

# Inflation und Renten: Was ist zu erwarten?



**OKTOBER 2022**

Marketing kommunikation



# Zusammenfassung.

**„Inflation ist wie Zahnpasta. Sobald sie einmal draußen ist, bekommt man sie kaum wieder hinein. Deshalb ist es das Beste, nicht zu fest auf die Tube zu drücken.“**

**Karl-Otto Pöhl**, Chef der Deutschen Bundesbank von 1980 bis 1991, unterstreicht, dass Inflation etwas ist, das schwer zu kontrollieren ist, auch wenn die Zentralbanken versuchen, hohe Staatsschulden abzubauen.

Der anhaltende Anstieg der Inflation erweist sich bereits heute als Herausforderung für die Volkswirtschaften weltweit sowie für Einzelpersonen, Unternehmen und Institutionen.

Rentner gehören zu denen, die am stärksten anfällig für die Auswirkungen der Inflation sind, da die Preise für Waren und Dienstleistungen im Vergleich zum

Rentenniveau immer unerschwinglicher werden, die häufig hinter der steigenden Inflation zurückbleiben. Die Erhöhungen der Rentenzahlungen bleiben oft hinter den Preissteigerungen bei Waren und Dienstleistungen zurück, während die Preisindexierung der Leistungen an die Inflation die Rentenkassen unter Druck setzen kann.

## Mögliche Lösungen

Es gibt jedoch mehrere Arten von Anlagen, die die Gesamtauswirkungen der Inflation auf ein individuelles oder institutionelles Portfolio gezielt abmildern können. Inflationsgebundene Anleihen haben das Ziel, eine Absicherung gegen unerwartete Inflationssteigerungen zu bieten. Einkommensgenerierende Vermögenswerte wie Immobilien und Infrastruktur können die kurzfristigen

Auswirkungen der Inflation zumindest teilweise abmildern und langfristig mehr als kompensieren. Wenn es um Aktien geht, war die Inflation historisch nicht immer schädlich für die langfristige Entwicklung von Aktien, wenn diese nicht zu hoch war.

Alles in allem sollte in diesem Marktumfeld bei der Rentenfinanzierung ein vorsichtiger und langfristiger Ansatz verfolgt werden.

## **Globaler Anstieg der Inflation** **4**

---

Die höchste Inflation seit 40 Jahren **4**

---

Eurozone: Keine gleichmäßigen Bedingungen für die Inflation **7**

---

Auswirkungen auf die Finanzmärkte **8**

---

## **Auswirkungen auf Renten und Rentensysteme** **9**

---

Rentenersatzraten und Inflationsschutz nach Ländern **11**

---

Abnehmender Realwert/Kaufkraft: Wer ist gefährdet? **12**

---

Auswirkungen auf die Träger von Rentensystemen **14**

---

## **Investitionslösungen für eine Ära höherer Inflation** **16**

---

Inflationsgebundene Anleihen und Swaps: Eindämmung des Inflationsrisikos **16**

---

Sachwerte: Inflationsgebundene Erträge **19**

---

Aktienanlagen: Was kann die Inflation abfedern und zusätzliche Rendite generieren? **20**

---

## **Es gibt keine Standardlösung. Wir haben jedoch die Instrumente.** **22**

---

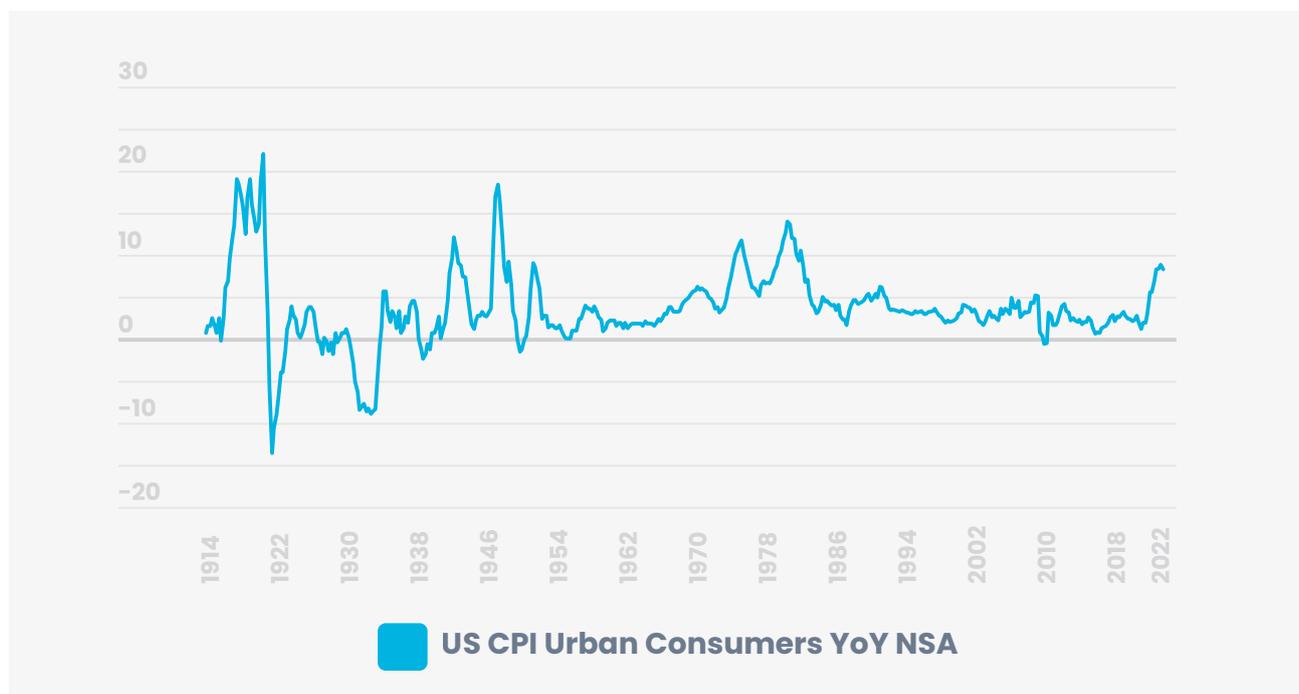


# Globaler Anstieg der Inflation.

## Die höchste Inflation seit **40 Jahren**

Mitte 2022 hat die Preisinflation ein Niveau erreicht, das seit über 40 Jahren nicht mehr erreicht wurde. Selbst wenn man einen Zeitraum betrachtet, der den Ersten und den Zweiten Weltkrieg einschließt, erscheint das Ausmaß des jüngsten Inflationsanstiegs erheblich (siehe Abbildung 1).

**Abbildung 1: US CPI Urban Consumers im Vorjahresvergleich, nicht saisonbereinigt.**



Quelle: Bloomberg, Statistisches Amt für Arbeit, zum 09.09.2022

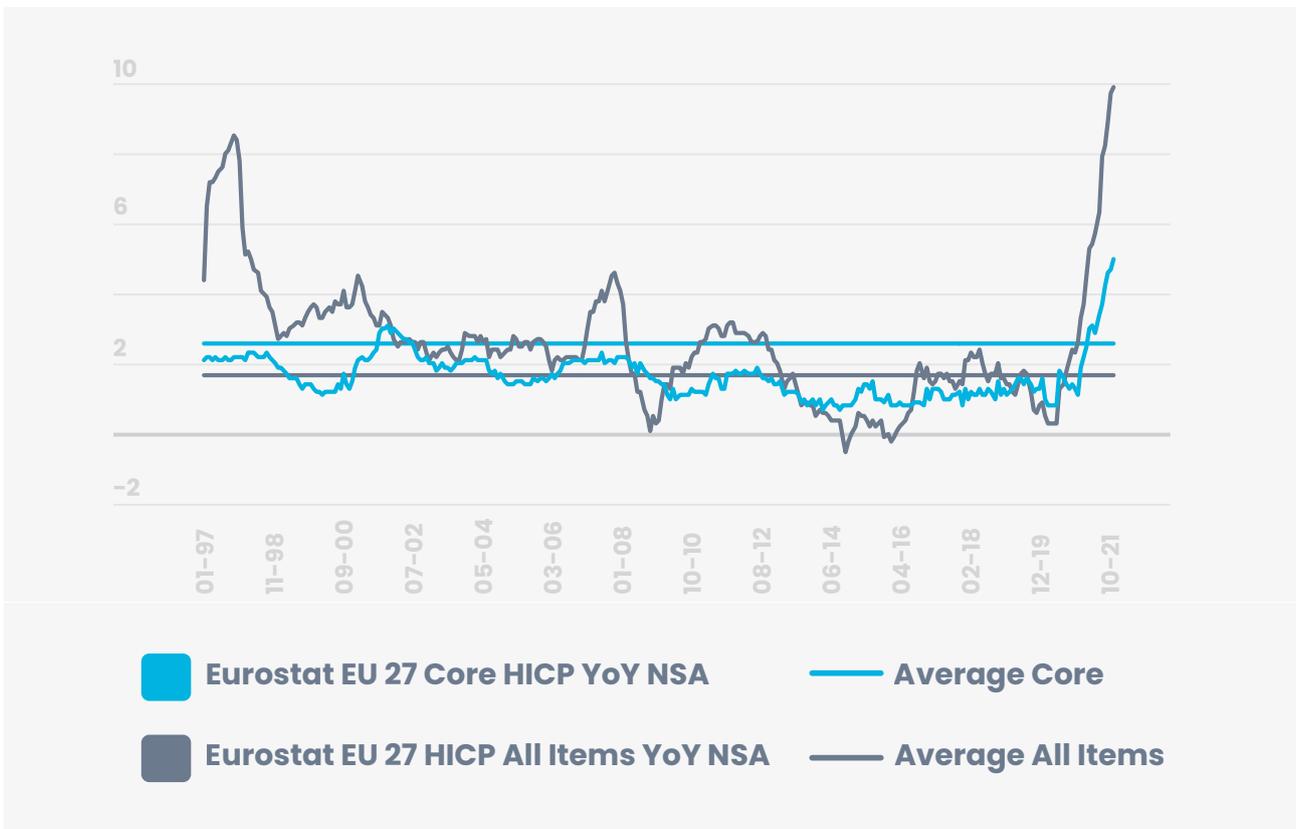
Dieser weltweite Anstieg wird hauptsächlich durch den Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise getrieben, von denen die meisten wiederum durch folgende Ursachen hervorgerufen wurden:

- Fiskal- und geldpolitische Anreize, die enorme Mengen an Liquidität in die Volkswirtschaften pumpen
- Spannungen in der Lieferkette, die mit Deglobalisierungstrends verbunden sind, beschleunigt durch die Covid-Krise, die russische Invasion in der Ukraine und die Null-COVID-Politik in China.

Mitte 2022 hat sich der Inflationsdruck auf Sektoren ausgebreitet, die Anfang des Jahres sehr wenig oder gar nicht betroffen waren. Nun haben sowohl die Inflation als auch die Kerninflation (Inflation ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak) ihr historisches

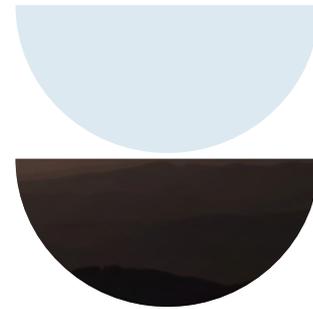
Durchschnittsniveau überschritten, während sich auch in einigen Ländern die Lohnerhöhungen beschleunigten. Alles in allem könnten die inflationären Spannungen noch einige Zeit anhalten.

**Abbildung 2: Energie und Lebensmittel treiben die Preise in die Höhe. Auch die Kerninflation steigt.**

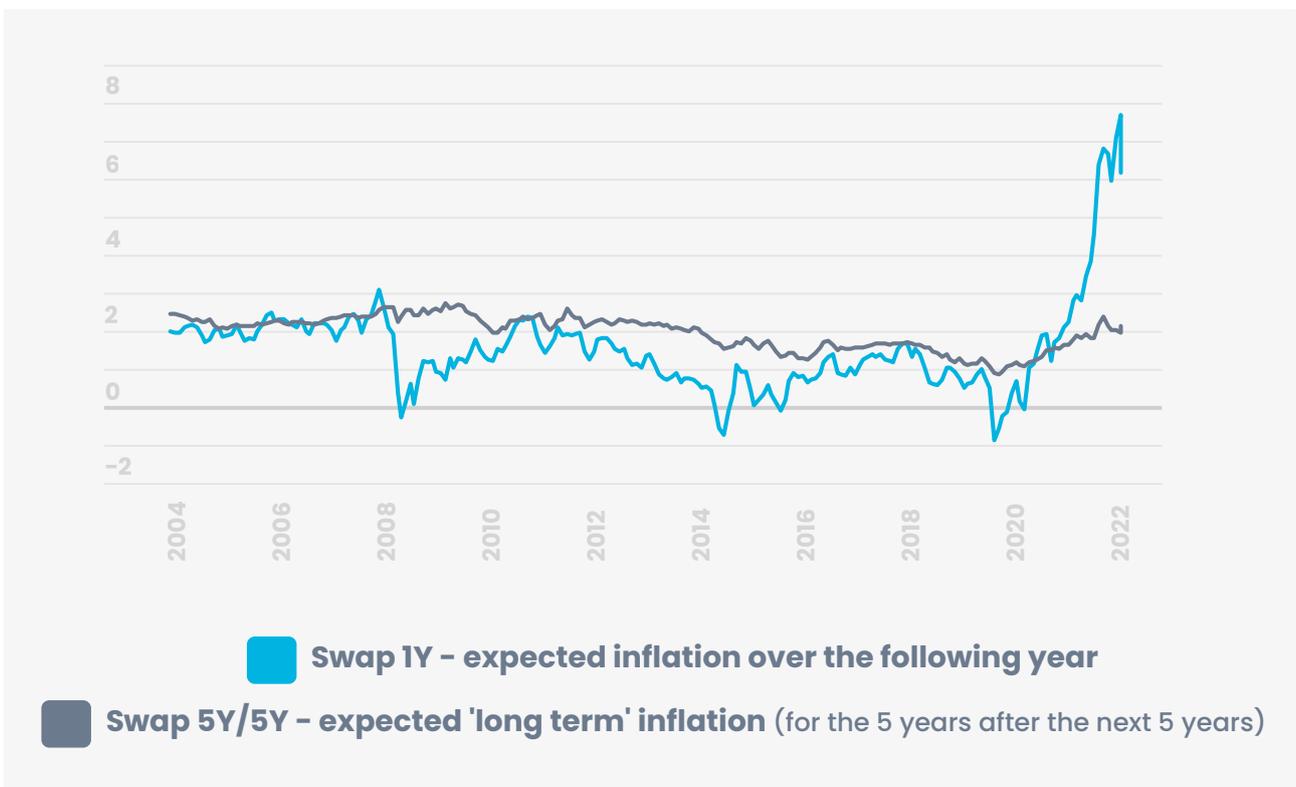


Quelle: Candriam, Bloomberg und Eurostat zum 09.09.2022

Was ist also das wahrscheinlichste Inflationsszenario? Die derzeitigen Markterwartungen deuten nicht darauf hin, dass die Inflation außer Kontrolle gerät, sondern dass sie für einige Zeit über den jüngsten Höchstständen bleiben wird. Ausgehend von einem Niveau zwischen 1 % und 1,5 % in der Eurozone vor der Krise geht der Markt davon aus, dass sich die Inflation mittel- bis langfristig leicht über 2 % stabilisiert.



### Abbildung 3: Wie hoch wird die Inflation ansteigen?

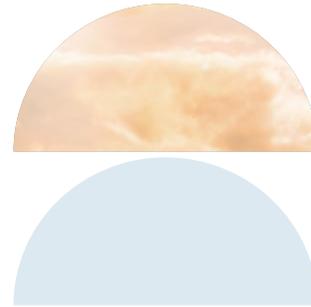


Quellen: Bloomberg, Candriam - Erwartungen basierend auf den Null-Coupon-Inflationsswaps der Eurozone zum 09.09.2022.

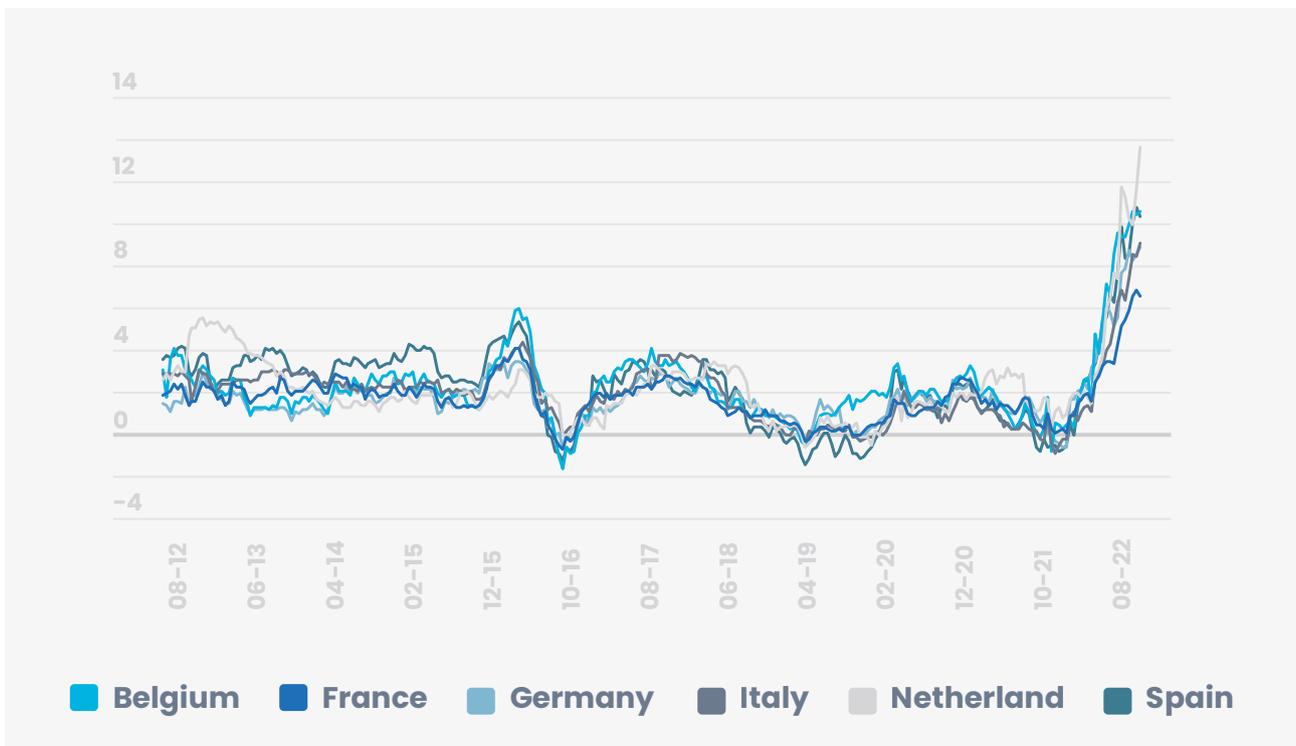
# Eurozone: Keine gleichmäßigen Bedingungen für die Inflation

Die zunehmende Inflation wirkt sich bereits auf die Menschen auf der ganzen Welt aus, aber einige werden stärker betroffen sein als andere. Dies hängt von der Inflation im Wohnsitzland ab und ob es über ein wirksames soziales Sicherheitsnetz verfügt.

Die Preisinflation schwankt in den Ländern der Eurozone recht deutlich: In den Niederlanden liegt sie bei über 12 %, während sie in Frankreich nach wie vor rund 6 % beträgt. Der Hauptgrund für diese Divergenz ist die hohe Abhängigkeit einiger europäischer Länder von ausländischer (russischer) Energie und importierten Lebensmitteln.



**Abbildung 4: Hohe Inflation in der Eurozone, die stark von importierter Energie und Nahrungsmitteln abhängig sind**



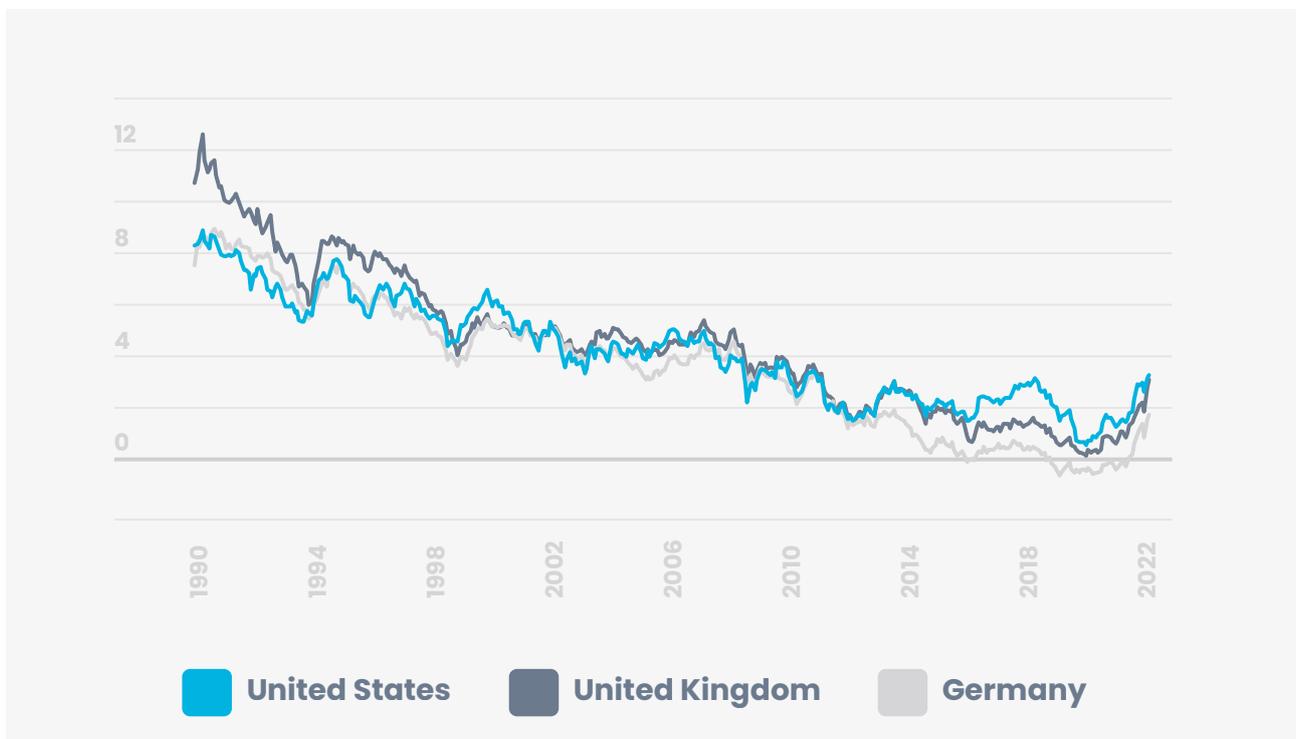
Quellen: Candriam, Bloomberg, Eurostat, Stand 09.09.2022

## Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Der Anstieg der Inflation hat die meisten Zentralbanken dazu veranlasst, ihre Geldpolitik zu straffen, was eine erste Reihe von Zinserhöhungen einschloss. Die Zinssätze sind weltweit stark gestiegen und erreichten das höchste

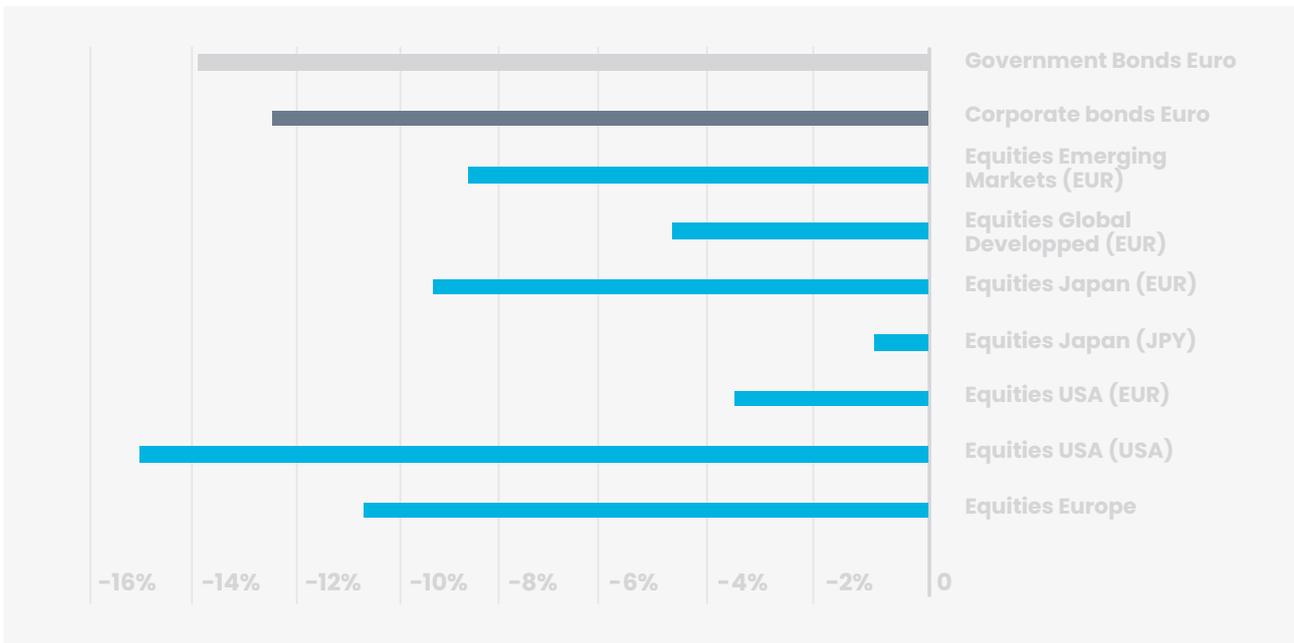
Niveau seit mindestens 10 Jahren. Auf so viel Ungewissheit haben die Finanzmärkte entschieden negativ reagiert, und alle Anlageklassen mussten im ersten Halbjahr 2022 Rückgänge hinnehmen.

### Abbildung 5: Die Erträge steigen: 10-jährige Bundes- und Staatsanleihen und Treasuries



Quelle: Candriam und Bloomberg, zum 09.09.2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.

Abbildung 6: Vermögensentwicklung im Jahr 2022



Quelle: Candriam, Bloomberg, MSCI Indexes for Equities, JP Morgan Government Bond EMU Index, Iboxx Euro Corporate Bond Index, Netto Total Return Performance vom 31.12.2021 bis 09.09.2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.

**All diese Faktoren stellen eine Herausforderung für die Finanzmärkte und Gesellschaft dar und haben auf verschiedenen Ebenen weitreichende Auswirkungen auf die Renten.**

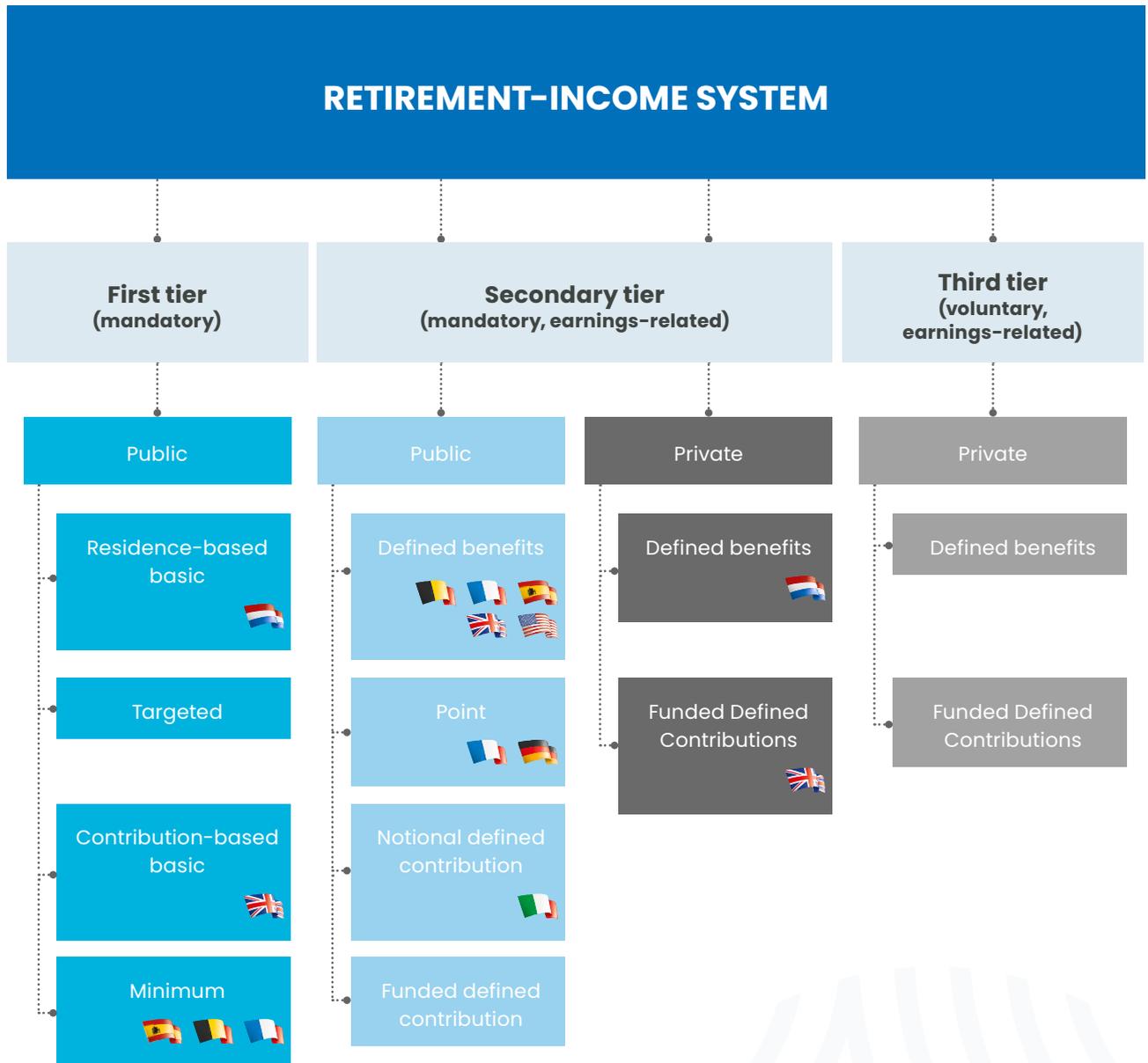
# Auswirkungen auf Renten und Rentensysteme.

Die Gestaltung der Rentensysteme ist in den verschiedenen Ländern/Rechtssystemen sehr unterschiedlich. Sie alle tragen ihr eigene Prägung der nationalen/regionalen Geschichte, Kultur und Tradition und wurden von den sukzessiven Regierungen ständig geändert, um ihre politischen, wirtschaftlichen und demografischen Ziele zu erfüllen. Einige Rentenfonds, vor allem die staatlichen Renten, werden durch Beiträge der derzeit Erwerbstätigen finanziert. Auf der anderen Seite basieren private (Unternehmens-) Pensionsleistungen in der Regel auf den Beiträgen, die vor dem Eintritt in den Ruhestand in den

Fonds eingezahlt werden, und darauf, wie gut dieser Fonds angelegt ist.

In fast allen Fällen sinkt jedoch mit dem Eintritt in den Ruhestand das Einkommen und damit auch der Lebensstandard. Diese Auswirkungen können für Rentner mit niedrigerem Einkommen von entscheidender Bedeutung sein, da diese Gruppe am wenigsten über zusätzliche Einsparungen verfügt, die zur Deckung der Lebenshaltungskosten herangezogen werden können.

Abbildung 7: OECD-Taxonomie zur Altersvorsorge



Quelle: OECD<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance\\_19991363](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance_19991363)

# Rentenersatzraten und Inflationsschutz nach Ländern

Sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich decken staatliche Renten ein Mindesteinkommen ab, um sicherzustellen, dass Rentner nicht in Armut leben. Das Einkommen wird dann in der Regel durch private Renten oder individuelle Einsparungen ergänzt. Im Vereinigten Königreich betrug Mitte 2022 die volle Rate der staatlichen Rente 185 GBP pro Woche. In den USA hängt das Niveau der staatlichen Renten von der Höhe des Einkommens vor dem Ruhestand ab. Zum Beispiel würde jemand, der 1250 USD pro Monat verdient, eine staatliche Rente von 731 USD erhalten, 3000 USD würde 1179 USD erhalten und diejenigen auf 6000 USD würden 1805 USD erhalten. Im Vereinigten Königreich profitieren die Arbeitnehmer von der automatischen Einschreibung in eine betriebliche Altersversorgung, während in den USA private Arbeitgeber nicht verpflichtet sind, zusätzliche Renten zu gewähren.

In Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien wird ein Großteil der Rente von staatlichen Renten gewährt. In einigen Ländern können Arbeitgeber zusätzliche Renten für ihre Arbeitnehmer einrichten. So war das beispielsweise historisch bei großen Arbeitgebern in Deutschland der Fall.

In den Niederlanden lag die Höhe der staatlichen AOW-Rente im Juli 2020 bei 1271 € pro Monat vor Steuern. Wie im Vereinigten Königreich ist dies ein pauschaler Betrag, der unabhängig von der Höhe des Erwerbseinkommens gilt, aber der Großteil der Bevölkerung ist durch eine betriebliche oder sektorale private Rentenversicherung abgesichert.

**Abbildung 8: Rentenersatzraten im Verhältnis zum Einkommen (in %) nach Ländern**

| % individuelles Einkommen zum Durchschnitt | Bruttoersatzleistungen (obligatorische Renten) |      |      | Nettoersatzleistungen (obligatorische Renten) |      |      | Nettoersatzleistungen (obligatorisch + freiwillig) |      |      |
|--|--|------|------|---|------|------|--|------|------|
|  | 50%  | 100% | 200% | 50%   | 100% | 200% | 50%  | 100% | 200% |
| Belgien                                    | 67,5   | 43,4 | 29,2 | 70,9  | 52,2 | 51,9 | 86,8   | 74,2 | 81,3 |
| Frankreich                                 | 60,2   | 60,2 | 51,9 | 71,3  | 74,4 | 64,5 |  |      |      |
| Deutschland                                | 46,5   | 41,5 | 33,0 | 57,9  | 52,9 | 41,9 | 75,0   | 70,2 | 58,3 |
| Italien                                    | 74,6   | 74,6 | 74,6 | 78,4  | 81,7 | 84,6 |  |      |      |
| Niederlande                                | 73,1   | 69,7 | 68,0 | 84,7  | 85,3 | 81,0 |  |      |      |
| Spanien                                    | 73,9   | 73,9 | 67,0 | 80,1  | 80,3 | 74,7 |  |      |      |
| UK   | 70,6   | 49,0 | 38,2 | 79,2  | 58,1 | 47,7 |  |      |      |
| USA  | 49,6   | 39,2 | 27,9 | 61,0  | 50,5 | 39,0 | 111,7  | 95,8 | 83,2 |

Bron: Pensions at a glance 2021, OECD

**Wie man diese Tabelle liest (Zahlen in blau):** In den USA beträgt die Rentenersatzrate (nach Steuern) in Verbindung mit der gesetzlichen Rente für Arbeitnehmer mit Durchschnittseinkommen (100 % des Durchschnittseinkommens im Land) 50,5 % des Gehalts, während sie in Frankreich

74,4 % beträgt. Der Rentenersatzsatz (brutto) in Verbindung mit der gesetzlichen Rente für eine Person, die 50 % des Durchschnittseinkommens in den Niederlanden verdient (Personen mit geringem Einkommen), beträgt 73,1 % ihres Einkommens.

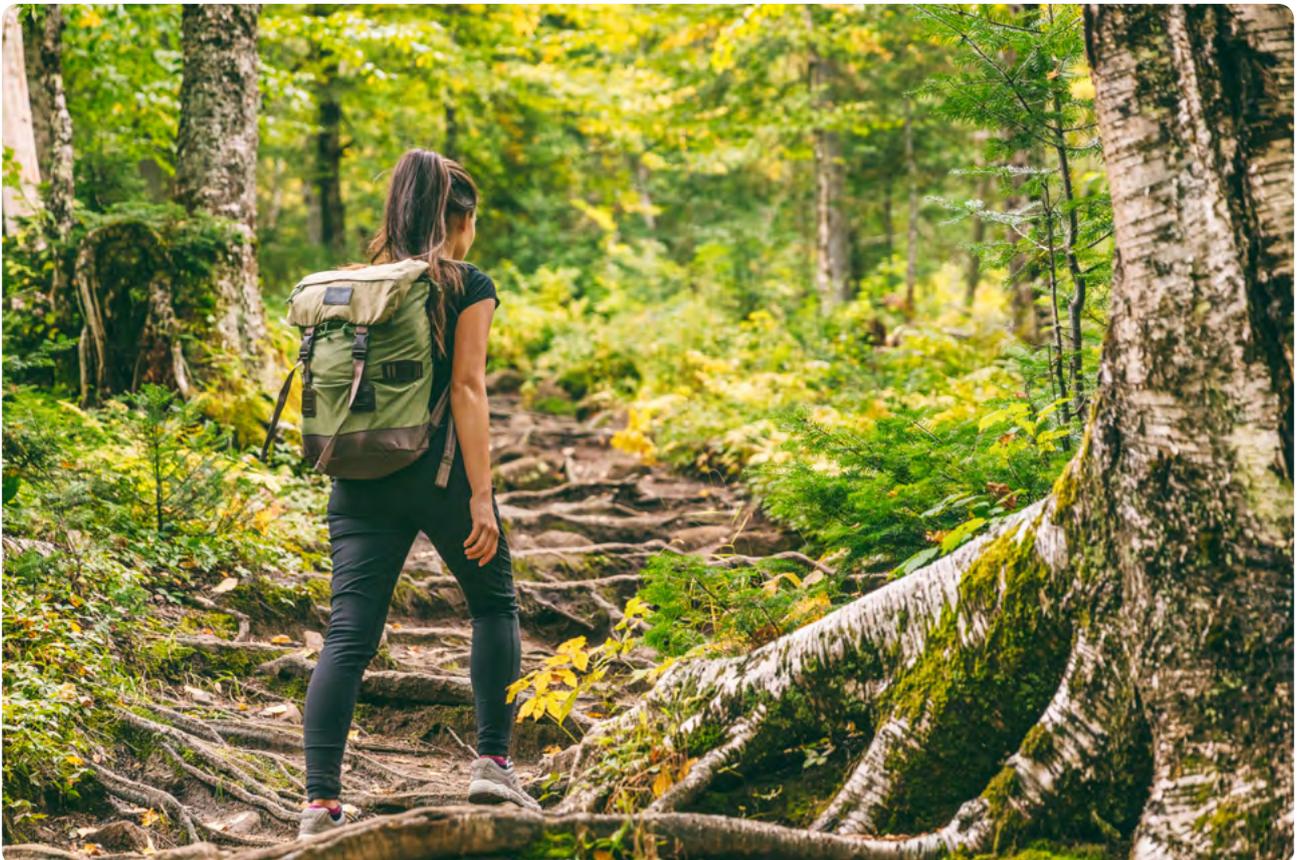
# Abnehmender Realwert/Kaufkraft: Wer ist gefährdet?

## Öffentliche Renten

Der größte Teil des Schutzes vor den Auswirkungen der Inflation (Inflationsbindung) stammt aus den staatlichen Renten. Am stärksten von der Inflation betroffen sind Menschen in Ländern, in denen die staatlichen Renten gering sind, wie z. B. in Belgien, Deutschland, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten. Von ihnen wird erwartet, dass sie diese durch Betriebsrenten ergänzen, um die Lebenshaltungskosten im Ruhestand zu decken.

In den Ländern, in denen die gesetzlichen Renten im Durchschnitt den größten Teil der Einnahmen der Rentner ausmachen, unterliegt die Verknüpfung mit der Inflation auch anderen Erwägungen im Zusammenhang mit dem derzeitigen oder künftigen Defizit des Systems. In Frankreich beispielsweise sind die staatlichen Rentenzahlungen (auf Bruttobasis) seit 2013 hinter der Inflation zurückgeblieben, sowohl für das allgemeine Rentensystem (CNAV) als auch für die ergänzenden betrieblichen Systeme (AGIRC, ARRCO).

**Die Inflation stellt eine große Bedrohung für die Einkünfte der Rentner dar, wenn die Leistungen nicht an die Inflation angepasst sind. Wie wir bereits erwähnt haben und wie aus der nachstehenden Tabelle hervorgeht, bieten die obligatorischen Renten in der Regel eine gewisse Form des Inflationsschutzes.**



## Abbildung 9: Öffentliche und obligatorische Leistungsrenten

### Indexierung staatlicher Renten (und Berufsrenten in den Niederlanden)

|                    |  |
|--------------------|--|
| <b>Belgien</b>     | Kurse  |
| <b>Frankreich</b>  | Kurse für allgemeine Renten (CNAV), Preise und Löhne angepasst um die Nachhaltigkeit des Rentensystems ab 2023 für ergänzende Renten (AGIRC ARRCO)<br><br>Von 1948 bis 1987 wurden die Renten auf den Durchschnittslohn indexiert. Seitdem hatte sich die Regierung mehrfach dafür entschieden, Renten zu deindexieren, um Geld zu sparen. |
| <b>Deutschland</b> | Für die Nachhaltigkeit des Rentensystems angepasste Löhne  |
| <b>Italien</b>     | Kurse  |
| <b>Niederlande</b> | AOW (Staatsrente): indiziert auf den Mindestlohn<br><br>Berufsrentenzielpreisindexierung, aber die vollständige Indexierung hängt von der Vermögensverbindlichkeitsquote ab.   |
| <b>Spanien</b>     | [0,25 %; Kurs +0,5 %], abhängig von der finanziellen Gesundheit des Systems  |
| <b>UK</b>          | Dreifacher Blockiermechanismus <sup>2</sup> : Max. (Tarife, Löhne, 2,5 %) für die Grundrente   |
| <b>USA</b>         | Kurse  |

Quelle: Renten auf einen Blick 2021, OECD; Panorama des systemes de retraites en France et à l'étranger, 2020, Conseil d'Orientation des Retraites

## Private Altersvorsorgen

Die in den letzten Jahrzehnten eingerichteten betrieblichen Altersversorgungssysteme bieten ein deutlich geringeres Leistungsniveau als bisher. Außerdem ist die Umstellung von leistungsorientierten auf beitragsorientierte Systeme inzwischen weit fortgeschritten. Die künftigen Einkünfte der Rentner sind eher an die Marktentwicklung als an die Entwicklung der Lebenshaltungskosten gebunden.

Auch außerhalb definierter Beitragsregelungen ist der Inflationsschutz nicht zu 100 % perfekt. Den meisten

niederländischen Rentensystemen wurde gestattet, die Indexierung der Leistungen an die Preise einzufrieren, um ihre Zahlungsfähigkeit zu erhalten und – wie es scheint – angesichts der niedrigen Zinssätze und des demografischen Wandels für Generationengerechtigkeit zu sorgen. Im Vereinigten Königreich werden die Renten in der Regel an den Einzelhandelspreisindex (RPI – Retail Price Index) angepasst, der höchstens 5 % pro Jahr betragen darf. Das bedeutet, dass Pensionsfondsvermögen über ein Jahr hinweg um 6 % sinken würden, wenn der RPI um 11 % ansteigt.

<sup>2</sup> Im Jahr 2010 wurde die staatliche Rente im Vereinigten Königreich um eine dreifache Sperre erweitert. Es war eine Garantie, dass die staatliche Rente real nicht an Wert verlieren würde und dass sie zumindest im Einklang mit der Inflation zunehmen würde. Sie umfasste drei getrennte Inflationsmaßnahmen („Dreiecksperre“).

# Auswirkungen auf die Träger von Rentensystemen.

## Öffentliche Renten

Wie bereits erwähnt, werden staatliche Rentensysteme in der Regel durch Beiträge von derzeit Erwerbstätigen finanziert. Die Beiträge, die proportional zu den Löhnen sind, könnten die Erhöhung der Sozialleistungen kompensieren, wenn die Lohnerhöhungen der Inflation folgen, sofern alles andere gleich bleibt. Mehrere Mechanismen können jedoch dieser „natürlichen“ Absicherung schaden:



- Die Anpassung der Löhne an die Inflation kann einige Zeit in Anspruch nehmen
- Rentenbeiträge werden nicht immer auf das volle Gehalt berechnet
- Inflationsschocks können sich negativ auf den Arbeitsmarkt auswirken, was den Gesamtbetrag der erhöhten Rentenbeiträge zueinflusst
- Die Beiträge der Unternehmen können durch eine politische Entscheidung im Falle eines wirtschaftlichen Abschwungs eingefroren werden, um den Druck auf Unternehmen zu entlasten
- Die Reserven der staatlichen Rentenversicherung werden in Anlageklassen investiert, die nicht genug Rendite abwerfen, um die Inflation auszugleichen

## Private Rentensysteme

Der Inflationsschutz, den leistungsorientierte Pensionsfonds bieten, muss entweder durch eine erfolgreiche Anlagestrategie oder durch den/die Systemträger finanziert werden, was in zwei Formen erfolgen kann:

- Zusätzliche Beiträge zum Pensionsfonds, um die Auswirkungen der gestiegenen Verbindlichkeiten auszugleichen
- Erhöhte Nettoverpflichtung des Trägers gegenüber dem Pensionsfonds, möglicherweise abgesichert durch Vermögenswerte des Unternehmens

Eine Erhöhung der Bareinlagen ist nicht die bevorzugte Option, da die Unternehmen die Barmittel in der Regel für ihre Geschäftstätigkeit verwenden wollen. Wir erwarten

nicht, dass sich dies im Kontext von 2022 ändert, wenn auch ihre Kostenbasis stark von einer hohen Inflation betroffen ist. Die Beiträge werden auch zeitlich verteilt und führen nicht sofort zu einer Entschädigung der erhöhten Haftung des Pensionsfonds gegenüber seinen Mitgliedern.

Die Nettoverpflichtung des Pensionsfondsträgers ist die Differenz zwischen den für den Pensionsfonds zur Verfügung stehenden Vermögenswerten und seinen Verbindlichkeiten gegenüber Programminhabern (Zahlungen). Nach den Grundsätzen von IAS 19<sup>3</sup> hätte sich der Wert dieser Nettoverbindlichkeit des Sponsors aufgrund der überragenden Bedeutung der Diskontsätze, die zwischen Ende Dezember 2021 und Ende Juni 2022 um rund 2 % gestiegen sind, verringern können.

3 Der Standard legt den Grundsatz fest, dass die Kosten für die Erbringung von Leistungen der Arbeitnehmer in dem Zeitraum, in dem die Leistung vom Arbeitnehmer verdient wird, anstatt wenn sie bezahlt oder zahlbar sind, anerkannt werden sollten, und beschreibt, wie jede Kategorie der Leistungen der Arbeitnehmer gemessen wird. Außerdem gibt er detaillierte Hinweise insbesondere über Leistungen nach der Beschäftigung.  
[https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19\\_1998](https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19_1998)

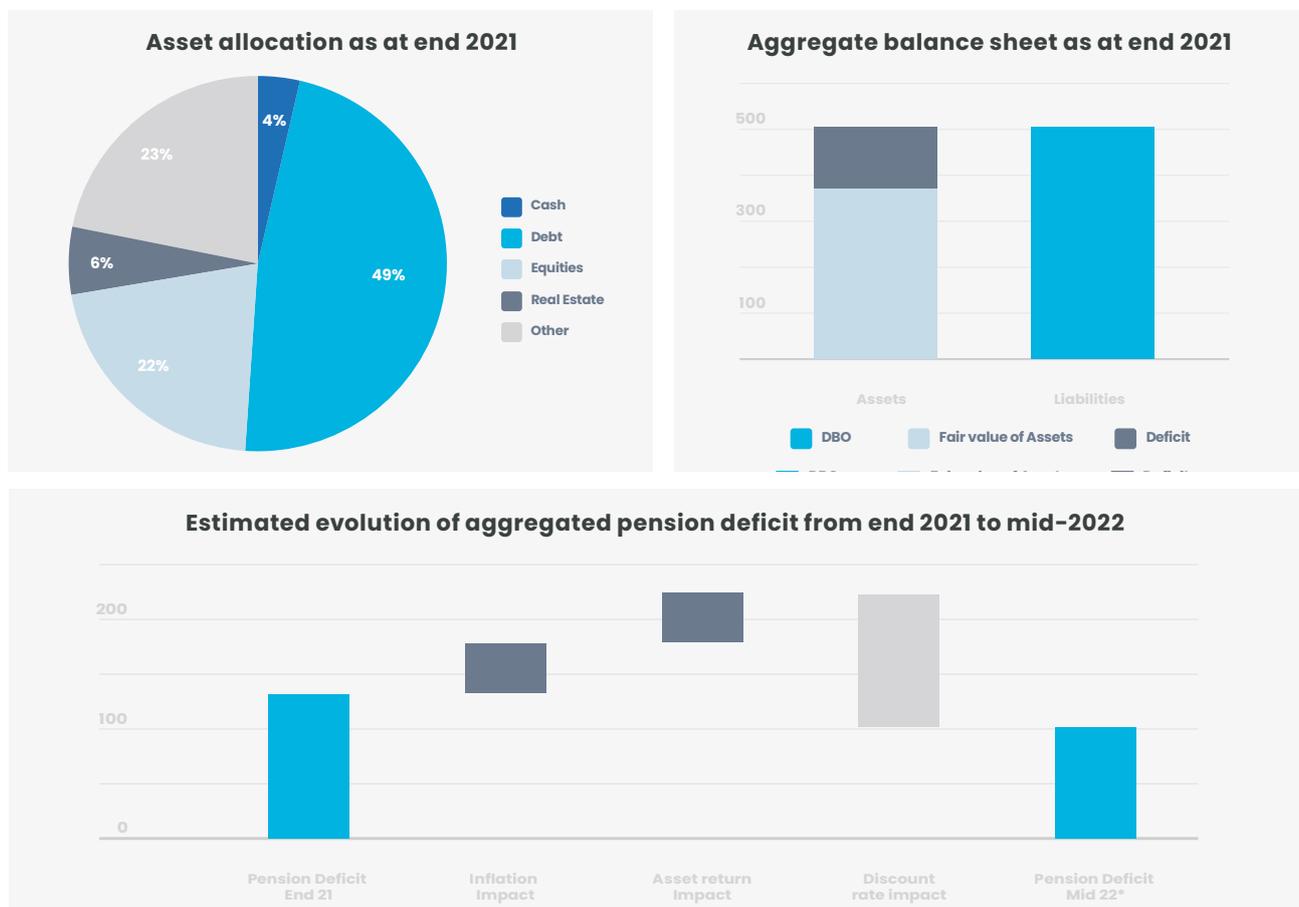
## Europäische Unternehmensrenten: Wie haben sich die Leistungsverbindlichkeiten geändert? (Vom Geschäftsjahr 2021 bis Mitte 2022)

Hier wollten wir das potenzielle Problem der europäischen betrieblichen Altersversorgungsmitteln. Betrachten wir den Gesamtwert von IAS 19 Nachbeschäftigungsleistungsdefizit aller Unternehmen im Eurostoxx-50-Index. Für das Geschäftsjahr 2021 beläuft es sich auf rund 130 Mrd. €, aufgeteilt in eine Gesamtverpflichtung (Defined Benefits Obligation, DBO) von 500 Mrd. € und einen Gesamtvermögenswert von 370 Mrd. €.

Auf der Grundlage der Jahresberichte der Unternehmen, die den Eurostoxx50-Index bilden, liegen die durchschnittlichen Annahmen für die langfristige Inflation im Jahr 2021 für die Eurozone bei 1,8 %, für die USA bei 2,3 % und für das Vereinigte Königreich bei 3,3 % (RPI). Wenn wir von einem Szenario ausgehen, das derzeit von den Marktteilnehmern als höchst unwahrscheinlich angesehen wird, dass die Inflation tatsächlich um 75 Basispunkte für jeden dieser drei Märkte ansteigt, was einen Schock für die realisierte Inflation und die Wertentwicklung von Vermögenswerten auslöst, erhöht sich das Gesamtdefizit um 90 Mrd. €.

Wenn wir jedoch auch den Diskontsatz für Verbindlichkeiten (Finanzierung versus Wert) anpassen, wird das Defizit um 120 Mrd. € sinken. Am Ende könnten die positiven Auswirkungen höherer Zinssätze alle anderen negativen Auswirkungen kompensieren. Dies kann jedoch in Abhängigkeit von den nationalen Rentenregeln und -vorschriften in den einzelnen Ländern und den einzelnen Plänen erheblich variieren.

**Abbildung 10: EuroStoxx 50 betriebliche Altersversorgungspläne: Gesamtansicht**



\* Ausschließlich Servicekosten, Nettozinskosten und Vermögensobergrenze  
Quelle: Candriam, Bloomberg, Aggregat der Geschäftsberichte des Unternehmens zum 09.09.2022

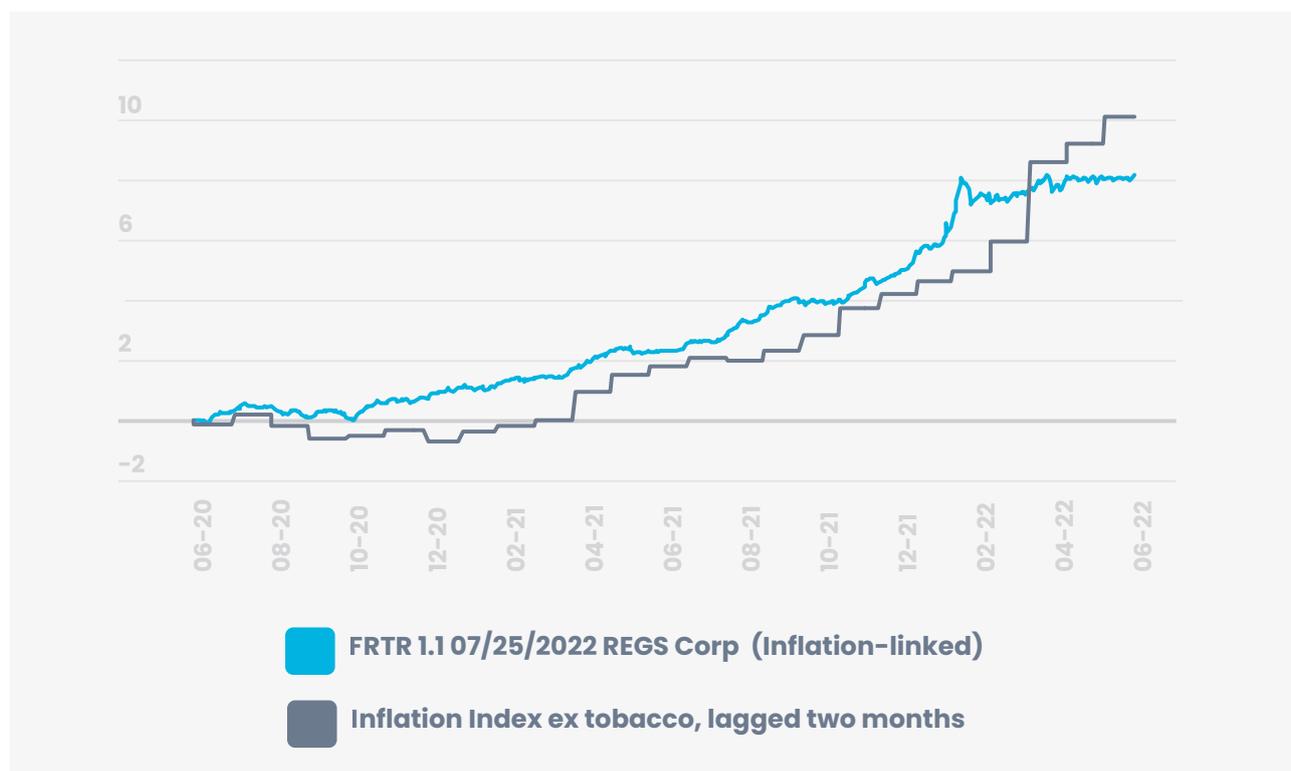
# Investitionslösungen für eine Ära höherer Inflation.

## Inflationsgebundene Anleihen und Swaps: Eindämmung des Inflationsrisikos

Wir glauben, dass im aktuellen Marktumfeld die beste Absicherung gegen unerwartete Inflationssteigerungen inflationsgebundene Anleihen sind, vorzugsweise für das kurze Ende der Kurve. Ihre Kupons und der Nominalwert werden im Laufe der Zeit entsprechend einem Referenzinflationsindex angepasst, um die investierten Vermögenswerte vor Inflationssteigerungen zu schützen, wenn sie die Markterwartungen übertreffen. Die meisten

dieser Anleihen sind souveräne Emissionen, die wenig Ausfallrisikohaben. Inflationsswaps bieten die gleiche Art von Schutz, indem sie das Inflationsrisiko eines Anlageportfolioshebeln. Insgesamt glauben wir, dass diese Investitionen als wirksames Instrument gegen plötzliche Inflationssteigerungen eingesetzt werden können, obwohl sie ein begrenztes Überschusspotenzial bieten.

### Abbildung 11: Kurzfristige inflationsgebundene französische Staatsanleihen: Nachbildung des Inflationsindexes



Quellen: Candriam, Bloomberg, Eurostat zum 09.09.2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.

Obwohl diese Art von Finanzinstrumenten der bei weitem wirksamste und „reinste“ Weg ist, um das Inflationsrisiko zu verringern, haben sie auch ihre Grenzen. Erstens **ist es in der Regel zu spät (zu kostspielig), eine Inflationsabsicherung zu kaufen, wenn der Markt bereits hohe Inflationserwartungen eingepreist hat, und die anschließende Nachfrage nach inflationsgebundenen Anleihen und Swaps spiegelt sich bereits in ihren (hohen) Preisen wider. Darüber hinaus kann diese Art**

**der Absicherung weit weniger effizient sein, wenn sich herausstellt, dass die weithin erwartete Inflation höher ist als die tatsächliche Inflation in einigen Jahren.** Zweitens ist es ihre Anfälligkeit für andere Risikofaktoren, die zu einem Missverhältnis zwischen dem inländischen Inflationsrisiko der Anleger und der geringeren Markttiefe führen kann. Kurzfristig kann die Performance von inflationsgebundenen Anleihen auch stark von der Inflation abweichen.

## Inflationsgebundene Anleihen

**Inflationsgebundene Anleihen werden in der Regel von Regierungen ausgegeben. In Europa und in den Vereinigten Staaten stellen sie einen kleinen Teil der ausstehenden Staatsschulden dar, aber das stellt immer noch eine große Menge an Geld in absoluter Hinsicht dar.**

|                               |               | Ausstehende inflationsgebundene Anleihen emittiert, in lokaler Währung, Stand Juni 2022 | % Inflationsgebunden an die gesamten Staatsanleihen, Stand Juni 2022 | Pensionsparplan Vermögenswerte Stand Ende 2020 |
|-------------------------------|---------------|---|--|--|
| Eurozone Mrd. €               | Deutschland   | 57  | 4,5 %  |  |
|                               | Spanien       | 61  | 5,9 %  |  |
|                               | Frankreich    | 200   | 10,8 %   |  |
|                               | Italien       | 137   | 8,2 %  |  |
|                               | Sonstige      |   |  |  |
|                               | <b>Gesamt</b> | <b>456</b>  | <b>6,2 %</b>   | <b>3051</b>                                    |
| Vereinigtes Königreich Mrd. £ |               | 367   | 19,4 %   | 2.679  |
| USA Mrd. USD                  |               | 1.356   | 8,3 %  | 35.491   |

Quelle: Candriam, Bloomberg und OECD

Eine wichtige Bemerkung zu diesem Punkt ist, dass die derzeitige Größe der inflationsgebundenen Anleihen nicht groß genug ist, um die Inflationsbelastung aller Rentenansprüche abzusichern. Im Vereinigten Königreich wurde die Bereitschaft der Pensionsfonds zur

Verringerung des Risikos häufig als Quelle von Preis- und Liquiditätsverzerrungen bei inflationsgebundenen Anleihen beschrieben, die diese aufgrund ihrer Absicherungseigenschaften verteuern.

Mathematisch lässt sich der Kurs einer inflationsgebundenen Anleihe mit Fälligkeit  $t$ , im Jahr  $t_N$  und realem Kupon  $c$  wie folgt darstellen, mit  $B^{IL}(t, t_N) = I(t) \times B^r(t, t_N)$ ,

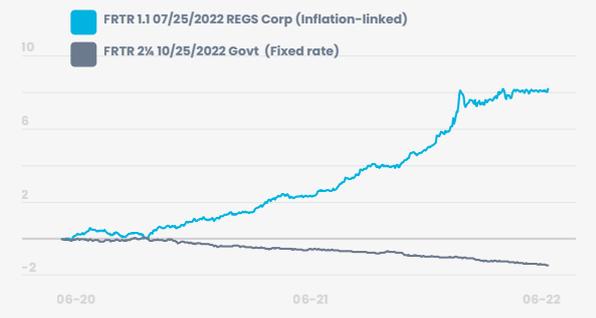
- $I(t)$  ist die Inflationsquote, d.h. das Verhältnis zwischen dem Inflationsindexwert zum Datum  $t$  und dem Indexwert zum Zeitpunkt der Ausgabe

- $B^r(t, t_N) = \sum_{i=1}^N \frac{c}{(1+r(t, t_i))^{t_i-t}} + \frac{1}{(1+r(t, t_N))^{t_N-t}}$  die Summe der zukünftigen realen Gutscheine und Haupttrabatte mit realer Kurskurve zum Datum  $t$ ,  $\{r(t, t_i); i = 1, \dots, N\}$

Wir sehen hier, dass der Kurs für inflationsgebundene Anleihen auch für andere Leistungstreiber außer Inflation empfindlich ist, nämlich den realen Zinssätzen und Spreads für Staatsanleihen der Eurozone. Ein rascher Anstieg der Inflation würde sich auch auf diese Faktoren auswirken, was kurzfristig zu schockartigen Kursschwankungen bei diesen festverzinsli-

chen Wertpapieren führen könnte, und zwar stärker als eine Änderung des Inflationsniveaus. Es ist möglich, die Korrelation mit der realisierten Inflation durch Investitionen in kürzere Fälligkeitsanleihen zu verbessern. Es ist dann aber komplexer, eine Vermögensverbindlichkeit aufzubauen, die sowohl Inflationssensitivität als auch Cashflows nach Fälligkeit entspricht.

### Performance of short term bonds



### Performance of long term bonds

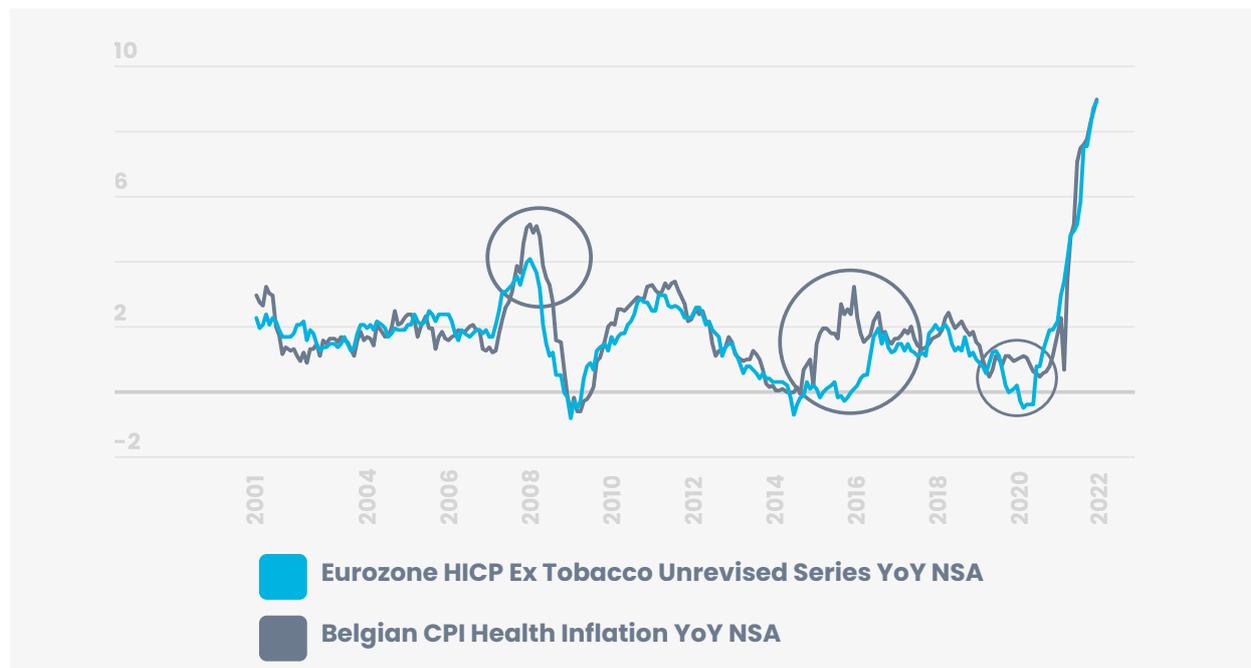


Quelle: Bloomberg, Juli 2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.

Hinzu kommt das Basisrisiko (der Inkongruenz) zwischen dem Inflationsindex, an den diese festverzinslichen Instrumente gebunden sind, und dem Inflationsrisiko der Pensionsfonds.

So sind beispielsweise im Vereinigten Königreich inflationsgebundene Instrumente mit dem Einzelhandelspreisindex (RPI) verknüpft, während einige Renten jetzt an den Verbraucherpreisindex (VPI) gekoppelt sind. In der Eurozone sind sie vor allem an den Euro HVPI ex Tabak

gekoppelt; und einige französische und italienische Anleihen an ihren inländischen VPI. Darüber hinaus sind in Belgien alle Löhne und Renten an den belgischen Gesundheitsinflationsindex gekoppelt, der sich manchmal stark vom Euro-HVPI unterscheidet. Obwohl die Absicherung durch inflationsgebundene Anleihen weiterhin wirksam ist, ist sie aufgrund der unterschiedlichen Inflationsmessungen, die von verschiedenen Regierungen verwendet werden, unvollkommen.



Quelle: Bloomberg, Eurostat, belgisches Institut für Nationalstatistik zum 09.09.2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.

# Sachwerte: Inflationsgebundene Erträge

Sachwerte, insbesondere Immobilien und Infrastruktur, bieten eine teilweise Absicherung gegen Inflation, da einige ihrer Einnahmen direkt oder indirekt mit der Inflation verbunden sind. Die Preisgestaltung dieser Vermögenswerte ist jedoch auch mit anderen Faktoren wie z.B. Zinssätzen verknüpft, die den Anstieg der Einnahmen aufgrund der Inflation kompensieren können. Alles in allem wird jedoch erwartet, dass diese Vermögenswerte über den Konjunkturzyklus hinweg eine Überschussrendite über der Inflation erzielen.

## Immobilien

In den meisten europäischen Märkten ist die Inflationsindexierung ein Merkmal von Mietverträgen, so dass sich ein Anstieg der Inflation in der Regel automatisch in der Höhe der Mieten und der Nettobetriebs-einnahmen niederschlägt, in den meisten Fällen auf jährlicher Basis, was eine direkte Absicherung darstellt.

Darüber hinaus ist der Core-plus-Anlagestil<sup>4</sup> gut geeignet, um mit der Inflation fertig zu werden:

- Er ermöglicht es, das Risiko auf die Anmietung von Leerständen und die Verlängerung von Mietverträgen zu konzentrieren. Dies bietet eine operative Hebelwirkung und die Möglichkeit, die Mieten rasch zu erhöhen, wenn diese Steigerungen durch die Inflation bedingt sind. Dadurch wird die Wirksamkeit der Inflationsabsicherung verbessert.

## Infrastruktur

Infrastruktur umfasst eine Reihe von Investitionen, darunter Energie, Verkehr und Versorgungsunternehmen, die sich in vielen Fällen durch regulierte und vorhersehbare Einkommensströme und hohe Eintrittsbarrieren auszeichnen. Solche Investitionen können einen Schutz gegen Inflation bieten.

In vielen Ländern sind beispielsweise Straßenmauten in gewisser Weise an die Inflation gebunden. Die Einnahmen der regulierten Wasser- und Energieversorger sind oft gesetzlich mit der Inflation verbunden. Allerdings profitieren nicht alle Infrastruktureinrichtungen von diesen Bedingungen. In einigen Fällen verfügen die Infrastrukturbetreiber über eine ausreichende Preisleistung, um die Inflation an ihre Verbraucher weiterzugeben. Einige Preise können auch durch eine politische Entscheidung eingefroren werden. Andere Teilsektoren haben nur sehr wenig an die Inflation gekoppelt.

- Bei diesem Ansatz wird nach Vermögenswerten mit geringen Leasing-Wertminderungen gesucht, deren Preis ein gewisses Maß an Unsicherheit im Zusammenhang mit Leasing widerspiegelt. Daher konzentriert sie sich auf Immobilien, die mehr Rendite abwerfen als solche mit stabilen Mieten. Diese Renditen steigen, wenn die Verwalter die Flächen vermieten und die Mieten an den Markt anpassen. Der kombinierte Effekt einer höheren Einstiegsrendite und des erhöhten Nettobetriebs-einkommens (NOI)<sup>5</sup> ermöglicht dem Investmentmanager eine signifikante „Sicherheitsmarge“ im Verhältnis zum Kernertrag und sorgt für eine größere Zinsdeckung. Dies bietet häufig eine Absicherung gegen ungünstige Renditeanstiege und das Inflationsrisiko.



<sup>4</sup> Core Plus ist ein Anlageverwaltungsstil, der es den Managern ermöglicht, eine Kernbasis von Beteiligungen mit Instrumenten zu ergänzen, die ein höheres Risiko, aber auch ein größeres Ertragspotenzial bieten.

<sup>5</sup> Eine Formel, die in Immobilien verwendet wird, um schnell die Rentabilität einer bestimmten Investition zu berechnen. Sie bestimmt den Umsatz und die Rentabilität der investierten Immobilien nach Abzug der notwendigen Betriebskosten.



## Aktienanlagen: Was kann die Inflation abfedern und zusätzliche Rendite generieren?

Obwohl die hohe Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2021 und 2022 von Rückgängen an den Aktienmärkten begleitet wurde, sind wir der Ansicht, dass eine moderate Inflation den Aktienrenditen nicht unbedingt schaden würde, wenn sie die aktuellen Erwartungen nicht übersteigt.

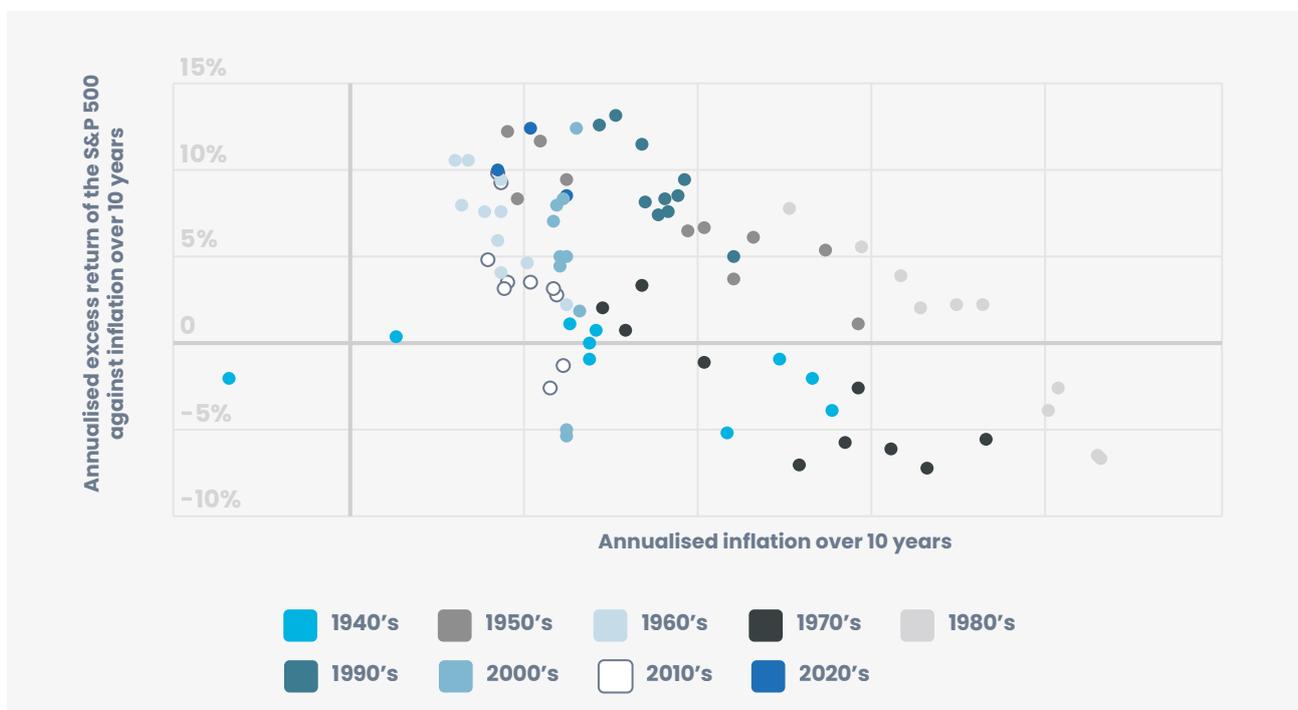
Zunächst müssen wir feststellen, dass das Gleichgewicht zwischen Beiträgen, Leistungen und Anlagerendite langfristig erreicht werden muss, was eine Planung über eine durchschnittliche menschliche Lebensspanne bedeutet.

Mit einem solchen Zeithorizont ist es sinnvoll, einige Risiken einzugehen und in höher erwartete Anlageklassen wie Aktien zu investieren. Im letzten Jahrhundert hat der S&P 500-Index im Durchschnitt etwa 6 % pro Jahr

abgeworfen, ohne Berücksichtigung der ausgeschütteten Dividenden. Im gleichen Zeitraum lag die Inflation bei fast 3 %. Langfristig sollte die Eigenkapitalrendite höher sein als die Preisinflation, denn Unternehmen passen ihre eigenen Preise an, um profitabel zu bleiben und profitieren von Produktivitätsgewinnen und Innovationen.

Die Überschussrendite von Aktien gegenüber der Inflation ist jedoch im Laufe der Zeit und über die verschiedenen Inflationsphasen hinweg nicht konstant, wie in der nachstehenden Abbildung gezeigt wird. Wenn die Inflation im Durchschnitt eines Jahrzehnts über 4 % liegt, nimmt die Überschussrendite von Aktien gegenüber der Inflation stark ab. Unter 4 % jährlicher Inflation bleibt die Überschussrendite jedoch im Allgemeinen stark positiv.

**Abbildung 12: Annualisierte Eigenkapitalleistung ohne Inflation über 10 Jahre (vertikale Achse) gegen eine annualisierte Inflation. 10 Punkte pro Jahrzehnt, jeder Punkt stellt ein Jahresende im Jahrzehnt dar**



Quelle: Bloomberg, S&P, USUS Statistisches Amt für Arbeit, Candriam per 09.09.2022. <https://bondvigilantes.com>

Solange das derzeitige Inflationsregime nicht wie in den 1970er und 1980er Jahren entgleist<sup>6</sup>, sollten Aktien weiterhin attraktive Renditen bieten, wenn sie an die Inflation angepasst werden. Und während dieser zwei Jahrzehnte war die Performance von Anleihen und Aktien etwa vergleichbar, so dass keine generische Standard-Asset-Klasse in der Lage war, eine signifikante Rendite über der Inflation zu erzielen.



<sup>6</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1109.pdf>



# **Es gibt keine Standardlösung. Wir haben jedoch die Instrumente.**

**Der Anstieg der Inflation und der Zinssätze hat ein Niveau erreicht, das in den letzten 40 Jahren nicht mehr zu beobachten war. Daher ist es sinnlos, in der jüngsten Vergangenheit nach vorgefertigten Lösungen zu suchen – es gibt keine.**

**Deshalb stehen die Pensionsfonds heute vor der dringenden Aufgabe, umsichtige, diversifizierte und flexible Anlagestrategien festzulegen, die sich leicht an die Marktbedingungen und ihr Finanzierungsniveau anpassen lassen. Viele Anleger, die in ihren Rentenportfolios stark in Anleihen engagiert sind, müssen unter Umständen auch ihr Matching von Aktiva und Passiva im Hinblick auf Duration und Inflationssensitivität überprüfen.**

**Wir müssen jedoch ein Wort der Vorsicht hinzufügen: Selbst bei der besten Wahl der Anlagen ist der wichtigste Aspekt einer zuverlässigen Altersversorgung die langfristige Finanzierungsstrategie, die auf Annahmen beruht und die ein vernünftiges Maß an Vorsicht widerspiegeln. Gute Anlageergebnisse sind wichtig, können aber nur selten einen Ausgleich für unzureichende Rentenbeiträge im Verhältnis zu den erwarteten Leistungen schaffen.**





**143 Mds €**

**Verwaltestes Vermögen  
am Ende Juni 2022**



**600**

**experten in  
Ihrem Dienst**



**25 Jahre**

**Vorreiter für  
nachhaltiges Investieren**

**Diese Marketing-Mitteilung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt, vorbehaltlich ausdrücklicher anders lautender Vereinbarungen, weder ein Kauf- oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente noch eine Anlageempfehlung oder Transaktionsbestätigung dar.** Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig.

**Warnung:** Die frühere Wertentwicklung eines bestimmten Finanzinstruments oder -index oder einer Wertpapierdienstleistung oder -strategie, die Simulation einer früheren Wertentwicklung und Angaben zur künftigen Wertentwicklung sind kein Indikator für künftige Ergebnisse. Die Bruttowertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten belastet werden. Wird die Wertentwicklung in einer anderen Währung als der des (Wohn)Sitzlandes des Anlegers ausgedrückt, unterliegt sie zudem Wechselkursschwankungen, die sich negativ oder positiv auf die Gewinne auswirken können. Wenn in diesem Dokument auf eine bestimmte steuerliche Behandlung Bezug genommen wird, hängen die diesbezüglichen Angaben von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und können entsprechend Änderungen unterworfen sein. , dass eine Investition in einen Fonds sich von einer Investition in Einlagen unterscheidet und dass das Kapital der Investition Schwankungen unterliegen kann. Der Fonds kann sich nicht auf externe Unterstützung verlassen, um seine Liquidität zu garantieren oder seinen Nettoinventarwert pro Anteil/Unit zu stabilisieren. Das Kapitalverlustrisiko wird vom Anleger getragen.

Candriam empfiehlt Anlegern, vor der Anlage in einen unserer Fonds stets die auf unserer Webseite [www.candriam.com](http://www.candriam.com) hinterlegten „wesentlichen Anlegerinformationen“ (KIIDs) sowie den Verkaufsprospekt und alle anderen relevanten Informationen zu berücksichtigen, einschließlich der Informationen zum Nettoinventarwert des Fonds. Informationen zu Anlegerrechten und Beschwerdeverfahren finden Sie auf den eigens für regulatorische Fragen eingerichteten Webseiten von Candriam unter <http://www.candriam.com/en/professional/legal-and-disclaimer-candriam/regulatory-information/>. Diese Informationen sind entweder in englischer Sprache oder in der Sprache der Länder erhältlich, in denen der Fonds zum Vertrieb zugelassen ist. Gemäß den geltenden Gesetzen und Vorschriften kann Candriam jederzeit beschließen, die Vereinbarungen über den Vertrieb eines bestimmten Fonds zu beenden.

Informationen zu nachhaltigkeitsbezogenen Aspekten: Die in dieser Mitteilung enthaltenen Informationen zu den nachhaltigkeitsbezogenen Aspekten sind auf der Candriam-Website <https://www.candriam.com/en/professional/market-insights/sfar/> verfügbar. Bei der Entscheidung für eine Anlage in das beworbene Anlageprodukt sollten sämtliche Eigenschaften und Ziele des angebotenen Anlageproduktes berücksichtigt werden, die im Fondsprospekt und in den den Anlegern gemäß den Vorschriften des anwendbaren Rechts offenzulegenden Informationsdokumenten beschrieben sind.



**CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.**  
**[WWW.CANDRIAM.COM](http://WWW.CANDRIAM.COM)**

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY