

# Auf der Suche nach dem Kaufkraftherhalt

Die US-Zentralbank Federal Reserve (**Fed**) hat zwar zunächst eine Pause bei der Zinserhöhung eingelegt, aber die Europäische Zentralbank (**EZB**) und auch die Bank of England (**BoE**) lassen keinen Zweifel: Für sie ist das Ende der Fahnenstange im Kampf gegen die Inflation noch nicht erreicht.

Selbst die türkische Zentralbank, die bisher einen ganz eigenen Weg zur Bändigung der Inflation gegangen war, hat die Zinsen angehoben. Gut so. Die „große Rebalancierung“, der Weg zurück zum Gleichgewicht der Weltwirtschaft, findet statt, und die entstandenen Ungleichgewichte entladen sich zuerst in den Preisen. Da ist es umso wichtiger, seitens der Währungshüter die



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

Inflationserwartungen mit Wort und Tat zu brechen. Auch die Fed dürfte nicht lange untätig bleiben. Sie wollte mit der Pause offensichtlich nur einen ohnehin schon – von den Problemen bei den US-Regionalbanken – aufgewühlten Markt nicht noch weiter aufwirbeln.

Für die Anleger geht derweil der **Kampf gegen den Wertverlust** weiter. Zwar wirken die nun wieder positiven Renditen beruhigend, aber Grund zum Ausruhen gibt es keinen. Im Gegenteil. Gemessen an den Realzinsen, also dem, was von den Nominalzinsen nach Abzug der Inflation noch übrig bleibt, hat sich die Lage sogar deutlich verschlechtert. Wie langfristig historische Betrachtungen zeigen<sup>1</sup>, sind negative Realzinsen selten, aber leider keine Unbekannten. Wir müssen jedoch bis in die erste Hälfte des 19. Jahrhunderts zurückgehen, um ein ähnlich tiefes – negatives – Niveau zu finden. Anders ausgedrückt: Die Renditen sind wieder da, aber die Inflation einberechnet sind sie tiefrot.

Natürlich lässt sich einwenden, dies sei nur eine Momentaufnahme. Die Nominalrenditen sollten langsam zulegen, während der Gipfel der Inflation bereits überschritten zu sein scheint. Es kommt also auf die zukünftige Entwicklung der Inflation an. Hier ist aber kaum ein schnelles Zurück zu den von der EZB angestrebten 2 % im Durchschnitt der Jahre zu erwarten.

## Aktuelle Publikationen

### → Halbjahresausblick 2023

Hier erläutern unsere Global CIOs, was sie für die einzelnen Anlageklassen im Rest des Jahres 2023 erwarten.

### → Dimensionen der Disruption: Digitalisierung

Der Siegeszug der Digitalisierung ist ein Siegeszug aus rasant steigender Rechenleistung von Computern bei einem gleichzeitig dramatischen Kostenverfall für Speicher-Hardware.

### → 35 Jahre DAX

Dr. Hans-Jörg Naumer im Gespräch mit „Welt“ über 35 Jahre DAX: Vergangene Performance und Zukunftsaussichten.

Auch hier sind die Lehren aus der Vergangenheit hilfreich. Hohe Inflationsraten brauchten lange, um auf niedrige Niveaus zurückzufallen, wie hauseigene Berechnungen ergeben. Dafür wurden die seit 1971 zu beobachtenden Inflationsregime der G7-Staaten sowie weiterer Länder (Dänemark, Hongkong, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, Singapur) betrachtet. Was sich zeigt ist: Rund zwei Jahre nachdem der

Gipfel überschritten wurde, bewegte sich die Inflation im Durchschnitt noch immer auf der Hälfte des Gipfelniveaus. Nach fünf Jahren war sie auf etwas mehr als ein Drittel zurückgegangen. Inflation scheint also nachzuhalten.

Doch damit nicht genug. Wichtige Disruptoren dürften zumindest zu einem uns latent begleitenden Inflationsdruck beitragen: Während die **Digitalisierung** für Effizienzsteigerungen in der Wirtschaft sorgen sollte und die immer knapper werdenden Arbeitsplätze, jedenfalls zum Teil, durch Technologie ersetzt werden können, führen **Demografie, Dekarbonisierung** (also die Transformation der Weltwirtschaft auf Klimaneutralität) und **Deglobalisierung** zu eher steigenden Preisen.

**Das legt folgende taktische Allokation für Aktien und Anleihen nahe:**

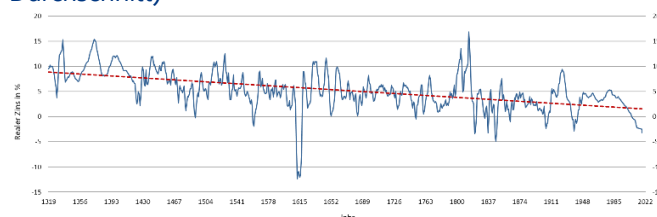
- Die Inflation dürfte uns noch länger begleiten. Aus Investorensicht wird damit der Kaufkraftherhalt zur untersten Verteidigungslinie bei der Kapitalanlage. Es liegt nahe, Vermögensklassen, die bei erhöhter Inflation eine positive Realrendite erwarten lassen, bei der langfristigen/strategischen Ausrichtung höher zu gewichten.
- Spätestens mit dem Handlungsdruck der Dekarbonisierung ist die Nachhaltigkeit endgültig zum Anlagetrend geworden. Die Inklusion von Nachhaltigkeitskriterien muss dabei nicht nachteilig sein, wie eine Fülle akademischer Studien<sup>2</sup> zeigt.
- Aus kurzfristiger/taktischer Sicht erscheint mehr Vorsicht angebracht. An den Aktienmärkten fehlt es auffallend an Marktbreite. Die Kursavancen der letzten Wochen wurden von vergleichsweise wenigen Titeln getragen. Der Technologiesektor dominierte das Marktgeschehen.
- Auch scheint sich der Markt selbst nicht zu trauen. Die Anlegerstimmung, gemessen am Sentix, ist unverändert verhalten für Aktien, während gleichzeitig die Anleihenmärkte die Rezession einpreisen, wie es z. B. die Zinsstrukturkurven für die USA und Deutschland bzw. den Euroraum zeigen.
- Eine Rezession in den USA zum Jahreswechsel hin ist noch nicht vom Tisch. Sie wäre für die US-Zentralbank auch ein wichtiges Signal, um die Inflationserwartungen zu brechen.
- Während der Wachstumsausblick für die Aktienmärkte ein Belastungsfaktor bleiben sollte, dürften die Staatsanleihenmärkte davon eher profitieren.

Kaufkraftherhalt in Zeiten erhöhter Inflation, wünscht Ihnen  
Dr. Hans-Jörg Naumer

**Marktüberblick, Stand 30.06.2023**

Aktienindizes		
DAX		16.148
Euro Stoxx 50		4.399
S&P 500		4.450
Nasdaq		13.788
Nikkei 225		33.189
Hang Seng		18.916
Zinsen in %		
USA	3 Monate	5,55
	2 Jahre	4,94
	10 Jahre	3,84
EWU	3 Monate	3,59
	2 Jahre	3,34
	10 Jahre	2,41
Japan	3 Monate	0,07
	2 Jahre	-0,08
	10 Jahre	0,36
Währungen		
USD/EUR		1,087
Rohstoffe		
Öl (Brent, USD/Barrel)		74,3

**Trend der Realzinsen (Deutschland)**  
Reale Zinsen in Deutschland (7-Jahres gleitender Durchschnitt)



Quelle: Paul Schmelzing - Eight centuries of global real interest rates, R G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018, Datastream (nur für Daten ab 2019), Allianz Global Capital Markets & Thematic Research  
Stand: 2023

## Investmentthema: Dimensionen der Disruption

- Die Welt verändert sich in einer nie gekannten Geschwindigkeit. Technologische, politische und ökonomische Treiber greifen ineinander und schaffen das, was wir unter „Disruption“ kennen. Diese Disruption hat gleich mehrere Dimensionen.
- **Demografie:** Demografisch wächst die Welt zwar weiter, wird dabei aber älter, und die Zuwachsraten nehmen ab. Bereits seit 2013 scheiden in den Industriestaaten mehr Menschen aus dem Arbeitsleben aus, als neue hinzutreten. Auch auf der Welt insgesamt nimmt der Anteil der 15- bis 64-Jährigen an der Gesamtbevölkerung bereits ab. Der Faktor Arbeit wird knapper – und voraussichtlich teurer.
- Da kommt die **Digitalisierung** gerade rechtzeitig, um zumindest einen Teil der entfallenden Arbeitskräfte zu ersetzen.
- Dazu der Kampf gegen den Klimawandel: Die Weltwirtschaft muss treibhausgasneutral werden. **Dekarbonisierung** ist das große Ziel. Für die Transformation werden riesige Summen an Investitionen benötigt. Damit Treibhausgase emittiert werden können, müssen z. B. in der EU Emissionsrechte vorgewiesen und möglicherweise zugekauft werden. Was ökonomisch ein höchst effizienter Mechanismus für das Klima ist, heißt für die Verbraucher: Treibhausgase werden zum Kostenfaktor, während sie davor noch umsonst waren.
- Nicht zu vergessen die **Deglobalisierung**. Schon aus Risikovorsorge müssen Lieferketten durch Liefernetzwerke ersetzt werden. Ökonomisch ist klar: Wenn Standortvorteile weniger genutzt werden können, wirkt sich das auf die Preise aus. Nicht zum Besseren.
- Aus Investorensicht heißt das: Mit Ausnahme der Digitalisierung sollten diese disruptiven Faktoren für länger anhaltend hohe Inflationsraten sorgen. Die Verteidigung des Kaufkraftershalts ist damit die drängendste Aufgabe der Kapitalanlage. Warum also nicht in jene Marktsegmente investieren, die von der Disruption selbst profitieren bzw. diese vorantreiben?

## POLITISCHE EREIGNISSE 2023

12. Juli	CA	Sitzung der Bank of Canada
21. Juli	RU	Sitzung der Bank Russii
26. Juli	US	Sitzung des US Offenmarktausschusses (FOMC)
28. Juli	JN	Sitzung der Bank of Japan

→ [Übersicht politische Ereignisse \(hier klicken\)](#)

---

<sup>1</sup> Quelle: Paul Schmelzing; „Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the ‘suprasecular’ decline“; 1311–2018; Refinitiv.

<sup>2</sup> Vgl. dazu z. B. die Meta-Analyse „ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020“ von Tensie Whelan, Ulrich Atz und Casey Clark.

#### Impressum

Allianz Global Investors GmbH, Bockenheimer Landstraße 42–44, 60323 Frankfurt am Main  
Global Capital Markets & Thematic Research, Dr. Hans-Jörg Naumer

#### Falls nicht anders erwähnt, stammen die Daten und Informationen von Thomson Reuters, Refinitiv Datastream.

**Investieren birgt Risiken.** Der Wert einer Anlage und Erträge daraus können sinken oder steigen. Investoren erhalten den investierten Betrag gegebenenfalls nicht in voller Höhe zurück. Die dargestellten Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Veröffentlichungszeitpunkt und können sich – ohne Mitteilung darüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus verschiedenen Quellen und wurden zum Veröffentlichungszeitpunkt als korrekt und verlässlich bewertet. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang. Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die für den Vertrieb ihrer Organismen für gemeinsame Anlagen getroffenen Vereinbarungen im Einklang mit den geltenden Vorschriften für die Beendigung der Notifizierung zu beenden. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet; es sei denn dies wurde durch Allianz Global Investors GmbH explizit gestattet.

#### Für Investoren in Europa (exklusive Schweiz)

Dies ist eine Marketingmitteilung herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.de](http://www.allianzgi.de), eine Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland; Sitz: Bockenheimer Landstr. 42-44, 60323 Frankfurt/M., Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt/M., HRB 9340; zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Die Zusammenfassung der Anlegerrechte ist auf Englisch, Französisch, Deutsch, Italienisch und Spanisch unter <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> verfügbar. Allianz Global Investors GmbH hat eine Zweigniederlassung errichtet in Großbritannien, Frankreich, Italien, Spanien, Luxemburg, Schweden, Belgien und in den Niederlanden. Die Kontaktdaten sowie Informationen zur lokalen Regulierung sind hier ([www.allianzgi.com/Info](http://www.allianzgi.com/Info)) verfügbar.

#### Für Investoren in der Schweiz

Dies ist eine Marketingmitteilung, herausgegeben von Allianz Global Investors (Schweiz) AG, einer 100%igen Tochtergesellschaft der Allianz Global Investors GmbH.