Oktober 2020

Fidelity
Whitepaper

Das Inflationspuzzle und wie man es zusammensetzt

Fidelity INTERNATIONAL

Überblick

Anna Stupnytska
Volkswirtin

George Efstathopoulos
Fondsmanager

Charlotte Harington
Co-Fondsmanagerin

Sophie Brodie
Redakteurin für Europa

George Watson
Senior Investment Writer

US-Präsident Harry Truman soll einst gebeten haben, man möge ihm doch endlich einen Ökonomen schicken, der sich für eine Seite entscheiden könne, da seine Wirtschaftsberater stets mit den Worten begannen „einerseits dies …" und „andererseits das …". Als Präsident der Vereinigten Staaten fiel ihm nach dem Zweiten Weltkrieg die zweifellos wenig beneidenswerte Aufgabe zu, die amerikanische Wirtschaft neu aufzustellen. Versuche etwa, Preiskontrollen abzuschaffen, trieben die Inflation in schwindelnde Höhe und machten ihn beim Wahlvolk unbeliebt.

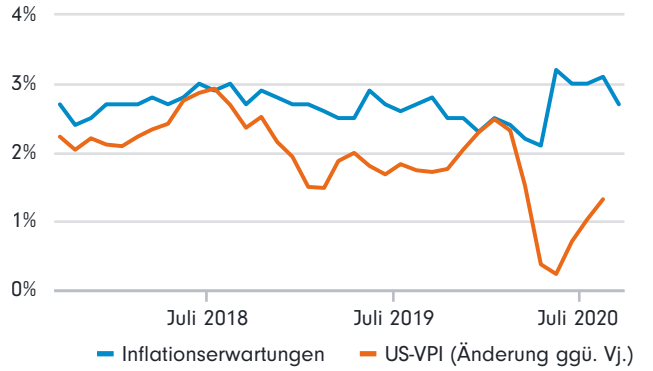
Mitunter aber kann die Beschäftigung mit gegensätzlichen Positionen helfen zu verstehen, wie man sich am besten auf verschiedene Szenarien vorbereitet. In diesem Whitepaper gehen wir der Frage nach, warum die Inflationserwartungen trotz der Schäden in der Wirtschaft, die das Coronavirus ausgelöst hat, weiter gestiegen sind und welche Risiken sich daraus für die Anleihemärkte ergeben können.

Anschließend untersuchen wir, in welche Richtung sich die Preise angesichts der aktuell wirkenden preistreibenden und preisdämpfenden Kräfte weiterentwickeln könnten. Wir beschäftigen uns nicht nur mit den Argumenten für eine steigende Teuerung, sondern auch mit denen für einen Rückgang der Inflationsrate. Da die Märkte gegenwärtig eher zu einer Rückkehr der Inflation als zu einer Fortsetzung des Status quo tendieren, bilden Überlegungen den Abschluss, welche Anlageklassen in diesem Fall Schutz vor der Geldentwertung bieten könnten.

Warum all die Aufregung um die Inflation?

Mit der Belebung der Wirtschaftsaktivität nach der Lockerung von Corona-Auflagen sind wenig überraschend auch die Inflationserwartungen wieder gestiegen. Sie reagieren zudem auf Störungen in einigen Lieferketten, etwa in der Lebensmittelbranche. Unterdessen erfahren die Vermögenspreise Unterstützung durch massive geld- und fiskalpolitische Hilfspakete für die Wirtschaft, mit denen Massenarbeitslosigkeit verhindert werden soll. Sie könnten die Preise auch in anderen Bereichen wie dem Wohnimmobilienmarkt nach oben treiben.

Grafik 1: Inflationserwartungen sind gestiegen



Umfrage der Universität von Michigan zur Verbraucherstimmung – Median der Inflationserwartungen über 1 Jahr, US-Verbraucherpreisindex, Stadtbevölkerung, alle Komponenten.
Quelle: Refinitiv, Fidelity International, September 2020.

Überdies ließ die US-Notenbank Fed unlängst wissen, dass sie die Zinszügel erst dann anziehen werde, wenn die Inflation über einen längeren Zeitraum die Zwei-Prozent-Marke übersteigt und in der Wirtschaft des Landes Vollbeschäftigung herrscht. Angesichts dieser klaren Aussage ist es vernünftig, früher oder später mit höherem Preisauftrieb zu rechnen. Warum aber schon jetzt all die Aufregung?

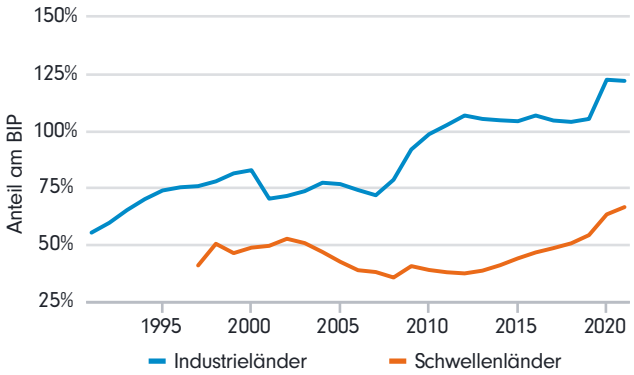
Der Grund ist, dass dieses Niedrigzinsumfeld zwar für die Märkte von Vorteil sein dürfte und sich die Anleihemärkte tatsächlich stabilisiert haben. Weil aber die Renditen so niedrig sind, reagieren die Preise von Vermögenswerten schon auf kleinste Anzeichen von Inflation überaus empfindlich.

Preisschwankungen infolge von Deglobalisierung oder steigenden Vermögenspreisen, die sich in den Verbraucherpreisen niederschlagen, könnten die Inflationserwartungen rasch in die Höhe treiben. Zumal in einer Zeit, in der die Zinsen nahe null verharren und die Realrenditen im Minus liegen. Anleger müssten aus Anleihen als Ausgleich für den Wertverlust dann höhere Nominalrenditen erzielen. Und sollte die Wirtschaft an Fahrt aufnehmen, könnten mit den Realrenditen auch die Inflationserwartungen steigen, was wiederum den Boden für höhere Anleiherenditen bereiten würde.

Schon vor Ausbruch der Pandemie litten viele Volkswirtschaften unter einer durch Schulden verursachten rückläufigen Inflationsrate. Denn mit der verstärkten Kreditaufnahme nach der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 stiegen auch die Belastungen durch den Schuldendienst weiter an. Wegen der Maßnahmen im Kampf gegen die Folgen der Coronakrise wächst gegenwärtig der Schuldenberg der öffentlichen Hand und der Unternehmen wieder rasant an. Für Kreditnehmer bedeutet das höhere Lasten durch den Schuldendienst. Das erschwert es den Zentralbanken, die Leitzinsen anzuheben, um einem möglichen Inflationsanstieg entgegenzuwirken.

Unglücklicherweise könnte das Gebot, die Zinsen niedrig zu halten, sogenannte „Zombie"-Firmen länger am Leben halten. Sie erwirtschaften kaum genug, um ihre Zinsen zu zahlen, geschweige denn in Wachstum zu investieren. Damit verstärken sie die Tendenz zu einem Rückgang der Inflationsrate. Gelingt es nicht, die Pandemie in Schach zu halten, könnte das mehr dieser Beinahe-Pleite-Kandidaten als erwartet zur Geschäftsaufgabe zwingen. Davon würde angesichts von Branchenkonsolidierung und dem Markteintritt neuer Unternehmen Inflationsdruck ausgehen.

Grafik 2: Coronabedingte Konjunkturmaßnahmen lassen den Schuldenberg der öffentlichen Hand wieder wachsen



Zahlen für 2020-21 sind geschätzt. Quelle: IFS, Oktober 2020.

Jeder dieser Faktoren könnte das Risiko eines steilen Anstiegs der Anleiherenditen verstärken. Wirkt man ihm nicht entgegen, wird es möglicherweise zu einer Welle von Zahlungsausfällen kommen, die die Nachfrage im Keim erstickt. Wir erwarten, dass die Fed und andere Zentralbanken in einem solchen Szenario einschreiten und die Renditen mit zusätzlichen Liquiditätsspritzen nach unten drücken.

Auch eine Steuerung der Renditekurve käme infrage, also unbegrenzte Käufe von Anleihen mit bestimmten Laufzeiten, um die Renditen unter einer festgelegten Obergrenze zu halten. Mit solchen Maßnahmen könnten die Währungshüter jedoch länger warten, als viele vermuten. Denn letztendlich hilft die Inflation, den realen Wert der Schuldenlast zu senken. Mehr noch wird die Fed ab einem bestimmten Punkt vermutlich einen leichten Renditeanstieg tolerieren, um dem heimischen Bankensystem unter die Arme zu greifen.

Bislang verharrt der Preisauftrieb unter der Zielmarke von zwei Prozent. Aber die Märkte spüren, dass sich etwas verändert hat. Für Anleger ist es daher ratsam, sich auf ein Umfeld mit steigender Inflationsrate vorzubereiten, auch wenn derzeit preisdämpfende Kräfte zu dominieren scheinen.

Die Inflationsdebatte

Wer dieses Inflationspuzzle lösen will, kann sich nicht länger allein auf traditionelle Theorien wie die Phillipskurve verlassen. Sie beschreibt die negative Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation, also dass sich mit steigender Arbeitslosigkeit der Preisauftrieb verlangsamt. Wir wollen stattdessen die von US-Präsident Truman gescholtenen Ökonomen bemühen und beide Seiten der Inflationsdebatte zu Wort kommen lassen. Dabei nehmen wir sowohl die Argumente für einen baldigen Teuerungsanstieg unter die Lupe wie auch jene, die gegen ein Comeback der Inflation sprechen.

Tabelle 1: Die zwei Seiten der Inflationsdebatte

Szenario	Argumente	Für dieses Szenario empfohlene Anlagestrategien
Rückkehr der Inflation	▪ Konjunkturerholung hat begonnen ▪ Massive geld- und fiskalpolitische Maßnahmen wurden ergriffen ▪ Mehr Konjunkturmaßnahmen erwartet, Sparpolitik hat ausgedient ▪ Trend zur Deglobalisierung und Zurückholen von Lieferketten ins Inland	▪ Inflationsgeschützte US-Staatsanleihen (TIPS) ▪ Von Rohstoffpreisen abhängige Aktien etwa aus der Energie- und Werkstoff-branche ▪ Value-Aktien ▪ Wertpapiere von Unternehmen mit Preissetzungsmacht ▪ Wertpapiere aus zyklischen Branchen ▪ Hochzins- anstelle von Investment-Grade-Anleihen ▪ Gold
Fortsetzung der Niedriginflation	▪ Unverändert große Produktionslücke ▪ Schwache Nachfrage ▪ Rückläufige Einkommenserwartungen ▪ Höhere Sparneigung ▪ Weiter Unsicherheit über Verfügbarkeit eines Impfstoffs	▪ Wachstumswerte, einschließlich US- und Technologieaktien ▪ Investment-Grade- statt Hochzinsanleihen ▪ Aktien aus nichtzyklischen Branchen

Einerseits: Was für eine Rückkehr der Inflation spricht

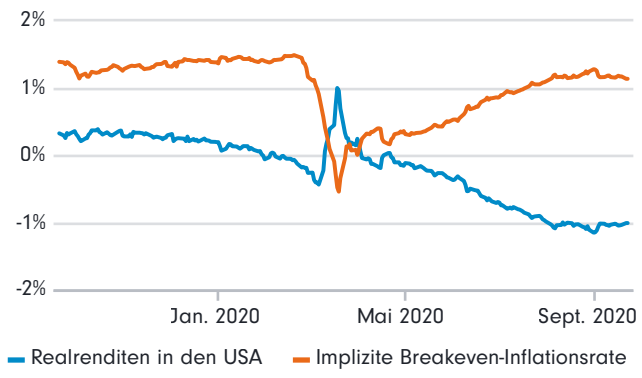
Trotz eines Jahrzehnts mit ultraniedrigen Zinsen und weit verbreiteter quantitativer Lockerungen der Zentralbanken nach der Finanzkrise blieb die Beschleunigung der Inflation aus. Was aber nicht heißen muss, dass es auch dieses Mal so sein wird. Im Jahr 2008 erschien die quantitative Lockerung als äußerst unorthodox – ein großes geldpolitisches Experiment, dem viele eine galoppierende Inflation als unvermeidliche Folge vorhersagten.

Als die globale Finanzkrise in die europäische Staatsschuldenkrise mündete, griffen manche Anleger zu Gold als Inflationsschutz, denn sie befürchteten eine Welt mit um sich greifender Geldentwertung. Aber die Inflation blieb so niedrig, dass ein möglicher Preisverfall zur größeren Sorge wurde – zumal in Europa.

Wie stark ist der disinflationäre Impuls?

Zehn Jahre später treten die Zentralbanken in Industrieländern erneut mit frisch gedrucktem Geld als Retter der Wirtschaft auf den Plan. Dennoch sind die jüngsten Inflationsdaten besser als befürchtet ausgefallen. Vielleicht war der Pandemie-Schock doch zu kurz, um den von einigen vorhergesagten starken Rückgang des Preisniveaus zu bewirken. Zudem erholt sich die Wirtschaft zurzeit rasant von den Folgen der Coronakrise. Selbst wenn sich die Kurve allmählich abflachen sollte, gibt es Grund zur Annahme, dass das Wachstum anhalten und die Inflation zurückkehren könnte.

Grafik 3: Inflationsdaten durchgängig positiv



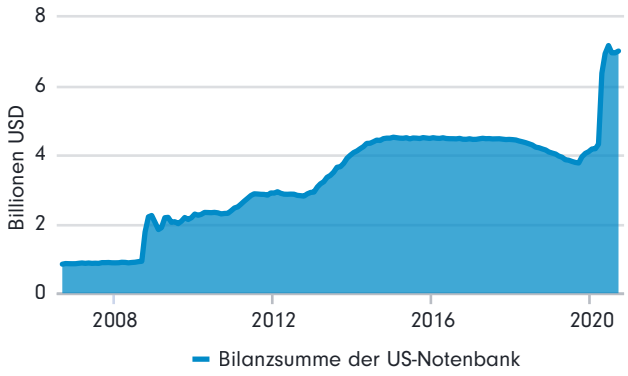
Quelle: Refinitiv, Fidelity International, September 2020.

[1]Quelle: https://goldprice.org/gold-price-history.html

Massive geldpolitische Schützenhilfe

Umfang und Tempo der Zentralbankhilfen in diesem Jahr sind atemberaubend und stellen die Unterstützung während der globalen Finanzkrise in den Schatten. Damit ist die Bilanzsumme der amerikanischen Zentralbank von rund vier Billionen auf sieben Billionen Dollar hochgeschnellt. Und das Ende der Fahnenstange ist möglicherweise noch nicht erreicht. Denn das US-Finanzministerium hat weitere 1,5 Billionen Dollar bei der Fed geparkt, die auch noch zum Ankurbeln der Wirtschaft eingesetzt werden könnten.

Grafik 4: Fed-Bilanz schießt nach oben



Quelle: Refinitiv, September 2020

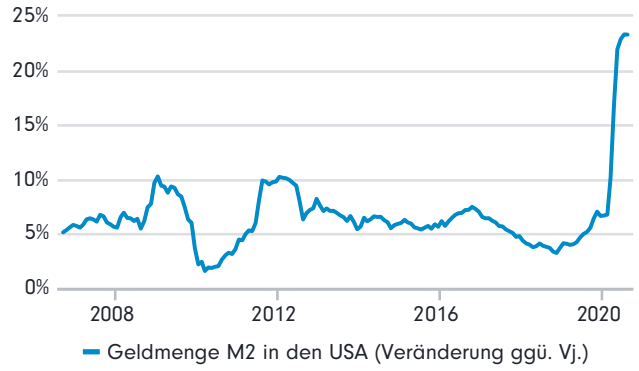
Aber nicht nur der Umfang der geldpolitischen Maßnahmen, sondern auch der Mechanismus, über den sie umgesetzt werden, begünstigt eine Zunahme des Inflationsdrucks. Banken beispielsweise sind heute trotz Pandemie deutlich besser als in der Finanzkrise in der Lage, weiterhin Kredite an Unternehmen und Privatpersonen zu vergeben.

> Zwar könnte es im Fahrwasser der grassierenden Pandemie zu einem massiven Anstieg fauler Kredite kommen. Aber viele Banken haben für diesen Fall bereits umfangreiche Rückstellungen gebildet.

In der Krise 2008 sahen sich die Kredithäuser gezwungen, angesichts der vielen notleidenden Kredite ihre Bilanzen rasch zu sanieren und ihre Rücklagen zu verstärken. Deshalb erhöhten sie ihre Einlagen bei der Zentralbank in ähnlichem Tempo, wie diese Geld in das System pumpte. Das hielt das Geldmengenwachstum in Schach.

Im Fahrwasser der aktuell grassierenden Pandemie könnte es zwar zu einem massiven Anstieg fauler Kredite kommen. Aber viele Banken haben für diesen Fall bereits umfangreiche Rückstellungen gebildet. Tatsächlich ist die Geldmenge angesichts von Umfang und Geschwindigkeit der Stimulusmaßnahmen seitens der Fed in diesem Jahr bereits dramatisch angestiegen.

Grafik 5: Antwort der Fed auf die Pandemie heizt das Geldmengenwachstum an



Quelle: Refinitiv, September 2020.

Noch hat sich parallel dazu die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nicht beschleunigt. Und da sie über Jahre strukturell bedingt gesunken ist, könnte es auch noch eine Weile dauern, bis sich dieser Trend umkehrt. Als Reaktion auf die Maßnahmen der Währungshüter steigen aber die Vermögenspreise bereits wieder. Und es ist nur eine Frage der Zeit, bis auch die Güterpreise anziehen. Dauert es zu lange, bis die Maßnahmen in der Realwirtschaft ihre Wirkung entfalten, sind Zentralbanken und Regierungen offenbar bereit, andere Wege zu finden, das Geld dorthin zu bringen, wo es gebraucht wird. So könnte man etwa über das amerikanische Programm zur Gehaltssicherung (PPP) kleinen und mittleren Unternehmen das nötige Kapital bereitstellen.

Sparpolitik hat ausgedient, Freigebigkeit ist angesagt

Nicht nur die Zentralbanken, auch die öffentliche Hand hat die Wirtschaft weltweit großzügig mit Geld versorgt. Und weitere Hilfspakete dürften folgen – auch in den USA, wenn dort die Wahlen vorüber sind. Mit Fiskalanreizen – insbesondere in Bereichen wie der Infrastruktur – ist ein gezielteres Ankurbeln der Wirtschaft möglich als über die Ausweitung der Geldmenge. In Verbindung mit geldpolitischen Maßnahmen können sie aber den Preisauftrieb kräftig beschleunigen. Auch das ist ein deutlicher Unterschied zu den Jahren nach der Finanzkrise, als Haushaltsdisziplin, ja sogar Austerität, das oberste Ziel der Politik war.

Zinsen sind nahe null verankert

Das möglicherweise schlagende, wenn auch am wenigsten kalkulierbare Argument für ein Comeback der Inflation liefern die Zentralbanken selbst mit ihrem neuen Ansatz zur Steuerung der Geldpolitik. Was passiert, wenn die Teuerungsrate tatsächlich wieder steigt, ist offen, nachdem sich die Fed im Schulterschluss mit anderen Zentralbanken verpflichtet hat, die Zinsen auf Jahre hinaus bei nahe null zu belassen. Zudem hat sie deutlich gemacht, dass sie auch für eine gewisse Zeit ein Überschreiten des Inflationsziels tolerieren wird, statt präventiv zu handeln, um die Teuerung unter zwei Prozent zu halten. Die Währungshüter sind also auf eine gewisse Inflation im System bedacht, da es für sie weitaus schwieriger ist, eine weiter sinkende Teuerung oder gar einen allgemeinen Preisverfall in den Griff zu bekommen.

Deglobalisierung und widerstandsfähige Binnenwirtschaft

Noch offen ist zudem, inwieweit das Zurückdrehen der Globalisierung und die Verlagerung von Produktions- und Lieferketten die Inflation in nächster Zeit anfachen und sie über einen längeren Zeitraum hochhalten werden. Die Anpassungen der Lieferketten sind auch auf logistische Schwächen zurückzuführen, die durch die Pandemie zutage getreten sind. Aber zum größten Teil hatten sie wegen der zunehmenden Handelsspannungen zwischen den USA und China bereits vor Ausbruch des Coronavirus begonnen. Ganz gleich, wer die Wahlen in Amerika gewinnt: An der Anti-China-Rhetorik wird sich dadurch kaum etwas ändern. Zugleich arbeitet das Reich der Mitte daran, seine Binnenwirtschaft zu stärken und autarker zu werden, indem wichtige Teile von Lieferketten ins Inland geholt werden.

Ein schwächerer Dollar lässt in den USA die Preise steigen – vor allem für Rohstoffe wie Öl, deren Handel in Dollar abgewickelt wird.

Dollar-Schwäche ist preistreibend

Auch die Folgen eines an Wert verlierenden US-Dollar müssen ins Kalkül gezogen werden. Kurzzeitig schnellte der Greenback hoch, als Anleger Schutz vor den Folgen der Pandemie suchten. Seit Mai, als klar wurde, dass die Fed die Zinsen länger niedrig halten wird, befindet sich die US-Devise aber wieder auf Talfahrt. Ein schwächerer Dollar lässt in den USA die Preise steigen – vor allem die für Rohstoffe wie Öl, deren Handel in Dollar abgewickelt wird.

Impfstoff als Joker im Inflationsszenario?

Für die Inflation könnte ein Impfstoff schließlich so etwas wie ein Joker sein. Mit der Wiedereröffnung der Volkswirtschaften nach den Lockdowns belebt sich die Konjunktur und werden wieder mehr Unternehmen gegründet. Kommt ein wirksamer Impfstoff schon bald auf den Markt und rund um den Globus massenhaft zum Einsatz, könnte sich die Wirtschaft annähernd auf ein Vor-Corona-Niveau erholen.

Aber all die monetäre und fiskalische Unterstützung kann nicht verhindern, dass durch die Pandemie auch erhebliche Kapazitäten vernichtet werden. Auf der Angebotsseite könnten sie daher schneller ausgeschöpft sein als gedacht, wenn sich die Nachfrage wiederbelebt und erst recht, wenn sie kräftig anzieht. Das könnte die Preise in einer Reihe von Branchen wie Fluggesellschaften, Gastgewerbe und Unterhaltung hochtreiben.

Comeback der Inflation früher möglich als erwartet

Noch grassiert das neuartige Coronavirus. Aber selbst in Ländern mit hohen Fallzahlen fasst die Wirtschaft wieder Tritt. Geht man von weiter stabilem Wachstum, fortgesetzten Fiskalstimuli, unveränderten Zinsen sowie weiteren Liquiditätsspritzen bei Bedarf aus, dann sind die Bedingungen für eine Rückkehr der Inflation – zumindest auf das Zwei-Prozent-Ziel – überaus günstig. Bei so viel Geld im System könnte sich die Inflation deutlich früher als vom Konsens erwartet beschleunigen. Anleger sollten darauf vorbereitet sein.

Ist ein Impfstoff schneller als gedacht verfügbar, könnten in Branchen wie der Luftfahrt die Preise steigen.
(Foto von SOPA Images / Contributor Images über Getty Images)

Andererseits: Was für eine weiter niedrige Inflationsrate spricht

Irgendwann wird die Inflation zurückkehren. Noch aber treibt das den Zentralbanken wohl kaum Sorgenfalten auf die Stirn. Sicher, die geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen im Kampf gegen die Auswirkungen der Pandemie sind beispiellos. Das gilt aber auch für die Folgen eines rund um den Globus weitgehend heruntergefahrenen Wirtschaftsmotors.

Die Fed und andere Zentralbanken wissen um die preissenkende Wirkung dieser Entwicklung. Deshalb haben sie ihr festes Inflationsziel hintangestellt und streben künftig ein Durchschnittsniveau über mehrere Jahre an. Zur Begründung verweisen sie auf Sorgen über das aktuelle Preisniveau und die bei der Wiederbelebung von Wachstum und Inflation an ihre Grenzen stoßende quantitative Lockerung.

Der jüngst zu beobachtende Abwärtsdruck auf die Inflationsrate könnte daher kurzfristig anhalten. Selbst wenn die Teuerung im Frühjahr aufgrund des Basiseffekts im Vorjahresvergleich wegen technischer Faktoren ansteigen sollte. Unterdessen liefert Japan ein ernüchterndes Beispiel dafür, wie selbst radikale Maßnahmen der Politik zum Wiederankurbeln der Teuerungsrate fehlschlagen können.

Vorsicht: Produktionslücke!

Zu den offensichtlichsten Faktoren, die die Inflationsrate drücken, gehört die weltweit große Produktionslücke, die auf erhebliche Reservekapazitäten in der Weltwirtschaft schließen lässt. In China klafft zwischen Nachfrage und Angebot eine Lücke von etwa 7,5 Prozent. Das ist nicht weit von historischen Höchstständen entfernt und stellt ein Ungleichgewicht dar, sodass die schwache Inflationsneigung andauern könnte. Unterdessen exportiert China mit seiner stark ausfuhrorientierten Wirtschaft die Deflation munter in andere Länder, obwohl das Riesenreich derzeit den Übergang zu einer Konsumwirtschaft vollzieht.

Die Produktionslücke der USA ist mit rund acht Prozent ähnlich hoch und nähert sich dem Stand während der Großen Depression an. Das deutet auf ein zu großes Überangebot hin, als dass Unternehmen dauerhafte Preissteigerungen an die Verbraucher weiterreichen können, ohne zugleich die Nachfrage zu schwächen. Sollten die Programme zum Erhalt von Arbeitsplätzen auslaufen oder gekürzt werden, wird die Produktionslücke noch größer werden.

Trübe Aussichten für Nachfrage und Einkommen

Wenig erbaulich ist derzeit auch die Nachfragesituation in den USA. Deshalb könnte der Angebotsüberhang noch eine Weile andauern. Zudem sind die Umfragen zu den Einkommenserwartungen jenseits des Atlantiks auf den niedrigsten Stand seit Oktober 2011 eingebrochen. Wie die Konsumenten etwaige Preiserhöhungen schultern sollen, ist vor diesem Hintergrund ein Rätsel. Die Einkommenserwartungen könnten daher das Wachstum und die Inflation stärker bremsen als die Kapitalkosten.

Auch am Immobilienmarkt, einer der wichtigsten Inflationskomponenten, gibt es Anzeichen für einen Preisrückgang, der damit möglicherweise ein weiteres Indiz für eine schwächere Nachfrage ist. Seit einigen Monaten sinken die Medianpreise am US-Häusermarkt und deuten einen allgemeinen Preisrückgang trotz steigender Verkaufszahlen bei Neuimmobilien an. Selbst die Mieten stehen unter Druck. Ähnliche Daten gibt es für den chinesischen Wohnungsmarkt, auf dem die Nachfrage tendenziell schwächelt, wenn der Konjunkturmotor stottert.

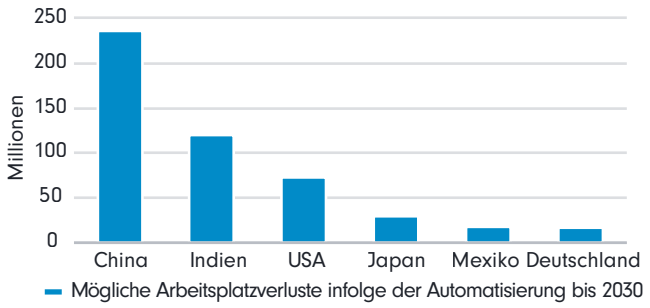
Sparen statt ausgeben lautet die Devise

Für eine dauerhaft niedrige Inflationsrate sprechen auch die Konsummuster in den USA. So gibt es Anhaltspunkte dafür, dass die Konsumenten mit staatlichen Einkommenshilfen lieber ihren Schuldenberg abtragen, als größere Ausgaben zu tätigen. In der größten Volkswirtschaft der Welt ist die Geldmenge mit 23 bis 25 Prozent zwar hoch. Aber die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, also die Rate, mit der es in einem bestimmten Zeitraum gegen Waren und Dienstleistungen eingetauscht wird, hat sich stark verlangsamt. Mit ihrem Stimulusscheck zahlen die Amerikaner derzeit bevorzugt Kreditkartenschulden zurück.

Das hat Folgen: Die Kreditkartenforderungen sind in fünf der letzten sechs Monate zurückgegangen. Derweil sind die Kreditkartensalden auf Jahressicht um 20 Prozent und damit so stark wie noch nie gesunken. Weiterhin sehr hoch sind dagegen die persönlichen Sparquoten in den USA.

Sie belaufen sich auf etwa das Zweieinhalbfache des Vor-Corona-Niveaus. Auch weltweit steigen sie gerade. In einem Umfeld, in dem sich immer weniger Menschen in der Lage sehen, Kredite aufzunehmen oder Risiken einzugehen, und in dem die Kaufkraft insgesamt sinkt, ist ein Preisauftrieb nur schwer vorstellbar. Zu guter Letzt scheint sich auch der Trend einer längerfristig niedrigen Inflationsrate, verursacht durch den technologischen Fortschritt, zu verfestigen. Denn die Produktzyklen werden kürzer, immer öfter werden Geschäfte online abgewickelt und immer mehr Arbeitsplätze fallen der Automatisierung zum Opfer.

Grafik 6: Automatisierung könnte bis 2030 viele Millionen Arbeitsplätze vernichten



Quelle: McKinsey, 2017.

Auch die Preisniveaus rund um den Globus lassen auf das Wirken deflationärer Kräfte schließen. So kommt die schwache Teuerungsrate in Europa nicht vom Fleck und fällt gelegentlich sogar in den Minusbereich. Und in China sowie den Schwellenländern ist der Preisauftrieb so gering wie noch nie. Nach dem Ölpreisschock Anfang des Jahres verharren auch die Energiepreise in einer engen Spanne. Selbst in Asien, das bei der Konjunkturerholung das Tempo vorgibt, ist die Beschäftigungslage noch nicht so gut, wie man erwarten könnte. Folglich könnte sich der verhaltene Preisauftrieb noch eine Weile fortsetzen.

Steigende Verbraucherpreise sind keine unvermeidliche Folge großzügiger monetärer und fiskalischer Unterstützung

Dass die von den Zentralbanken bereitgestellte Liquidität, die weltweit stark gestiegenen Ausgaben der öffentlichen Hand und das neue durchschnittliche Inflationsziel der Fed zu einem gewissen Preisauftrieb führen werden, ist nicht gänzlich von der Hand zu weisen. In der Praxis aber scheint der enge Zusammenhang zwischen Kreditwachstum und Verbraucherpreisinflation schon Anfang der 1980er an Bedeutung verloren zu haben. Und zwar in allen Industrieländern und selbst in China. Deutlich wird das am Wachstum der Geldmenge M2 verglichen mit dem Verbraucherpreisindex in den USA und Europa in den letzten 20 bzw. 40 Jahren. Obwohl die Geldmenge M2 in den letzten zehn Jahren stark gestiegen ist, hat sich der im langjährigen Vergleich niedrige Verbraucherpreisindex kaum von der Stelle bewegt.

Hinzu kommt, dass sich bestimmte Branchen wegen der Pandemie und der geltenden Abstandsregeln noch für längere Zeit faktisch im Standby-Modus befinden. An Kreditaufnahmen für Investitionen in Wachstum ist bei solchen Rahmenbedingungen nicht zu denken. Bei den Krisengewinnern aber vermutlich schon. Auch für sie gilt jedoch, dass Einkommenseinbußen ihren Spielraum für Preiserhöhungen mit großer Wahrscheinlichkeit begrenzen werden.

Bislang schlägt sich die Inflation vor allem in den Preisen von Vermögenswerten wie Finanzanlagen und in geringerem Maße auch bei den Immobilienpreisen nieder, was die Ungleichheit verstärkt. Mit Blick auf die Realwirtschaft aber ist es mit den bisherigen quantitativen Lockerungen nicht gelungen, den Preisauftrieb spürbar anzufachen. Das Auseinanderdriften ist derzeit besonders augenfällig: Während die Asset-Preise steigen, hat der Rest der Wirtschaft immer noch mit starken preissenkenden Kräften zu kämpfen. Ein Szenario, das auch als „K-förmige" Erholung bezeichnet wird. Je größer die Kluft, die sich dabei auftut, umso anfälliger sind die Märkte für ein Zurückschnellen der Anleiherenditen.

Japan scheitert beim Versuch, die Teuerung anzufachen

Ähnlich wie die Fed und die Europäische Zentralbank hat auch die Bank von Japan in den letzten Jahren versucht, die Inflation anzukurbeln – bislang ohne Erfolg. Dabei hat sie ihr Mandat immer wieder angepasst.

[2]Quelle: Citi Research, 2020.

Zunächst hob sie ihr Inflationsziel von einem Prozent auf zwei Prozent an und ging anschließend zu einem allgemeineren Teuerungsziel über, das auch ein Überschreiten der Zielvorgabe erlaubt. Zudem setzen die Japaner bereits seit den 1980er Jahren auf umfangreiche fiskalische Anreize. Seit 2009 kauft die japanische Notenbank Unternehmensanleihen und seit 2010 Aktien an. 2016 schließlich führte sie Negativzinsen und die Steuerung der Zinskurve ein.

Schaut man sich die Entwicklung der Abenomics genannten Wirtschaftspolitik seit 2012 an, wird Zweierlei deutlich: Zum einen hat sich der Aktienmarkt Nippons in dieser Zeit besser als seine Pendants in Schwellenländern und Europa entwickelt. Allein dem US-Aktienmarkt muss er sich geschlagen geben. Bezogen auf die Vermögensinflation waren die Maßnahmen also erfolgreich. Aber die große Diskrepanz zwischen dem Inflationsziel der Bank von Japan und der tatsächlichen Inflation besteht weiter. Genau das kann auch der Fed passieren. Der Unterschied besteht jedoch darin, dass die amerikanische Notenbank, wie andere Zentralbanken auch, mit ihrer Politik explizit niedrige bzw. negative Realrenditen anstrebt. In Japan waren sie hingegen eine unbeabsichtigte Folgeerscheinung.

Rückgang der Inflationsrate könnte anhalten

In der Realwirtschaft sind durchaus auch einige inflationäre Kräfte am Werk. Zumindest in der Theorie sollten der Handelskrieg zwischen den USA und China sowie die Deglobalisierung die Preise steigen lassen. Bislang allerdings deutet wenig darauf hin. Ein Bereich, den man diesbezüglich im Auge behalten und auf Anzeichen dauerhaften Preisauftriebs überwachen sollte, sind die Lieferketten etwa in strategischen Bereichen wie Lebensmittel und Gesundheit.
Im Fokus bleiben sollte auch die Politik der nächsten US-Regierung. Wichtig ist dabei die Frage, in welchem Umfang sie der Geldpolitik das Ankurbeln der Wirtschaft durch ein weiteres großes Konjunkturprogramm abnehmen wird.

Ungeachtet der immensen Anstrengungen der Politik signalisieren vorerst jedoch viele Faktoren ein Umfeld mit weiter sinkender Teuerungsrate. Hierzu gehören die für die Wirtschaft gravierenden Auswirkungen erneut verschärfter Corona-Auflagen, die dauerhafte Vernichtung von Arbeitsplätzen, die Unsicherheit rund um einen Impfstoff und die spürbar höhere Sparneigung. Auf längere Sicht dürfte sich die Teuerung wieder auf Vor-Corona-Niveaus einpendeln. Nichts lässt dagegen bislang auf eine galoppierende Inflation schließen. Und das dürfte auch so bleiben, solange die Politik keine großen Fehler macht. Gerät das Wachstum ins Stocken oder lassen die Fiskalanreize nach, könnte es Jahre dauern, bis die Teuerungsrate die Zwei-Prozent-Marke erreicht und dort verharrt.

Wie sich Anleger für ein Comeback der Inflation positionieren können

Unabhängig davon, welche Argumentationskette man am überzeugendsten findet, ist eines klar: Weltweit wird sich das Inflationsumfeld weiterentwickeln. Und die zentrale Frage lautet, wie die Märkte darauf reagieren werden. Steigende Renditen als Folge der Zentralbankpolitik oder eine Rückkehr der Inflation bleiben wesentliche Risiken, denn plötzliche starke Veränderungen könnten größere Marktverwerfungen nach sich ziehen.

Wir haben uns für eine der beiden Argumentationsseiten entschieden und betrachten im Folgenden, wie Anleger ihre Portfolios am besten für ein plötzliches Comeback der Inflation positionieren können.

Generell werden Anleger, die mit höheren Renditen rechnen, versuchen, ihre Duration – bei Anleihen wie Aktien – niedrig zu halten und den Fokus auf laufende Erträge richten. Wie ein Anleger die Inflationsentwicklung einschätzt, hat Einfluss darauf, ob er oder sie einen Renditeanstieg als gute Gelegenheit sieht, die Duration zu verlängern. Oder doch eher als Signal für einen bevorstehenden stärkeren Inflationsanstieg, der vermutlich weitere Ausverkäufe an den Zinsmärkten auslösen wird.

Vor diesem Hintergrund beleuchten wir, wie die folgenden Anlageklassen wahrscheinlich auf einen spürbaren Inflationsanstieg reagieren werden:

1. Staatsanleihen und Geldmarktpapiere

Die Teuerung schmälert den Wert fester Zinskupons. In einem reflationären Umfeld werden Anleger daher mit Anlagen in Staatsanleihen und Tagesgeld vermutlich inflationsbereinigt Kapital vernichten. Diese beiden Anlageklassen sind somit unter Berücksichtigung der Inflation keine sicheren Vermögensanlagen mehr. Anleger werden sie deshalb massiv verkaufen und ihr Vermögen in andere Anlageklassen umschichten. Allerdings dürfte die Reaktion der Fed auf einen daraus resultierenden Renditeanstieg nicht lange auf sich warten lassen.

Wie ein Anleger die Inflationsentwicklung einschätzt, hat Einfluss darauf, ob er oder sie einen Renditeanstieg als gute Gelegenheit sieht, die Duration zu verlängern. Oder doch eher als Signal für einen bevorstehenden stärkeren Inflationsanstieg, der vermutlich weitere Ausverkäufe an den Zinsmärkten auslösen wird.

Gold entwickelt sich in der Regel gut, wenn die Inflationserwartungen steigen und die Realrenditen fallen.
Foto von Antoinette Norcia / Contributor

Eine für Anleger überlegenswerte Alternative sind Staatsanleihen mit eingebautem Schutz vor Geldentwertung, sogenannte inflationsgeschützte Anleihen. Ihre Verzinsung ist an ein Inflationsbarometer wie zum Beispiel die Verbraucherpreise gekoppelt. Folglich steigt ihr Kapitalwert parallel zur Inflation, und der Zinskupon variiert entsprechend dem angepassten Kapitalwert der Anleihe. Steigen die Inflationserwartungen, steigt tendenziell auch der Wert inflationsgeschützter Anleihen. In einem diversifizierten Portfolio sorgen sie daher für eine wertvolle Absicherung gegen künftige Preissteigerungen. Wir halten Inflationsanleihen im aktuellen Umfeld für werthaltig, selbst wenn es dauern sollte, bis die Teuerungsrate wieder spürbar anzieht.

2. Aktien

Aktien zeigen sich im Allgemeinen von einer moderaten Inflation unbeeindruckt. Meist steigen die Gewinne im Gleichklang mit der Inflation, da die Unternehmen höhere Preise an ihre Kunden weiterreichen. Idealerweise sollten Anleger daher Aktien von Unternehmen und aus Branchen halten, die über starke Preissetzungsmacht und Markteintrittsbarrieren verfügen, sodass sie Preiserhöhungen weitergeben können. Aktien von Firmen, die von Rohstoff- und Energiepreisen abhängig sind, können sich ebenfalls gut entwickeln, wenn ein Wiederanstieg der Rohstoffpreise eine Komponente des Preisauftriebs ist. Substanzaktien schneiden in einem Umfeld mit beschleunigter Inflation besser ab als Wachstumstitel. Letzteren kommt dagegen tendenziell ein Umfeld mit geringer Teuerung und niedrigen Renditen zugute.

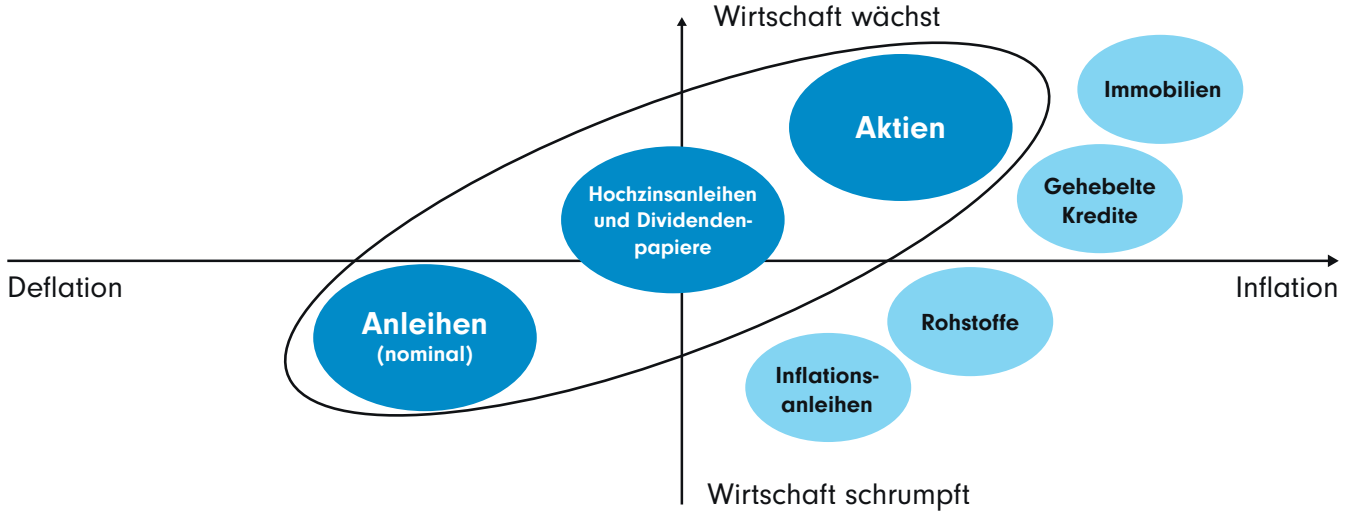
3. Unternehmensanleihen

Zieht die Inflation an, begünstigt das in der Regel Hochzinsanleihen im Gegensatz zu Investment-Grade-Anleihen. Und dies vor allem dann, wenn zugleich mit stärkerem Wirtschaftswachstum gerechnet wird. Bei solchen Rahmenbedingungen zahlen sich eine kurze Duration sowie ein Fokus auf Bereiche mit solidem Wachstum aus.

4. Rohstoffe und Gold

Rohstoffe sind reale Vermögenswerte, die sich im Allgemeinen überdurchschnittlich entwickeln, wenn die Preise auf breiter Front steigen. Vor allem Anlagen in Öl sind tendenziell ein guter Inflationsschutz. Auch Gold gewinnt meist an Wert, wenn die Inflationserwartungen nach oben gehen und die Realrenditen fallen, was gerade der Fall ist. Da Anleger aber bereits wieder steigende Zinserwartungen einpreisen, geht es auch bei den Realzinsen wieder nach oben. Das wiederum veranlasst Anleger, sich anderen konjunkturempfindlicheren Rohstoffen wie Öl und Industriemetallen zuzuwenden.

Grafik 7: Unterschiedliche Anlageklassen bieten sich zur Absicherung gegen unterschiedlich starke Inflations-/Deflationsphasen an



Quelle: Fidelity International 2020.

5. Alternative Anlagen

Alternative Investments sind eine sehr heterogene Anlageklasse. Einige von ihnen bieten aber durchaus Schutz vor Geldentwertung. Immobilien gelten als gute Möglichkeit, sich gegen steigenden Preisauftrieb zu wappnen. Tatsächlich korrelieren sie jedoch in der Regel stärker mit dem Wirtschaftswachstum. Gegenwärtig ist die Immobilienbranche mit strukturellen Trends konfrontiert, die sich gerade beschleunigen und die Preisdynamik in Teilbranchen verändern könnten. Anleger müssen daher bei ihren Überlegungen auch berücksichtigen, wie nachhaltig aktuelle Mieteinnahmen sind. Ein aktiver Ansatz bei Immobilienanlagen ist daher ratsam. In Grafik 7 haben wir dargestellt, welche Anlageklassen sich in Zeiten mit tendenziell steigenden bzw. fallenden Preisen gut entwickeln.

Wichtige Informationen

Für Deutschland:
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketing-Information. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Fremdwährungsanlagen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Fidelity veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und erteilt keine Anlageempfehlungen. Alle geäußerten Meinungen sind, falls keine anderen Quellen genannt werden, die von Fidelity International. Eine Anlageentscheidung sollte in jedem Fall auf Grundlage der wesentlichen Anlegerinformationen und des veröffentlichten Verkaufsprospektes, des letzten Geschäftsberichtes und – sofern nachfolgend veröffentlicht – des jüngsten Halbjahresberichtes getroffen werden. Diese Unterlagen sind die allein verbindliche Grundlage des Kaufes. Professionelle Anleger und Vertriebspartner erhalten diese Unterlagen in Deutschland kostenlos über FIL Investment Services GmbH, Postfach 20 02 37, 60606 Frankfurt am Main oder über https://direct.fidelity.de. Privatanleger können die zuvor genannten Unterlagen kostenlos bei der jeweiligen Fondsgesellschaft oder bei der FIL Fondsbank GmbH, Postfach 11 06 63, 60041 Frankfurt am Main, oder über https://direct.fidelity.de anfordern. Anleger im Bereich Betriebliche Vorsorge können die genannten Unterlagen bei FIL Finance Services GmbH, Postfach 200237, 60606 Frankfurt/Main oder über www.fidelity.de anfordern. Die im Text genannten Unternehmen dienen nur der Illustration und sind nicht als Kaufs- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Fidelity, Fidelity International, das Fidelity International Logo und das F-Symbol sind Markenzeichen von FIL Limited. Sollten Sie in Zukunft keine weiteren Marketingunterlagen von uns erhalten wollen, bitten wir Sie um Ihre schriftliche Mitteilung an den Herausgeber dieser Unterlage. Herausgeber in Deutschland für professionelle Anleger und Vertriebspartner: FIL Investment Services GmbH, Kastanienhöhe 1, 61476 Kronberg im Taunus; für institutionelle Anleger: FIL (Luxembourg) S.A., 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L- 1021 Luxembourg. Zweigniederlassung Deutschland: FIL (Luxembourg) S.A. - Germany Branch, Kastanienhöhe 1, 61476 Kronberg im Taunus; für den Bereich Betriebliche Vorsorge: FIL Finance Services GmbH. Kastanienhöhe 1, 61476 Kronberg im Taunus; für Privatkunden: FIL Fondsbank GmbH, Kastanienhöhe 1, 61476 Kronberg im Taunus. Stand, soweit nicht anders angegeben: Oktober 2020. MK11656

Für Österreich:
Diese Information darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch verbreitet werden. Fidelity veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und gibt keine an den persönlichen Verhältnissen des Kunden ausgerichtete Anlageempfehlungen, außer wenn dies von einer entsprechend ermächtigten Firma in einer formellen Mitteilung mit dem Kunden verlangt wird. Die Unternehmensgruppe Fidelity International bildet eine weltweit aktive Organisation für Anlageverwaltung, die in bestimmten Ländern außerhalb Nordamerikas Informationen über Produkte und Dienstleistungen bereitstellt. Diese Kommunikation richtet sich nicht an Personen innerhalb der Vereinigten Staaten von Amerika und darf nicht von ihnen als Handlungsgrundlage verwendet werden. Diese Kommunikation ist ausschließlich an Personen gerichtet, die in Jurisdiktionen ansässig sind, in denen die betreffenden Fonds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht verlangt ist. Alle angegebenen Produkte und alle geäußerten Meinungen sind, falls keine anderen Quellen genannt werden, die von Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, das Logo Fidelity International und das Symbol F sind eingetragene Warenzeichen von FIL Limited. Verwaltetes Vermögen und Ressourcen zum 31/07/2020 sind die der FIL Limited. Die Daten sind nicht geprüft. Als Research Professionals gelten Mitarbeiter und Analysten. Wir empfehlen Ihnen Anlageentscheidungen nur auf Grund detaillierter Informationen zu fällen. Investitionen sollten auf Basis des aktuellen Verkaufsprospektes und der wesentlichen Anlegerinformationen getätigt werden. Diese Dokumente, sowie die aktuellen Jahres- und Halbjahresberichte sind kostenlos erhältlich bei den berechtigten Vertriebsstellen, beim europäischen Service-Center in Luxemburg, FIL (Luxembourg) S.A., 2a, rue Albert Borschette, BP 2174, L-1021 Luxemburg sowie bei der Zahlstelle in Österreich UniCredit Bank Austria AG, Schottengasse 6-8, 1010 Wien, Österreich oder über www.fidelity.at. Fidelity Funds «FF» ist eine offene Investmentgesellschaft (OGAW) luxemburgischen Rechts mit unterschiedlichen Anteilsklassen. Stand, soweit nicht anders angegeben: Oktober 2020. MKAT8996

Fidelity INTERNATIONAL