

Welches Anlageumfeld steht bevor?

Durch einen negativen Angebotsschock infolge der Covid-19-Pandemie und des Ukrainekrieges liegen die Inflationsraten aktuell deutlich über dem Zielband der Nationalbanken, welche versuchen dem Anstieg mit Leitzinserhöhungen entgegenzuwirken. Letztere steigern die Kreditkosten und schmälern die Investitionserträge, sowie das allgemeine Wirtschaftswachstum. Der starke weltweite Anstieg der Inflationsraten nach der Corona-Krise im Jahr 2020 hat deshalb die Furcht vor einer erneuten Stagflation aufkeimen lassen. Wie könnte sich das künftige Anlageumfeld gestalten? Welche Anlageimplikationen resultieren aus einer sich ändernden Inflationslandschaft?

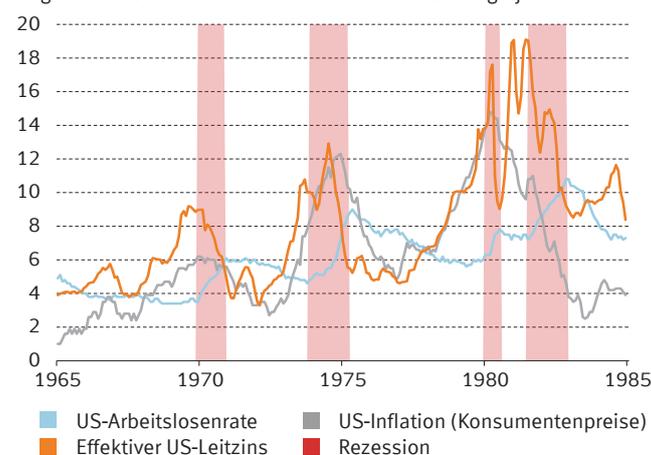
Säkulare Stagnation war Carte Blanche für Zentralbanken Aufgrund der chronischen Unternachfrage, die aus einer hohen privaten Sparquote und tiefen Unternehmensinvestitionen resultierte, attestierte der Ökonom Lawrence H. Summers den westlichen Volkswirtschaften 2013 eine säkulare Stagnation. Negative Realzinsen weit unter der potenziellen Wachstumsrate der Wirtschaft waren vonnöten, um Vollbeschäftigung zu gewährleisten. Von Inflations Sorgen befreit, konnten die Zentralbanken ihre expansive Geldpolitik ganz der Senkung der Arbeitslosigkeit widmen. Dank schwachem Lohnwachstum und niedrigen Kapitalkosten erfreuten sich Unternehmen hoher Gewinnmargen. Gerade langfristige Anlagen, speziell Wachstumsaktien, profitierten von den sinkenden Realzinsen. Markiert nun die grassierende Inflation das definitive Ende dieses anlagefreundlichen Umfelds?

Droht eine Stagflation wie in den Siebzigerjahren?

Ähnlich der Covid-19-Pandemie und dem Ukrainekrieg, hatte in den Siebzigerjahren ein Ölembargo einen negativen Angebotsschock hervorgerufen. Damals hatte der dramatische Ölpreisanstieg die zu jener Zeit noch energieintensivere US-Wirtschaft mit voller Wucht getroffen. Die Massnahmen der Fed lösten direkt eine Rezession aus. Die Unternehmen waren fast ausschliesslich auf das Bankensystem zur Refinanzierung angewiesen. Da die "Regulation Q" Zinsobergrenzen auf Sichteinlagen festgelegt hatte, flossen diese Gelder mit den Leitzinserhöhungen in Geldmarktfonds – mit fatalen Folgen für die Kreditvergabe der Banken. Wohl wegen der seinerzeit stärkeren Gewerkschaften hatte der Lohndruck trotz rasch gestiegener Arbeitslosigkeit nur langsam nachgelassen. Bis sich schliesslich die Desinflation einstellte, musste die Fed den Realzins lange deutlich über dem Wirtschaftswachstum halten.

Grafik 1:

Stagnierendes Wachstum und Inflation in den Siebzigerjahren



Neutraler Realzins und Realwachstum

Heute erscheinen die Aufgaben für die Zentralbanken dagegen lösbarer. Künftig wird die Differenz zwischen dem für Preisstabilität neutralen Realzins und dem potenziellen Wirtschaftswachstum entscheidend sein. Das hohe Bedürfnis nach Ersparnissen durch gestiegene Lebenserwartung und zunehmende Einkommensungleichheit spricht für einen weiterhin tiefen Realzins. Aufwärtsdruck kommt von höheren Staatsschulden und steigender Investitionsnachfrage in den Bereichen Verteidigung und Energiewende sowie für Produktionsverlagerungen weg von China. Diese relativ unproduktiven Investitionen tragen zum Realwachstum nur begrenzt bei. Eher sind Produktionszuwächse durch künstliche Intelligenz und Robotik wahrscheinlich. Insgesamt dürfte das Wachstum weiterhin über dem Realzins liegen, allerdings weniger deutlich als bisher.

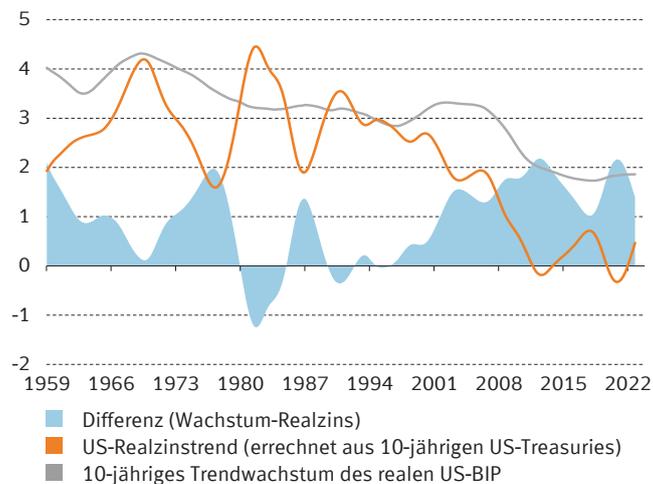
Welche Anlageimplikationen ergeben sich?

Die Höhe des Realzinses und des langfristigen Realwachstums, sowie deren Differenz, sind wichtige Einflussgrössen bei der Bestimmung des Wertes von Finanzanlagen. Dabei repräsentiert der Realzins die Kapitalkosten (k), während das langfristige Realwachstum das erwartete Gewinnwachstum der Unternehmen (g) widerspiegelt. Übersteigt das Realwachstum den Realzins ($g > k$), ist die "faire" Bewertung höher, was grössere risikoadjustierte Aktienrenditen gegenüber Anleihen impliziert. Umgekehrt führen höhere Realzinsen zu tieferen "fairen" Bewertungen, wodurch das Potenzial für Kapitalwertsteigerungen geringer ausfällt.

Die Wachstumsdifferenz zwischen dem Realwachstum und dem Realzins beeinflusst auch die Überrenditen innerhalb des Aktienuniversums. Wenn das Realwachstum deutlich über dem Realzins liegt, schlagen Wachstums-Aktien die Substanz-Aktien und auch die Wette auf weniger profitable Unternehmen zahlt sich tendenziell aus. Angesichts der schrumpfenden Wachstumsprämie dürften Wachstum-Aktien langfristig immer noch besser abschneiden als Substanz-Aktien, jedoch müssen Anleger selektiver sein. Dazu zählen die Priorisierung von Unternehmen mit soliden Bilanzen und nachhaltigen Cashflows, der Fokus auf profitable, nicht überteuerte Wachstums-Aktien und die Ausrichtung auf defensive Sektoren wie Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen. Diese Branchen sind in der Regel weniger empfindlich gegenüber konjunkturellen Schwankungen und können stabilere Renditen in Zeiten erhöhter makroökonomischer Unsicherheit bieten. Darüber hinaus ist es wichtig, sich in einem Umfeld steigender Zinsen auf Anleihen mit hoher Qualität und kürzerer Laufzeit zu konzentrieren und ein gut diversifiziertes Portfolio aus Aktien, Anleihen und alternativen Anlagen, wie Immobilien und Gold, zu halten. Indem Anleger diese Faktoren berücksichtigen, können sie sich besser auf die Herausforderungen in diesem sich wandelnden Anlageumfeld einstellen.

Grafik 2:

Differenz zwischen Wachstum und Realzins nimmt ab



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtökonomischen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Das vorliegende Dokument dient zu Informations- und Werbezwecken.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
 Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
 Telefon +41 61 286 66 66
 contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers