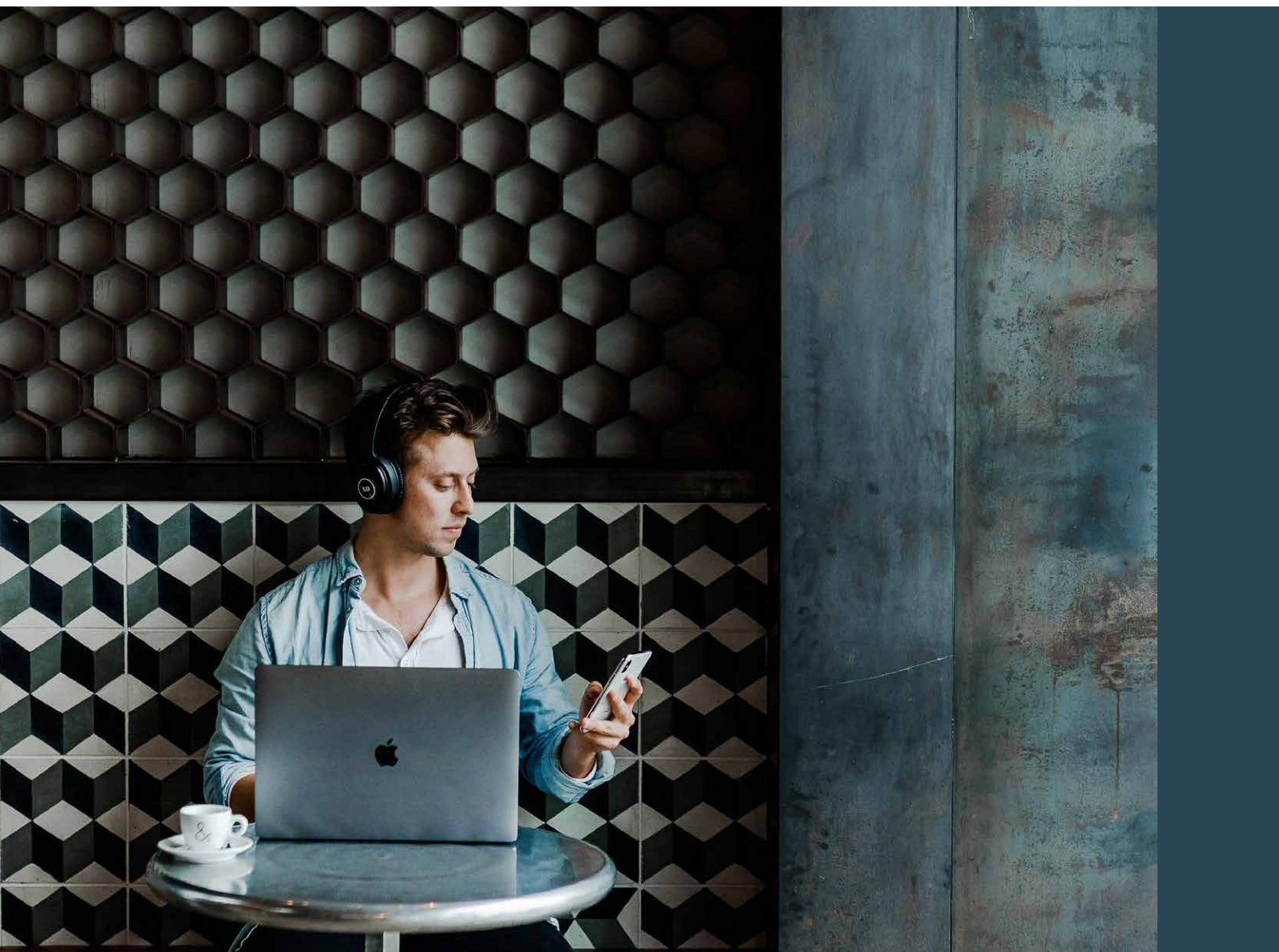
sellschaft Schroders. Demnach erzielten die Aktien dieser Unternehmen in einem Umfeld von hoher und steigender Inflation zwar eine durchschnittliche reale Rendite von durchaus beachtlichen acht Prozent. Doch die Wahrscheinlichkeit, dass mit diesen Unternehmen eine Überrendite erzielt werden konnte, war nicht vorteilhaft, denn den Unternehmen dieses Sektors gelang es nur in 47 Prozent aller Fälle, die Inflation zu übertreffen – und damit deutlich seltener als vielen anderen Sektoren.



Bargeld / Spargbuch / Tagesgeld / Festgeld

Die Verbraucherpreise in Deutschland stiegen laut Statistischem Bundesamt im November 2022 um zehn Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat. Die Inflationsrate lag damit in Deutschland nahe an ihrem bisherigen Höchststand seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs. Durch diese Preissteigerungen auf breiter Front werden Einkäufe immer teurer, denn Bargeld oder das Geld auf dem Girokonto wird zwar nicht weniger, Konsument:innen können sich davon aber nun weniger kaufen.

Sehr liquide Anlageformen wie Bargeld, Tagesgeld, Festgeld oder das Spargbuch bringen keine oder kaum Zinsen. Dies führt somit zu einem realen Wertverlust durch die aktuell sehr hohe Inflation. Privatanleger:innen, die das Ersparte auf dem Tagesgeldkonto deponieren, bekommen in der Regel niedrigere Zinsen im Vergleich zur Inflationsrate. Dies führt dann zum einem realen Wertverlust. Bei Festgeld ist die Situation meist ähnlich. Auch hier ist die reale Rendite oft negativ. Anlagen in Tagesgeld sind allerdings als kurzfristiger, sicherer Liquiditätsvorbereit bis zu einer gewissen Höhe trotzdem sinnvoll.



Fazit

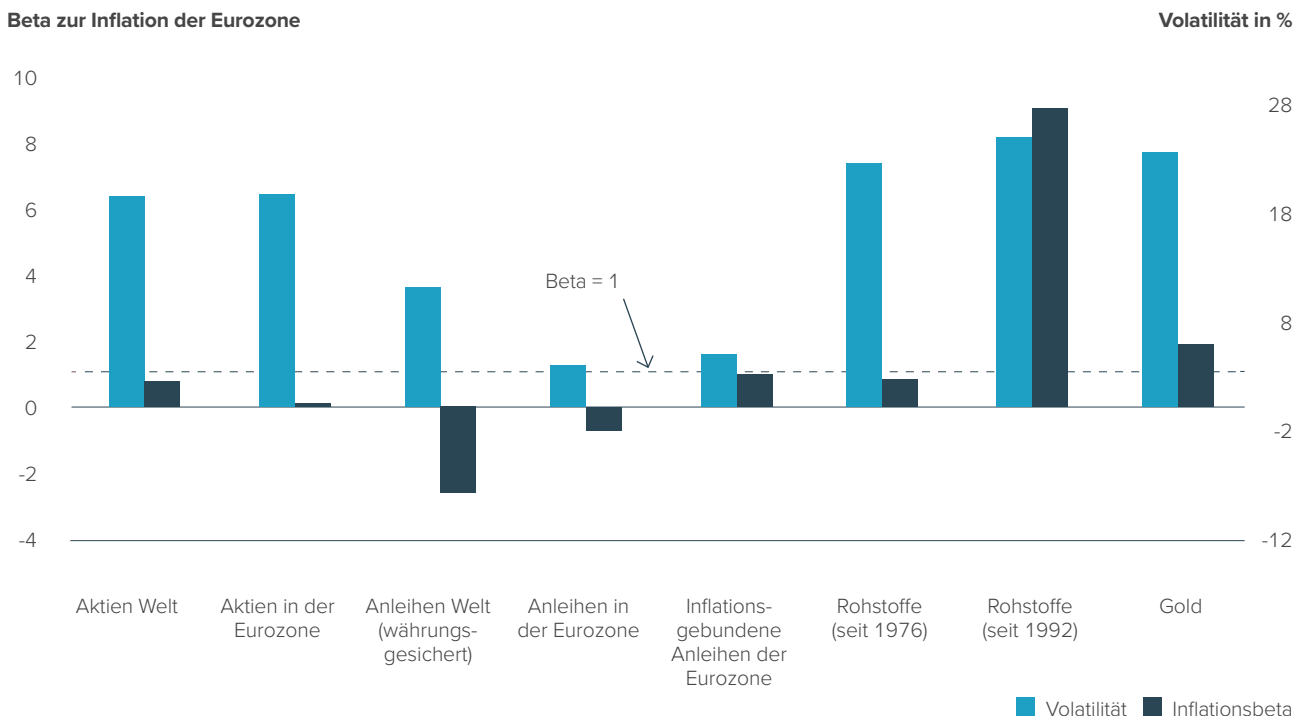
In Zeiten hoher Inflation waren Anleger:innen in der Vergangenheit gut beraten, ihr Vermögen vermehrt in Edelmetalle oder Rohstoffe zu investieren. Diese verbuchten in der historischen Betrachtung kräftige reale Wertzuwächse. In Zeiten geringer oder moderater Inflation war es hingegen ratsam, das Vermögen verstärkt in Aktien, REITs oder Anleihen zu halten. In diesem Umfeld wiesen die genannten Assetklassen höhere Realrenditen auf.

Anleihen verlieren bei steigenden Zinsen als Folge der Inflationsbekämpfung dagegen an Wert und ihre nominalen Zahlungen durch die Inflation an Kaufkraft.

Gleiches gilt für die Anlage des Vermögens in Tagesgeld, Festgeld oder Sparbüchern. Ihre nominalen Zinszahlungen können die Inflation schon in normalen Zeiten kaum ausgleichen.

Ein alleiniger Fokus auf Assetklassen mit einem hohen Inflationsbeta oder lediglich einer hohen risikoadjustierten Rendite ist für Anleger:innen mit einem langfristigen Anlagehorizont aber nicht empfehlenswert. Schließlich können neben der Inflation noch eine Vielzahl von weiteren Faktoren die Renditeentwicklung beeinflussen.

Volatilität und Inflationsbeta verschiedener Anlageklassen



Quellen: Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Bloomberg und der OECD; Datenstand: 31. Januar 2023

Unter dem Strich haben sich langfristig über alle Phasen mit hoher und niedriger Inflation hinweg globale Aktien als effektive Absicherung gegen Inflationsrisiken bewährt. Auch Immobilien waren langfristig eine gute Absicherung gegen verschiedene Krisen. Über kürzere Zeiträume – insbesondere bei hohen Infla-

tionsraten – konnten Anleger:innen dagegen mit Rohstoffen und Edelmetallen wie Gold positive Realrenditen erzielen, mussten dafür aber auch eine höhere Schwankung bei der Rendite in Kauf nehmen als mit Aktien, wodurch Wertschwankungen im Portfolio oftmals zunehmen.

Rico Hochfeld, Experte für Investmentlösungen / Consorsbank

„Bei der Consorsbank haben wir es uns zum Ziel gesetzt, Ihnen die Geldanlage einfach zu gestalten. Es geht dabei nicht nur um einen kurzfristig attraktiven Zins aufs Tagesgeldkonto, sondern vor allem um langfristig hohe Renditen. Mit Wertpapieren haben Sie die Chance, Renditen über der Inflationsrate zu erzielen, um Ihr Vermögen zu vermehren.“ So unterstützen wir Sie: [Zukunft selbstgemacht | Consorsbank](#).

Impressum



Consorsbank ist eine eingetragene Marke der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland (Aktiengesellschaft nach franz. Recht)

Hauptniederlassung: BNP Paribas S.A. | 16, boulevard des Italiens | 75009 Paris | Frankreich
Standort Nürnberg | Bahnhofstraße 55 | 90402 Nürnberg
Amtsgericht Nürnberg | HRB Nürnberg 31129 | USt-IdNr. DE191528929

Die Consorsbank ist eine Marke der französischen Großbank BNP Paribas. Als digitale Direktbank wollen wir unsere Kunden befähigen, ihr tägliches finanzielles Leben besser zu erfassen. Wir möchten ihnen die Möglichkeit geben, ein klares Verständnis dafür zu entwickeln, wo sie sparen und in was sie investieren können.

Denn besonders wenn es um Geld geht, ist es wichtig, ein gutes, sicheres Gefühl zu haben – und in der schnelllebigen Zeit, in der wir heute leben, bedeutet das, Kontrolle über die eigenen Finanzen zu haben und informierte Entscheidungen treffen zu können.

Handelsblatt RESEARCH INSTITUTE

Das **Handelsblatt Research Institute (HRI)** ist ein unabhängiges Forschungsinstitut unter dem Dach der Handelsblatt Media Group. Es erstellt wissenschaftliche Studien im Auftrag von Kunden wie Unternehmen, Finanzinvestoren, Verbänden, Stiftungen und staatlichen Stellen. Dabei verbindet es die wissenschaftliche Kompetenz des 20-köpfigen Teams aus Ökonom:innen, Sozial- und Naturwissenschaftler:innen, Informationswissenschaftler:innen sowie Historiker:innen mit journalistischer Kompetenz in der Aufbereitung der Ergebnisse. Es arbeitet mit einem Netzwerk von Partner:innen und Spezialist:innen zusammen. Daneben bietet das Handelsblatt Research Institute Desk-Research, Wettbewerbsanalysen und Marktforschung an.

Autor: Dennis Huchzermeier
Layout: Christina Wiesen, Kristine Reimann
Bilder: freepik, unsplash, Stocksy

Stand: 31. Januar 2023