

# Asset Management in Inflationsphasen



**Von Luc Schuurmans**  
Mitglied der Geschäftsleitung  
Private Banking Bank Linth



**und Mag. Markus Wiedemann**  
Geschäftsführender Direktor  
LLB Asset Management Aktiengesellschaft

Seit der Finanzkrise haben die Notenbanken die Finanzmärkte mit sehr grossen Mengen Geld versorgt, um das Finanzsystem zu stützen. Bisher liegt das Geld in den Tresoren der Banken, die es lieber horten als Kredite an die Unternehmen abzugeben. Deshalb ist Inflation trotz enormer Ausweitung der Geldmenge derzeit kein Thema. Doch ob es den Notenbanken in der Zukunft gelingt, die Geldmenge rechtzeitig zu reduzieren, ist letztlich eine offene Frage. Die Angst vor Inflation wird zusätzlich verstärkt durch die hohe Staatsverschuldung der westlichen Länder. Für Anleger stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage «*Welche Anlagen bieten den besten Schutz vor Inflation?*»

In einer breit angelegten Studie (interne Studie: Finanzanlagen und Inflation, Roger Wohlwend und Peter Goller, LLB Asset Management, März 2011) für die Länder USA, Deutschland und Schweiz wurde untersucht, wie sich einzelne Anlageklassen in ver-

gangenen Inflationsphasen entwickelten. In den untersuchten vier Jahrzehnten gab es unterschiedliche Perioden mit erhöhter Inflation (s. Tabelle 1). Wichtige Erkenntnisse aus der Studie für einzelne Anlageklassen sind die folgenden:

- **Geldmarktanlagen:** Bei steigender Inflation heben die Notenbanken den Leitzins an, der die kurzfristigen Zinsen beeinflusst. Davon profitieren Geldmarktanlagen, denn sie reagieren schnell auf Inflationsbewegungen. Die empirische Untersuchung bestätigt den Kaufkraftschutz von Geldmarktanlagen, denn sie weisen z.B. in der Währung Euro eine Sensitivität von praktisch 1 auf. Steigt also die Inflation um einen bestimmten Wert, steigt der Zinssatz der Geldmarktanlagen um denselben Wert. Ein Anleger wird damit vor einem realen Vermögensverlust geschützt. Im Schweizer Franken ist diese Bindung nicht so stark, der

Schutz vor Inflation ist somit bei Franken-Festgeld nicht vollständig.

- **Obligationen** bezahlen in der Regel periodisch einen konstanten Zins und am Ende der Laufzeit den Nominalbetrag. Der reale Wert der Geldströme hängt von der Inflation ab. Ein Schutz ist daher nicht vorhanden. Diesen Sachverhalt beweist auch die Studie (mit einer negativen Sensitivität von 1) deutlich. Anders verhält es sich bei inflationsgeschützten Anleihen. Deren Zins und Nominalbetrag werden laufend an die Inflation angepasst, zum Beispiel an die Entwicklung der Konsumentenpreise. Der Anleger erhält somit einen festen realen Zins. Diese Art von Anleihen bietet einen Inflationsschutz (Sensitivität von 1). Voraussetzung dafür ist, dass der Anleger die Papiere bis zur Rückzahlung im Portfolio hält. Verkauft er sie vorher, hängt die erzielte reale Rendite von den Preisschwankungen der Wertchriften ab, die unter Umständen

**Tabelle 1: Untersuchte Inflationsperioden im US-Dollar-, Euro- und Franken-Raum und deren Dauer**

Periode	US-Dollar			Euro			Franken		
	Beginn	Ende	Dauer (Monate)	Beginn	Ende	Dauer (Monate)	Beginn	Ende	Dauer (Monate)
1	Dez. 1965	Juli 1970	56	–	–	–	–	–	–
2	Aug. 1972	Juni 1975	35	Nov. 1969	Dez. 1973	50	Feb. 1970	Jan. 1974	48
3	Jan. 1977	Okt. 1980	46	Sep. 1978	Nov. 1981	39	Dez. 1978	Okt. 1981	35
4	Dez. 1986	Feb. 1991	51	Dez. 1986	Mai 1992	66	Dez. 1986	Juli 1991	56
5	März 2002	Aug. 2006	54	Feb. 1999	Mai 2001	28	–	–	–
6	Aug. 2007	Sep. 2008	14	Okt. 2006	Aug. 2008	23	Feb. 2007	Okt. 2009	19

erheblich ausfallen können. Der Markt für diese Anleihen ist zudem nicht sehr gross und die sich daraus ergebende geringe Liquidität birgt ein zusätzliches Preisschwangersrisiko.

- **Aktien** schütten in der Regel periodisch eine Dividende aus, welche die Unternehmen aus dem Gewinn bezahlen. Unternehmen können im Allgemeinen Preissteigerungen an ihre Kunden weitergeben und somit den nominellen Gewinn in inflationären Zeiten steigern. Theoretisch bieten Aktien also einen Inflationsschutz. Die obige Studie widerlegt diese gängige Marktmeinung. So zeigt es sich, dass US-Aktien durchschnittlich eine negative Sensitivität zur Inflationsrate aufweisen. In 3 der 6 Inflationsphasen (Perioden 1, 2 und 3) war die Sensitivität mit Werten von  $-0.53$ ,  $-0.55$  und  $-0.28$  negativ. Dieses Bild bestätigt sich auch im Euro- bzw. Franken-Raum, wobei in diesen Fällen die statistische Aussagekraft mit einer hohen Unsicherheit behaftet ist (geringes Bestimmtheitsmass).
- **Rohstoffe** weisen im US-Dollar eine Sensitivität von durchschnittlich über 1 auf. Da aber das Bestimmtheitsmass sehr gering ist, kann langfristig keine gesicherte Aussage gemacht werden. Bei Gold gibt es eine weitverbreitete Marktmeinung, dass es in Phasen von erhöhter Inflation einen guten Inflationsschutz darstellt. Die Studie bestätigt dies jedoch nur zum Teil. So beträgt die Sensitivität in den Perioden 1, 2, 3 und 6 im US-Dollar-Raum rund 2.5. Die Goldpreisentwicklung war also

erfreulicherweise 2.5mal so stark wie diejenige der Inflation. Leider zeigt die Studie aber auch einen negativen Wert ( $-0.8$ ) für die Periode 4 und nur einen leicht positiven ( $0.65$ ) für die Periode 5 auf. Da das Bestimmtheitsmass wie bei den anderen Rohstoffen sehr klein ist, lässt sich keine statistisch gesicherte Aussage machen. Zudem weist Gold die zweithöchste Volatilität der betrachteten Anlageklassen auf.

- **Immobilien** gelten wie Rohstoffe als klassischer Inflationsschutz. Davon ausgenommen sind allerdings die Immobilienaktien, deren Eigenschaften denen von «normalen» Aktien ähneln. Inwiefern Immobilien vor Inflation schützen, hängt stark von der Art und Lage der Immobilie ab. Die Untersuchung zeigt hier keine statistisch relevanten Zusammenhänge. Die Volatilität bei Immobilien ist historisch gesehen hoch und vergleichbar mit jener von Gold.

Als Fazit lässt sich schliessen, dass – abgesehen von Geldmarktanlagen – für keine Finanzanlage eine statistisch gesicherte Aussage darüber gemacht werden kann, wie sie kurzfristig auf Veränderungen der Inflation reagiert. Diejenigen Anlagen, die allgemein als Inflationsschutz angesehen werden, weisen zudem eine hohe Volatilität auf. Dies erschwert eine korrekte Prognose für die Zukunft. Einem Anleger ist daher nicht zu raten, sich hauptsächlich auf eine dieser Anlagen zu konzentrieren. Eine ausreichende Diversifikation des Portfolios ist wichtig.

Diese Erkenntnisse gilt es im Rahmen des Asset Managements einfließen zu lassen. Entsprechend soll nachfolgend analysiert werden, wie sich zwei unterschiedliche Euro-Portfolios entwickelt haben. Der untersuchte Zeitraum bezieht sich auf Dezember 1989 bis Dezember 2010 und umfasst somit Phasen mit wenig und mit erhöhter Inflation. Wir vergleichen ein optimiertes Portfolio, das auf den obigen Erkenntnissen aufbaut, mit einem Vergleichsportfolio, welches man normalerweise halten würde, um seine Anlagen vor Inflation zu schützen (s. Tabelle 2).

Dabei fällt auf, dass die Rendite über die gesamte Zeit in etwa vergleichbar ist, das Risiko jedoch bloss halb so gross ist. Das Portfolio erfüllt zudem die Vorgabe, indem der Tracking Error zur Inflation sehr viel kleiner ist. Gerade in Inflationsphasen schneidet das Portfolio besser ab als das Vergleichsportfolio.

Ein möglichst hoher Realwerterhalt ist gewährleistet, wenn in denjenigen Anlageklassen, die sich nachweislich in Inflationsphasen bewähren, diversifiziert investiert wird. Dies bedingt hohe Quoten von Geldmarktanlagen. Zudem müssen diese Anlageklassen aktiv gemanagt werden. Eine defensive Buy-and-Hold-Strategie führt zu unzureichenden Ergebnissen.

Basierend auf den oben dargestellten Analysen wurden für Franken- und Euro-Anleger Investmentlösungen entwickelt, die bei einem gegebenen Inflationsrisiko einen möglichst umfassenden Erhalt des realen Wertes anstreben und nicht den Ertrag maximieren.

**Tabelle 2: Asset Allocation von inflationsoptimiertem Portfolio und Vergleichsportfolio (in Prozent)**

Anlageklasse	A) Optimiertes Euro-Portfolio	B) Euro-Vergleichsportfolio
Geldmarkt	42.5	5
Anleihen global	5	35
Anleihen Inflation-linked	25	0
Aktien global	5	35
Aktien Emerging Markets	7.5	0
Rohstoffe	10	12.5
Gold	5	12.5
Historische Rendite	5.8	6.2
Risiko (Standardabweichung)	3.4	7.6
Tracking Error (zur Inflation)	3.5	7.7

Damit wird eine optimale Absicherung in inflationären Zeiten sichergestellt – aber auch möglichst gute Erträge in nicht inflationären Phasen. Die obigen Ausführungen gelten mit wenigen Änderungen auch für Realwertportfolios im Schweizer Franken. Dabei werden

die Fremdwährungsrisiken der Anlagen im Nicht-Schweizer-Franken-Raum zu ca. 90% abgesichert. Hier ist speziell zu berücksichtigen, dass das Zinsniveau in der Schweiz strukturell tief ist, weil die Währung in Krisenzeiten als sicherer Hafen dient. Die Opportunitäts-

kosten in Nicht-Inflationsphasen sind deshalb höher, was eine andere Asset Allocation nötig macht.

*luc.schuurmans@banklinth.ch*

*markus.wiedemann@llb.li*

*www.banklinth.ch*

*www.llb.li*

**Grafik: Renditevergleich von inflationsoptimiertem Portfolio und Vergleichsportfolio**

