

Kapitalmarktbrief

Reale Rendite

Die Inflation ist wieder zurück. Sie macht sich nicht nur bei den täglichen Einkäufen bemerkbar, sondern auch bei der Kapitalanlage. Zwar sind die Nominalrenditen in weiten Teilen der Welt gestiegen und liegen jetzt weltweit zum überwiegenden Teil wieder über der Nullgrenze, aber das sind eben nur die nominalen Renditen. Die Inflation wird dabei nicht berücksichtigt. Und das macht einen gewaltigen Unterschied! Entscheidend sind die Realrenditen – also das, was bei der Kapitalanlage übrig bleibt, wenn über den Anlagezeitraum die Inflation an den Erträgen und der Investition knabbert.

Hier zeigt sich in allen großen Anlageregionen das gleiche Bild: Werden von den aktuellen Anleiherenditen über Laufzeiten von drei Monaten bis 30 Jahren die in der jeweiligen Region vorherrschenden Inflationsraten abgezogen, ergeben sich fast ausschließlich negative Realrenditen. Zugegeben: Hierbei handelt es sich nur um eine Momentaufnahme, da die aktuellen Inflationsraten auf die unterschiedlichen Anlagezeiträume nicht einfach fortgeschrieben werden können. Es ist kaum anzunehmen, dass die Inflationsraten auf derzeitigen Niveaus verharren. Allerdings, wie schon länger zu erwarten, muss zukünftig wieder mit der Inflation gerechnet werden. Nicht zu vergessen: Die Europäische Zentralbank (EZB) will ohnehin auf Dauer eine Rate von 2 % p. a. erreichen.

Gleichzeitig haben sich die Aussichten für die Weltwirtschaft im Strudel der Ukraine-Krise und der immer noch bestehenden Lieferkettenprobleme eingetrübt. So geht der Internationale Währungsfonds (IWF), trotz jüngster Korrekturen, weiterhin davon aus, dass die globale Konjunktur in diesem Jahr um 3,6 % wachsen wird.

Obwohl diese Prognose eine Verlangsamung gegenüber 2021 bedeuten würde, läge sie immer noch über dem seit 1980 gemessenen Durchschnitt von 3,4 %. Eine Stagflation, die



Dr Hans-Jörg Naumer
Director Global
Capital Markets &
Thematic Research

Der Kampf um den Kaufkraftherhalt bei der Kapitalanlage geht, im Umfeld steigender Inflationsraten und erhöhter Unsicherheit, in die nächste Runde. Der Fokus hat sich nur von negativen Nominal- auf negative Realrenditen verschoben.

Datum vom: 29.04.2022

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	14.098	USA	3 Monate	1,33
Euro Stoxx 50	3.803		2 Jahre	2,58
S&P 500	4.132		10 Jahre	2,86
Nasdaq	12.335	EWU	3 Monate	-0,44
Nikkei 225	26.848		2 Jahre	0,05
Hang Seng	21.089		10 Jahre	0,86
Währungen		Japan	3 Monate	0,07
USD/EUR	1,054		2 Jahre	-0,05
Rohstoffe			10 Jahre	0,23
Öl (Brent, USD/Barrel)	107,8			

Publikation verlinken

[Grüne Blase?](#)

hässliche Kombination einer länger anhaltenden wirtschaftlichen Stagnation mit hohen Inflationsraten, ist noch nicht ausgemacht.

Zudem kommen die Lockerungen nach der Omikron-Welle voran. Die Zahl der täglichen Todesfälle ist weltweit deutlich zurückgegangen und könnte nach Angaben des amerikanischen Institute for Health Metrics and Evaluation bis spätestens zum 1. August auf den niedrigsten Stand der Pandemie sinken. In vielen Ländern herrschen ausgelastete Arbeitsmärkte, während die privaten Haushalte, allen voran in den USA, durch die Lockerungen in der Lage sind, ihre überschüssigen Ersparnisse auszugeben. Die Wachstumsaussichten sind also gar nicht so schlecht.

Insgesamt geht der Kampf um den Kaufkraftherhalt bei der Kapitalanlage im Umfeld steigender Inflationsraten und erhöhter Unsicherheit in die nächste Runde. Der Fokus hat sich nur von negativen Nominal- auf negative Realrenditen verschoben.

Dr. Hans-Jörg Naumer

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Die geopolitischen Unsicherheiten zeigen sich weltweit als unverändert erhöht.
- Zu den damit verbundenen konjunkturellen Risiken kommen die geldpolitischen Unabwägbarkeiten, die mit der Entwicklung der Inflationsraten verknüpft sind.
- Im aktuellen Umfeld liegt eine taktische Untergewichtung von Aktien nahe. Rohstoffe bieten sich dagegen als Übergewichtung an.
- Strategisch/längerfristig ausgerichtete Investoren richten ihr Augenmerk auf den Kaufkrafterhalt als unterste Verteidigungslinie der Kapitalanlage. Darüber hinaus nehmen sie Sachwerte, zu denen (Qualitäts-)Aktien als Form der Unternehmensbeteiligung gehören, in den Blick.
- Wie die rein historische Betrachtung zeigt, haben in Phasen mit Inflationsraten von unter 6 % im Vorjahresvergleich Aktien und Unternehmensanleihen im Durchschnitt besser abgeschnitten als Staatsanleihen und Bargeld.

Aktien

- Die geopolitischen Risiken und das sich ändernde „Inflationsregime“ verringern den „Appetit“ auf Kapitalanlagen, die eher zyklisch sind, also von der Konjunktur, begünstigt werden.
- Insgesamt hat sich das Konjunkturbild über die letzten Wochen weiter eingetrübt, was die Unternehmensgewinne zukünftig belasten sollte. Eher verhaltene Unternehmensausblicke für die nächsten Quartale könnten negative Gewinnrevisionen auslösen.
- Gleichzeitig erscheinen Aktien, die ein geringeres „Beta“ ausweisen, also im Vergleich mit dem breiten Markt weniger schwanken, in einem Umfeld erhöhter Volatilität als attraktiver.
- In Europa liegen die Bewertungsvielfache in etwa auf dem Durchschnitt der letzten Jahre. Das über einen 10-Jahreszeitraum geglättete Kurs-Gewinn-Verhältnis in den USA lässt sich weiter als erhöht einstufen. Die Mixtur aus schwächerem Wachstum und höherer Inflation stellt einen Gegenwind für die Bewertung von Aktien dar.
- [ESG-Faktoren](#), als Kriterien für die Nachhaltigkeit der Firmen, sollten auf Dauer eine wichtige Rolle bei der Einzeltitelselektion spielen.

- Die aktuellen Risikozuschläge („Spreads“) gegenüber Staatsanleihen lassen Unternehmensanleihen schlechterer Bonität kaum attraktiv erscheinen.
- Emerging Market-Hartwährungsanleihen und auf lokale Währungen lautende Anleihen sollten durch anziehende Inflationsraten und potenziell steigende US-(Real-)Renditen belastet bleiben.

Währungen

- Unter der Betrachtung von Kaufkraftparitäten erscheint der US-Dollar unverändert als überbewertet.
- In Anbetracht der divergierenden Geldpolitik der Fed gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie gegenüber der Bank of Japan (BoJ) sollte er aber weiter Unterstützung erfahren. Dies umso mehr, als auch die Renditeniveaus der US-Staatsanleihen („Treasuries“) in relativer Betrachtung attraktiver sind.
- Dass der US-Kapitalmarkt in unruhigen Zeiten als „sicherer Hafen“ gilt, dürfte den „Greenback“ ebenfalls begünstigen.

Anleihen

- Der Markt antizipiert bereits etliche künftige Zinsschritte der US-Zentralbank Federal Reserve (Fed). Diese hat erst kürzlich wieder verdeutlicht, auf einen strafferen Kurs gegenüber der Inflation einschwenken zu wollen. Insgesamt gewichtet sie die Inflationsrisiken derzeit stärker als die Wachstumsrisiken, auch wenn sich diese zuletzt ebenfalls erhöht haben.
- Im Inflationsumfeld sollte die Duration bei Anleihen eher verkürzt werden, d. h. die kurzen und mittleren Laufzeiten gegenüber den längeren zu bevorzugen.

Rohstoffe

- In einem Umfeld stark steigender Inflation erweisen sich Rohstoffe als gern gesuchte Anlageklasse.
- Viele Rohstoffe weisen nach Jahren geringer Investitionen in Förderkapazitäten ein eingeschränktes Angebot auf, welches auf eine robuste Nachfrage trifft. Viele Metalle wie Kupfer dürften noch längere Zeit von der Nachfrage aufgrund der Elektrifizierung von Mobilität sowie der nötigen Ertüchtigung von Stromnetzen gestützt bleiben.
- Aktuell überschattet der Ukraine-Konflikt die Energiemärkte: Viele Nachfrager möchten keine russischen Rohstoffe mehr abnehmen, anderswo aber können Kapazitäten nicht unmittelbar erhöht werden.
- Auf der Nachfrageseite will bei den Rohstoffen die „Zero-Covid-Strategie“ Chinas berücksichtigt werden, die für einen Dämpfer sorgen kann.

Investmentthema: Einsteigen oder abwarten?

- Auch bei den vorherrschenden negativen Realrenditen gilt die eiserne Regel: Wer mehr Rendite will, muss bereit sein, höhere Risiken in Form höherer Kursschwankungen in Kauf zu nehmen. Damit geraten die Aktienmärkte in den Blickpunkt.
- Die Historie zeigt, dies hat sich über alle Höhen und Tiefen hinweg gelohnt, aber es gab auch schmerzliche Perioden dazwischen.
- So stellt sich die Frage: Am Aktienmarkt einsteigen, oder doch lieber noch abwarten? Die Unsicherheiten sind erhöht. Gerade die Invasion in der Ukraine führt zu vielen Unabwägbarkeiten. Nicht zu vergessen die steigenden Inflationsraten und Zentralbanken, die vom großen Bild her die Zinszügel wieder straffen.
- Einsteigen oder Abwarten? Verhaltensökonomisch betrachtet keine einfache Entscheidung. Denn die typischerweise vorherrschende Risikoaversion verführt Anleger dazu, möglicherweise zu lange zu warten. Die Verlustaversion ist einfach zu stark. Das kann aber zu entgangener Rendite führen.
- Die Vergangenheitsbetrachtung verdeutlicht dies: Hatte ein Anleger über die letzten 25 Jahre z. B. in den globalen Aktienmarkt, der hier mit dem MSCI Welt abgebildet wurde, investiert, dabei aber die besten 20 Tage an der Börse verpasst, erzielte er eine Durchschnittsrendite von jährlich 2,7 %. Versäumte er sogar die besten 40 Tage, musste er einen Verlust von 0,6 % pro Jahr hinnehmen. War er dagegen die ganze Zeit investiert, konnte er sich über knapp 8 % Rendite p. a. freuen.
- Natürlich ist das der Blick in den Rückspiegel. Die Vergangenheit wird sich kaum 1:1 wiederholen. Doch der Blick ist lehrreich, weil er die Kosten des Abwartens veranschaulicht.
- Was helfen kann, ist ein schrittweises Einsteigen, also eine ratierliche Vorgehensweise. Dabei wird der Betrag, der investiert werden soll, festgelegt. Aber er wird nicht auf einmal, sondern über jeweils gleiche Beträge aufgeteilt über einen bestimmten Zeitraum investiert. Beispielsweise über ein halbes Jahr.
- Verhaltenspsychologisch betrachtet wird die Selbstbindung an eine Strategie mit dem von [Sparplänen bekannten Durchschnittskosteneffekt](#) verbunden.

Weitere Analysen

AI & das 2. Maschinenzeitalter

ESG

Aktives Management

Vermögensaufbau

Anlagestrategie und Investment

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance



Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Reuters.

Impressum

Allianz Global Investors GmbH
Bockenheimer Landstraße 42-44
60323 Frankfurt am Main

Global Capital Markets & Thematic Research

Dr. Hans-Jörg Naumer

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter:
www.allianzglobalinvestors.de



Allianz Global Investors
[www.twitter.com/AllianzGI_DE](https://twitter.com/AllianzGI_DE)

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück. Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang. Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung; herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.de, einer Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland, mit eingetragenem Sitz in der Bockenheimer Landstraße 42-44, D-60323 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 9340, zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.