

MARKTKOMMENTAR

November 2021

Funktionieren statt Prognostizieren

„Inflation – vorübergehendes Phänomen oder langfristiges Übel?“

Es ist die makroökonomische Diskussion des Jahres 2021. In den einschlägigen Medien geht es kaum mehr um anderes und wie immer implizieren die Analysen und Kommentare den Blick in die Zukunft, die Vorhersage derselben. Diesen „Makroprognosen“ und dem Thema Inflation an sich wollen wir uns hier widmen, wobei wir auf drei wesentliche Analysen von Personen zurückgreifen, die wir aufgrund ihres „Out-of-the-Box“-Denkens und ihrer Unabhängigkeit sehr schätzen. Quasi ein Blick über den eigenen Tellerrand hinaus.¹

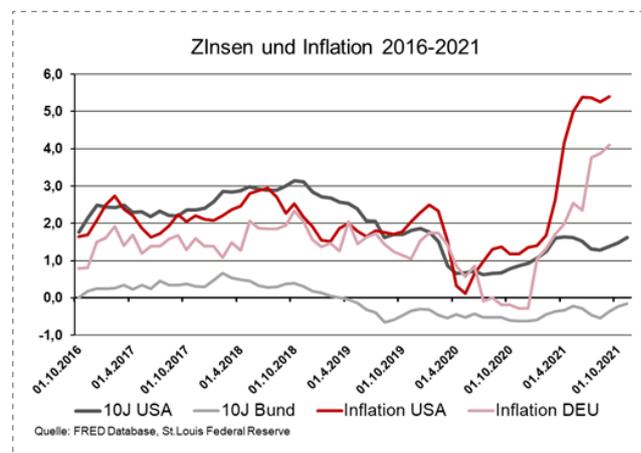
Das Problem mit Makroprognosen, so wie mit fast allen finanzwirtschaftlichen Prognosen (wie wir in unserem Marktkommentar im Januar 2021 mit dem Titel „Prognoseillusionen“ ausführlich dargelegt haben), ist die Tatsache, dass sie in den seltensten Fällen eintreffen. Die empirische Forschung belegt dies einwandfrei. Investmentgrößen wie Warren Buffett und die hier zitierten Quellen vergeuden erst gar keine Zeit damit. Verfasser von Makroprognosen haben meist einen großen Vorteil. Sie müssen keinen entsprechenden Erfolgsausweis publizieren. Im Gegensatz dazu müssen Vermögensverwalter, Fondsmanager, etc. sich zumindest einem Referenzindex, Vergleichsgruppen und immer auch der Erwartung ihrer Kunden stellen.

Die Kapitalmärkte sind schlichtweg zu komplex, als dass mit einzelnen Variablen oder singulären Erklärungsversuchen, verpackt in „Modellen“, die Zukunft vorhergesagt werden könnte. Daher sollte in unseren Augen auch kein Portfolio darauf ausgerichtet sein.

Die Debatte, der wir uns hier stellen, kreist um die jüngsten Inflationszahlen, nämlich ob sie „vorüber-

gehend“ sind - „transitory“ war lange Zeit die Argumentation der Zentralbanken – oder aber strukturell nachhaltig steigen bzw. auf hohem Niveau verharren werden. Immerhin betrug die Inflationsrate im September 2021 in USA +5,4% (und verharnt auf hohem Niveau seit April d.J.), in der Eurozone +3,4%, und in Deutschland sogar + 4,6%. Das sind Zahlen, die in diesem Jahr nach Ende des pandemiebedingten Lockdowns sprunghaft anstiegen und weit über dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre liegen. Dieses Faktum ist insofern von ausschlaggebender Bedeutung, als hohe Inflationszahlen früher oder später zu höheren Zinsen und niedrigeren Bewertungen von Assetklassen wie Aktien oder Immobilien führen können, von den Kursrückgängen bei Anleihen ganz zu schweigen.

Interessant ist momentan, dass die Anleihenmärkte dieses Thema (noch) relativ entspannt sehen, wie die nachfolgende Darstellung von nur leicht gestiegenen Zinssätzen zeigt.



¹ Howard Marks, Memo „Thinking about Macro“, Juli 2021

James Montier, GMO White Paper „Inflation Part I and II“, September 2021

Lacy Hunt, Quarterly Review, Oktober 2021

Select INVESTMENT

Member of Swiss Life Group

Doch was ist nun Inflation und welche Ursachen kann sie haben? Generell wird Inflation mit steigenden Preisen von Gütern und Dienstleistungen eines repräsentativen Warenkorb definiert. Die Kaufkraft sinkt im Laufe einer inflationären Entwicklung. Für eine nachhaltig strukturelle Inflation benötigt es eine Rückkoppelung zwischen Preisen und Kosten, d.h. Inflation entsteht durch gestiegene Einstandskosten der Unternehmen, vor allem steigenden Löhnen welche in weiterer Folge zu steigenden Preisen beim Konsumenten führen, der sogen. „Lohn-Preisspirale“.

Für eine anhaltende Inflation müssen die Löhne daher deutlich stärker steigen als die Produktivität (seit geraumer Zeit kann jedoch genau das Gegenteil beobachtet werden). Es bleibt abzuwarten, ob es zu einer stark steigenden Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer kommen wird, diesen Prozess in Gang zu setzen, sodass sich Inflation nachhaltig im Wirtschaftssystem festsetzen kann. Die bisherigen Erklärungen des Preisanstiegs deuten eher auf Basiseffekte nach dem Absturz der Preise in 2020 hin, gepaart mit den Lieferengpässen, gestiegenen Frachtkosten, niedrigen Lagervorräten etc. aufgrund des sukzessiven Hochfahrens der Wirtschaft nach dem Lockdown durch COVID 19.

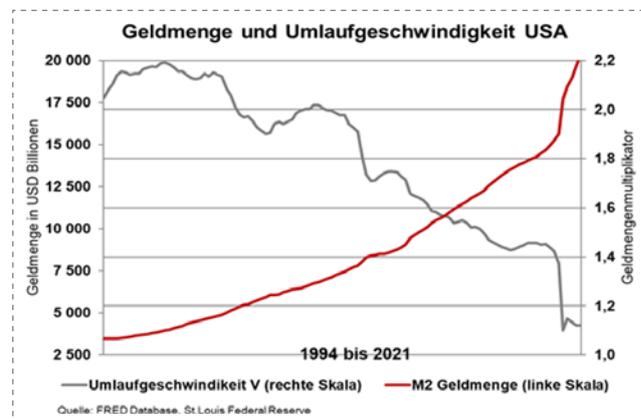
Ein gängiges Argument für hohe Inflation ist der Anstieg der Geldmenge.

Zuerst muss darauf hingewiesen werden, dass dieser Anstieg der Geldmenge hauptsächlich auf die absichtlichen quantitativen Lockerungsmaßnahmen der Zentralbanken zurückgeht. Sehen wir uns in diesem Zusammenhang eine einfache Gleichung an:

$M \cdot V = P \cdot Q$, wobei M der Geldmenge M2 entspricht, V der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, P den bezahlten Preisen und Q der Quantität der erzeugten Produkte und Dienstleistungen, dem Output.

Sollte die Geldmenge M direkt und ausschließlich die Preise beeinflussen, wie manche Auguren behaupten, dann müssten die beiden restlichen Faktoren konstant stabil sein. Was sie natürlich nicht sind, wenn wir uns nur den Wirtschaftseinbruch in 2020 und die bisher

starke Erholung in 2021 ansehen. Auch die seit Mitte der 1990-er Jahre sinkende Umlaufgeschwindigkeit, siehe folgender Chart, kann nicht als Konstante herhalten. Die ausschließliche Fixierung auf „steigende Geldmenge ist gleich steigende Preise und ist gleich Inflation“ geht sich daher also rein mathematisch gar nicht aus.



Dies zeigt sich auch in der Historie. So stieg die Geldmenge M2 von Anfang 2000 bis Anfang 2020 um 6 % p.a., wogegen die Inflationsrate im selben Zeitraum nur um 2 % p.a. stieg und in dieser Periode fallende Tendenz aufwies.

Ungeachtet der bisherigen Ausführungen stellen wir uns aber immer die Frage. „Was, wenn diese Argumente diesmal nicht zählen?“ Was, wenn wir uns irren?

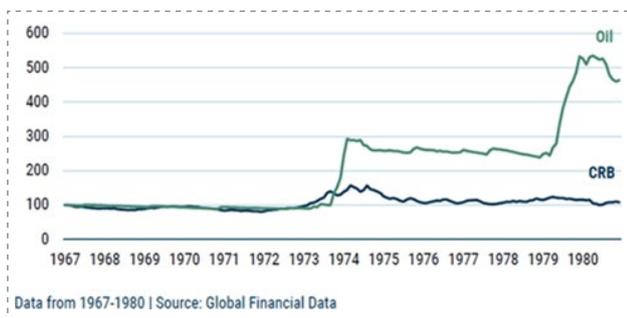
Zuerst wollen wir die Unterscheidung zwischen „Inflationsabsicherung“ und „Werterhalt“ treffen. Erstere versucht auf kurzfristige Schwankungen der Inflation abzielen. Für den Anleger aber von größerem Interesse sollten Vermögenswerte sein, die den Wert dauerhaft erhalten oder in Zeiten von Inflation sogar steigern können.

Zu den Inflationsabsicherungen gehören sicher Instrumente wie inflationsindexierte Anleihen. Im Anleihenbereich sind sie im aktuellen Umfeld eine gute Alternative zu nominal verzinsten Emissionen und konnten sich im heurigen Jahr kursseitig entsprechend gut behaupten.

Select INVESTMENT

Member of Swiss Life Group

Bei Rohstoffen sieht die Sache schon etwas anders aus. Der folgende Chart zeigt den realen Kursverlauf von Öl und dem CRB-Rohstoffindex, der ein breite Palette an Rohstoffen beinhaltet.



In der Zeit der hohen Inflationsraten von 1967 bis 1980 konnte Öl sehr wohl im Wert zulegen (Öl war ja auch der Haupttreiber der damals hohen Inflationsraten), der viel breiter gefasste Rohstoffkorb des Index schaffte jedoch gerade einmal den realen Werterhalt. Auch auf kurzfristigerer Basis zeigt die Preisentwicklung des CRB-Index zur Veränderung des Konsumentenpreisindex nur eine Korrelation von 0,3. Hier besteht somit ein geringer positiver Zusammenhang, aber weit weg von einem klaren Inflationsschutz.

Ebenso sei darauf hingewiesen, dass ein direktes Investment in Rohstoffen nur über Terminmärkte eingegangen werden kann (wohl kaum möchte sich jemand ein Barrel Öl zu Hause ins Lager stellen). Diese haben den Nachteil, dass aufgrund des Handels in Futureskontrakten die Rendite oft von der Entwicklung des Kassakurses abweicht, was nicht zuletzt an den sogenannten „Rollrenditen“ liegt. So konnten Investoren in Futureskontrakten auf den Rohstoffindex in der Periode von 2000-2021 nur eine negative Rendite von -3,5% p.a. erzielen, obwohl die Kassakurse real um ca. +2% p.a. stiegen!

Bleibt dann Gold als ultimative Inflationsabsicherung übrig? Von Mitte der 1960-er Jahre bis 1980 galt das definitiv, wie der folgende Chart zeigt (reale Goldpreisentwicklung in USD).



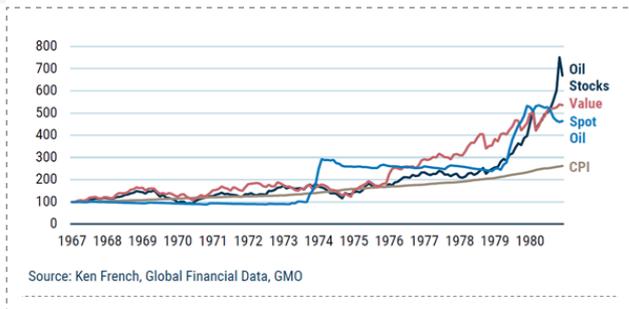
Natürlich muss man sich in dieser Betrachtung auf diese einmalige Inflationsperiode verlassen, und nachdem Gold keinen Cash Flow produziert, entzieht es sich auch einer klassischen Bewertung. Erstaunlich genug aber ist die Entwicklung seit Mitte 2020, denn Gold korrigierte von 2.050 USD pro Unze auf derzeit 1.800 USD. Und dies trotz all der, dem goldenen Metall vermeintlich förderlichen Hiobsbotschaften steigender Geldmengen, steigender Schulden und erhöhter Inflationszahlen.

Aus unserer Sicht ist die beste Antwort auf die Frage des Werterhalts und der entsprechenden Steigerung ein Investment in Unternehmen, sprich Aktien. Echte reale Werte werden von Unternehmen repräsentiert, deren Cashflows mit den Preissteigerungen mithalten können, die also gestiegene Kosten aufgrund ihrer Preismacht weitergeben können. In anderen Worten: Unternehmen, welche die Lohn-Preisspirale schlagen können. Gute Qualität zu vernünftigen Preisen sollte mittel- bis langfristig das richtige Rezept sein. Gute Qualität bedeutet ein wettbewerbsresistentes Geschäftsmodell, also hohe Eintrittsbarrieren für Mitbewerber, gepaart mit einer soliden Bilanz – absolut wie relativ vernünftiger Kapitalstruktur – und stabilen Cashflows.

Zusammengefasst wird dies gerne unter der Bezeichnung „Value“. Auch wenn die Definition von „Value“ weitläufig ist, im Endeffekt geht es tatsächlich um Wert und den Preis, den man dafür bezahlt.

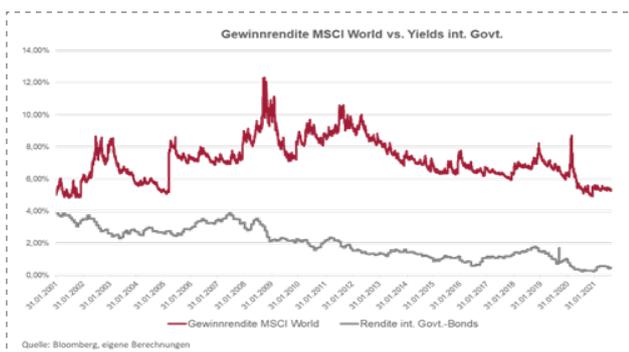
Select INVESTMENT

Member of Swiss Life Group



Die Entwicklung in den 1970-er Jahren zeigte per Saldo eine deutliche Überperformance von Value-Aktien über der Inflationsrate (CPI) und sogar gegenüber dem damaligen Preistreiber Öl.

Aus Bewertungssicht spricht auch heute einiges für ein Investment in Aktien. So ist etwa die Aktienrisikoprämie im historischen Vergleich durchaus hoch, die Gewinnrenditen von Aktien sind selbst auf breiter Basis um ca. 4%-Punkte höher als die Rendite von Staatsanleihen, siehe im folgenden Chart.



Relativ zur Kapitalkostenbasis weisen Aktien somit durchaus vernünftige Bewertungsniveaus auf, auch wenn sie absolut gesehen hoch erscheinen mögen.

Was bleibt als Resümee übrig?

Es geht nicht darum Inflation oder andere makroökonomische Entwicklungen zu prognostizieren, es geht darum eine solide Veranlagung zu konstruieren. Ein Portfolio muss funktionieren, es muss ein Zusammenspiel aller Elemente darstellen. Wir vergleichen dies mit einem Uhrwerk, in dem alle Zahnräder unterschiedlicher

Größe und Geschwindigkeit ihren Beitrag leisten. Vermögenswerte ergeben in Summe und im Zusammenspiel mehr als ihre Einzelteile!

Als durchgängige Richtschnur ist Qualität Grundvoraussetzung – in jedem Sinne. Und wenn man über Potentiale redet, darf man attraktive Themen wie Nachhaltigkeit bzw. ESG (Ecological, Social, Governance) nicht außer Acht lassen. Es geht dabei längst nicht mehr nur um Renditen, sondern auch um das Thema Risiko.

Wenn man das Thema Risiko schon ins Feld führt, dann ist man auch schnell beim Anleihensegment. Anleihen waren, sind und werden ein weiterhin wichtiger Baustein in der Portfolioallokation bleiben, allerdings stellt sich die Sache nicht mehr ganz so einfach dar wie vor 20 Jahren. Nicht zuletzt das heurige Jahr zeigt, dass mit dem aktuellen Umfeld und den vorherrschenden Rendite- und Spreadniveaus die Erzielung von positiven Anleihenrenditen eine Herausforderung ist.

Auch mit guten Ansätzen muss man so oft negative Vorzeichen bei Renditen akzeptieren. Die klassisch sichere Anlagestrategie mit Anleihen gibt es nicht mehr – zumindest aktuell. Ein Blick auf die Entwicklung der in Österreich als mündelsicher kategorisierten Fonds reicht hier aus.

So ist es wichtig im Anleihensegment in Alternativen zu denken – nicht nur was Anleihen selbst betrifft, sondern auch in Bezug auf etwaige Substitute für Anleihen bzw. wie diese im Portfolio funktionieren können. Wir sind also wieder beim Uhrwerk. Hybride Anlagen über maßgeschneiderte strukturierte Produkte oder auch der aktive Einsatz von Volatilität als strategische Risiko- und Korrelationskomponente sind hier aus unserer Sicht veritable und wichtige Alternativen.

Für uns geht es also nicht um das Thema „Prognostizieren“, sondern vielmehr um das „Funktionieren“ einer Veranlagung. Aktien spielen dabei weiterhin eine große Rolle, nicht weil wir kurzfristig hohe Renditen vorhersehen, sondern weil wir strategisch ihren Wert erkennen – egal ob nun erhöhte Inflationsraten temporär sind oder sie uns doch länger begleiten bleiben werden.



Select
INVESTMENT

Member of Swiss Life Group

Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: office@select-investment.at

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.select-investment.at

Select INVESTMENT GmbH
Wiedner Hauptstraße 120-124/2.OG
1050 Wien
office@select-investment.at
www.select-investment.at

Rechtlicher Hinweis:

Diese Unterlage ist eine Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes (WAG 2018) und dient ausschließlich Ihrer Information. Die vorliegenden Aussagen stellen keine Finanzanalysen dar und wurden nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt. Diese Marketinginformation stellt weder eine Anlageberatung, eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf noch ein Angebot oder eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Abschluss eines Vermögensverwaltungsvertrages dar. Sie dienen insbesondere nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Wertpapiergeschäfte zum Teil hohe Risiken in sich bergen und die steuerliche Behandlung von den persönlichen Verhältnissen abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann.