

PVI – The Global Investment Newsletter

19. Oktober 2021

Stagflation und die richtige Handelsstrategie

Kaum ein Thema wird momentan von Finanzbeobachtern mehr diskutiert wie die hohen Inflationsraten und die Frage, ob sich eine Stagflation im kommenden Jahr zeigen wird.

In unserem Blog-Artikel vom Mai 2020 haben wir die Möglichkeit einer Stagflation infolge des Corona-Bail-Outs bereits genauer beleuchtet.

[Wird die Corona-Krise zu höherer Inflation führen? | Prime View Insight \(prime-view-insight.com\)](#)

In den letzten Wochen wurde auch infolge der Äußerungen von Notenbankpräsident Powell die Erwartung der Marktteilnehmer an eine vorübergehende Inflation deutlich enttäuscht. Dies führte zu einem Anstieg in den langfristigen Staatsanleihen in USA und auch in Europa.

Chart: Rendite 10-jährige Bundesanleihe

DE10Y Chart

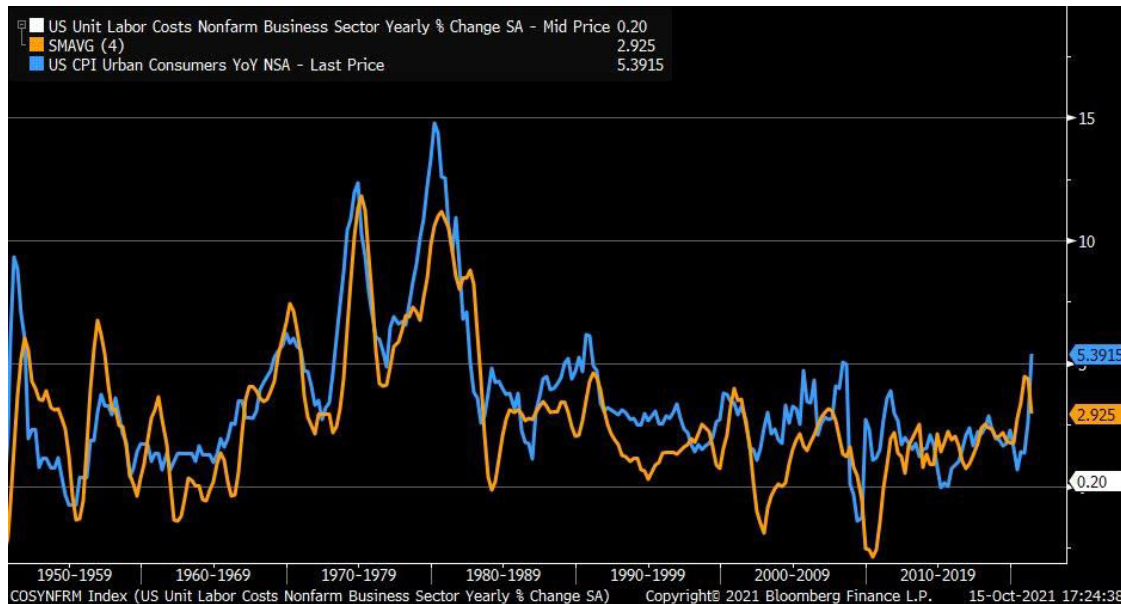


Quelle: tradingview.com

Wir gehen davon aus, dass die Inflationsraten, welche nun bei über 5% stehen im kommenden Sommer aufgrund des Vergleichseffektes und auch aufgrund der Behebung einiger Bottle-Necks im Angebot wohl etwas tiefer stehen wird als heute. Dennoch sehen wir keine Rückkehr zu den sehr geringen Inflationsraten von unter 2% von vor der Corona-Krise. Eher wahrscheinlich scheint ein Verharren der Inflationsraten bei 3-4%. Die Angebotsengpässe lassen sich nämlich nicht einfach durch ein Ende der Lockdowns beheben, sondern die neue Lage erfordert auch Investitionen in neue Chipfabriken etc., die erst in den kommenden Quartalen neues Angebot bringen können. In der Zwischenzeit geben die Unternehmen die gestiegenen Einkaufspreise - wo möglich - an die Endkunden weiter und dies führt momentan zu einem Zweitrundeneffekt in den Inflationsraten. Dieser sollte uns noch bis ins Jahr 2022 begleiten.

Da sich die Weltwirtschaft in Richtung 2022 etwas abschwächen sollte, rufen manche Beobachter nun eine Stagflation aus. Diese wäre dann aber (noch) nicht mit der Stagflation aus den 70ern vergleichbar, als sich damals eine echte Lohn- Preisspirale (unter dem Druck der Gewerkschaften) bildete.

Chart: Inflationsraten (blau) und Lohninflation (gelb), USA, seit 1950



Quelle: Bloomberg

Vor diesem Hintergrund sehen wir zwar schon ein allmähliches Ende der QE-Programme der Notenbanken, nicht jedoch eine echte Straffung der geldpolitischen Zügel. Solange sich noch kein starker Lohndruck abzeichnet sollte die FED die Zinsen langsam, auf jeden Fall aber unterhalb der Inflationsrate bleibend, anheben. Die Angst vor einem frühzeitigen Abwürgen der Wirtschaft oder vor einem Chaos an den Finanzmärkten (die Wertpapierkredite sind auf Rekordhöhen!) ist zu groß.

Daher wird man die Inflation noch eine Weile länger tolerieren. Dies heißt jedoch nicht dass die Zinsen am langen Ende, die eher vom Markt gesetzt werden, nicht schubweise von heute 1,5% auf 3-3,5% in 1 Jahr steigen können. (in D von -0,2% auf 1,5-1,8%). Ein Zinsabstand von 0% am kurzen und 3,5% am langen Ende war historisch gesehen keine Seltenheit.

Chart: Abstand 10-jähriger Zins und FED-Fund Rate seit 1980



Quelle: St. Luis FED

Dennoch würde dieser Anstieg der langfristigen Zinsen seine Spuren am Aktien- und vor allem am Immobilienmarkt hinterlassen. Wir weisen nochmals daraufhin, dass es ein Trugschluss ist anzunehmen, dass die Sachwerte wie Immobilien oder Aktien bei einer anziehenden Inflation sowieso steigen müssen. Bei extrem niedrigen Zinsen, hohen KGVs und einer anziehenden langfristigen Rendite ergibt sich ein leicht negativer Effekt auf den Aktienmarkt und ein deutlich negativer Effekt auf den deutschen Immobilienmarkt.

Wir haben die Sensitivitäten anhand von DCF-Modellen getestet und sehen bei einem Zinsanstieg am langen Ende um 2%-Punkte folgende Effekte:

- SP500: -7 bis -15%
- Nasdaq: -10 bis -20%
- Immobilien: -10 bis -25%

Sollte der Zinsanstieg sich – wie es wahrscheinlich ist – über mehrere Quartale hinziehen, so würde der Anstieg der Unternehmensgewinne einen Teil dieses Effektes auffangen können.

Daher sehen wir für den S&P500 für die kommenden 12 Monate einen bestenfalls seitwärts-laufenden Markt. Der Nasdaq könnte sich noch schwerer tun.

Insbesondere bei den deutschen Wohnimmobilien könnte dieser Zinsanstieg jedoch das Platzen der Preisblase ab 2022 einläuten. Wir empfehlen hier die momentanen hohen Preise zum Verkauf von Altbeständen zu nutzen und mit Neu-Engagements abzuwarten. Das Risiko ist auf dem momentanen Niveau enorm – Immobilien haben eine enorme Zinssensitivität in der momentanen Konstellation.

Daher empfehlen wir eine Stock-Picking Strategie für die kommenden Quartale, wobei man sich auf Unternehmen konzentrieren sollte, die nicht stark von anziehenden Zinsen beeinträchtigt werden. Dies wären

- Unternehmen, die die Inflationsraten gut weitergeben können
- Aktien mit eher niedrigen Bewertungen (KGVs)
- Unternehmen mit Pensionskassendefiziten
(diese sinken bei steigenden Zinsen)

In diese Kategorie fallen auch einige Zykliker, wobei man bedenken muss, dass viele dieser Sektoren momentan heiß gelaufen sind und eine Sonderkonjunktur durchleben.

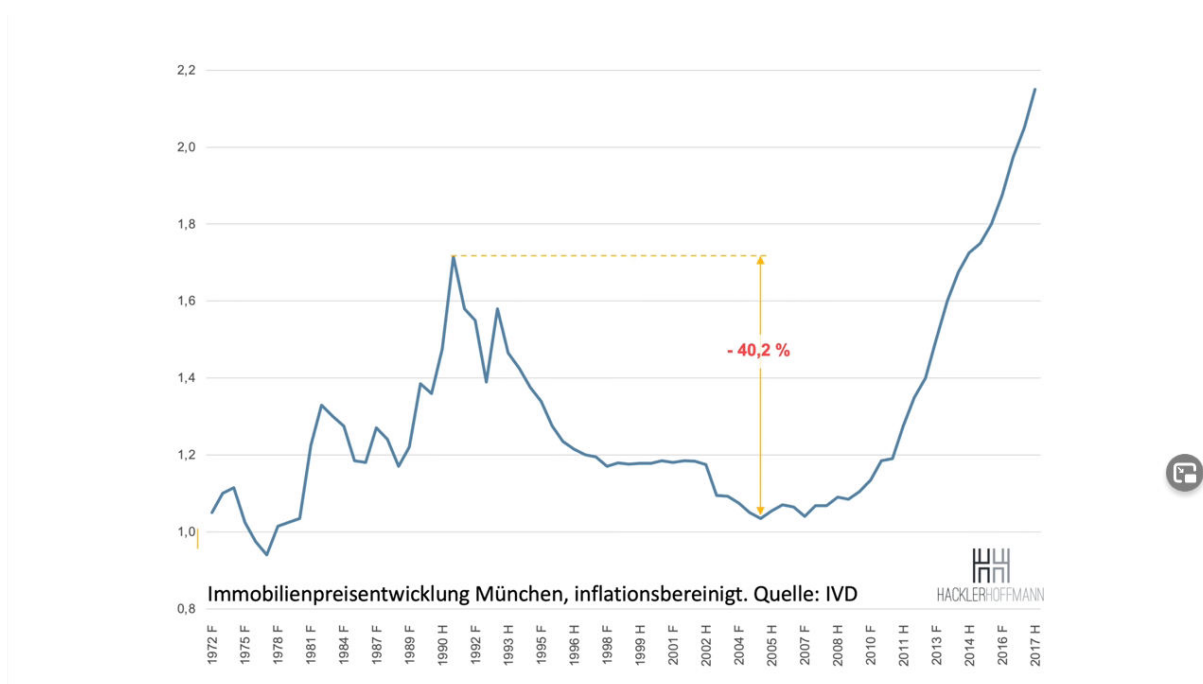
Bei Anleihen sollte man sich zurückhalten und falls nötig, nur auf kurzlaufende Anleihen setzen, da man sonst ein hohes Zinsänderungsrisiko fährt. Anleger, die Expertise in Hochzinsanleihen haben, können hier in den Kurzläufnern noch positive Renditen einfahren. Für die meisten Privatanleger ist es jedoch besser auf Aktien von guter Qualität mit relativ niedrigen Bewertungen zu setzen.

Immobilien

Der Anstieg der deutschen Wohnimmobilienpreise geht nun schon ins 13. Jahr. Die Preise haben sich in vielen Städten verdreifacht und liegen nun auf teils extrem hohen Niveaus. Die Mieten sind den

Zeitraum über auch deutlich gestiegen, meist jedoch um 60-80%. Der Rest des Preisanstieges geht somit einerseits auf die Unterbewertung der Immobilien in den Jahren 2008/9 und vor allem auch auf den Verfall der Zinsen am langen Ende zurück. Inzwischen sind die Preise in München z.B. auf dem Niveau von Zürich oder Paris – obgleich dort die Einkommen deutlich höher sind. Selbst in Manhattan werden Preise von ca. 13-15.000 Euro pro m2 bezahlt, München liegt in der Innenstadt bei 12.000 Euro. Interessanterweise sind die Preise in New York seit den Exzessen vor der Finanzkrise 2007 eher leicht gefallen und bieten sogar Mietrenditen von 4-6% momentan. In München liegt dieser Wert unter 2,5%. Das Zinsänderungsrisiko ist enorm, ein leichter Zinsanstieg in 2022 könnte den Markt vor Probleme stellen.

Chart: Immobilienpreisentwicklung München, inflationsbereinigt, indexiert.



Quelle: IVD

Dass Immobilienpreise in München auch fallen können zeigt obiger Chart. In realen Preisen verloren die Immobilien in München seit dem Peak nach der Wiedervereinigung bis zu 40%. Ein Großteil dieses Verlustes wurde jedoch von der Inflation erzeugt – die Kaufpreise fielen bis 2007/8 nominal gesehen nur wenig. Angemerkt sei, dass diese Daten nur bis Ende 2017 reichen – heute liegen wir nochmals ca. 30% höher.

Edelmetalle

Das oben beschriebene Szenario spricht auch für einen Anstieg der Edelmetallkurse. Diese werden interessanterweise von vielen Investoren momentan links liegen gelassen und bieten ein interessantes mittel- und auch längerfristiges Einstiegsniveau an. **Unserer Meinung nach irren viele Kommentatoren darin, dass steigende Zinsen mit fallenden Goldkursen einhergehen müssen.** Dies ist nicht zwingend der Fall – insbesondere dann nicht, wenn die Marktteilnehmer verstehen, dass die Notenbank die Zinsen nur langsam und hinter der Inflation anheben wird. Dies war in den deutlichen Anstiegen der Goldpreise von 2003 bis 2007 und auch während der 70er Jahre der Fall. Genauso wie

in den 2000er Jahren befindet sich die USA auch heute im sog. „Twin-Defizit“ (klaffende Haushaltslücke und Handelsbilanzdefizit) welches durch die extremen Stimulus-Maßnahmen verursacht wurde. Wir sehen es daher nur eine Frage der Zeit an, bis der Gold- und Silberpreis wieder auf bzw. über die Hochs vom Sommer 2020 steigen wird.

Die Aktien der Goldminen und Explorationsfirmen haben relativ zum Goldpreis noch stärker gelitten und bieten interessante Einstiegsmöglichkeiten.

Chart: Goldpreis (GLD), S&P500 (SPY) und Gold Miners Index (GDX) sei 2005



Quelle: greenenergyinvestors.com

Daher halten wir an den Minenwerten in unseren Musterdepots fest. Insbesondere **Wallbridge Mining** sollte Ende Oktober die erste offizielle Ressourcenschätzung vorlegen – dies könnte den stark unterbewerteten Kurs deutlich antreiben. Der Merger bei **Golden Valley und Abitibi Royalties** sollte im November von statten gehen und man sollte neue GROY-Aktien erhalten können. Golden Valley und Abitibi handeln immer noch zu einem Discount von gut 10% zu Gold Royalty (GROY). Bei **Vizsla Silver** erhielten wir nach dem Spinoff der Kupfer-Explorationsgesellschaft Aktien in Vizsla Copper. Diese behalten wir im Depot. Bei **Fortitude Gold** wurde die Dividende nun abermals erhöht und beträgt nun 0,48 USD pro Jahr. Bei einem Kurs von 7 USD ist dies eine Rendite von 6,8%. Da wir davon ausgehen dass Fortitude in den kommenden Quartalen eine Erweiterung der Ressourcen bekanntgeben wird, denken wir dass die Isabella Pearl Mine noch weit nach dem Jahr 2024 gute Cash Flows erzielen wird. Daher sollte man diese Aktie weiter im Depot lassen.

News zu Aktien in unseren Portfolios oder auf unserer Watchliste

Bei **Nextcure** sind einige Investoren aufgesprungen, die sich wohl Richtung 12. November positionieren – dann werden nämlich die nächsten wichtigen Daten zu den Krebsmedikamenten bekanntgegeben. Sollten diese positiv ausfallen, könnte der extrem unterbewertete Kurs wieder anspringen. Nicht nur Mitte November, sondern auch im 1. Halbjahr 2022 werden hier weitere Studienergebnisse erwartet. Der Titel bietet eine aussichtsreiche Spekulation.

Bei **Rafael Holdings** wurde ein weiterer wichtiger Posten mit Dr. Huizinga besetzt. Dr. Huizinga wurde ebenfalls von der Onkologieabteilung von Novartis USA (neben CEO Malik) abgeworben. Dies ist als sehr positiv zu werten – man bereitet sich hier auf eine Zulassung von Devimistat vor. Wir gehen davon aus dass die Phase III Daten noch in Q4 veröffentlicht werden und positiv ausfallen. Auf dem momentanen Niveau von ca. 32 USD bietet sich eine aussichtsreiche („Event-Driven“) Spekulation an.

Konservatives Musterdepot: (Startwert am 13.01.2021: 100.000 Euro)*

Performance 2021: -0,59%*

17.125	Euro ENAV Spa (Einstand 3,58 Euro, Kurs aktuell: 3,99 Euro)
17.081	Euro China Mobile (Einstand 47,6 HKD, aktuell 48,8 HKD)
8.760	Euro Barrick Gold (Einstand: 23,6 USD, Kurs aktuell: 19,4 USD)
14.600	Silber ETF (Einstand 19,88 Euro, aktuell: 19,2 Euro)
14.101	Gold Junior Miners ETF (Einstand 34,9 Euro, aktuell 32,0 Euro)
27.742	Euro Cash

99.409 Euro Gesamtwert per 19.10.2021

Transaktionen: Verkauf AT&T, Verizon, Erhalt auszahlung S&P 500 Put-Optionen (zu 2,5 Euro)

Im Konservativen Musterdepot werden Werte vorgestellt welche ein eher risikoarmes Geschäft und sehr starke Bilanzen haben. Dazu werden auch dividendenstarke Werte vorgestellt, da selbst die Anleihe-ETFs in USA momentan kaum noch Zinsen abwerfen, bzw. das Risiko einer solchen Anlage längerfristig sogar höher ist als eine gute Auswahl solider Dividentitel.

Die Renditeerwartungen werden natürlich nicht an das spekulative Depot reichen können. Generell sind wir hier mit Renditen von 7-10% p.a. zufrieden, durch geschicktes Timing ist unter Umständen noch mehr zu erzielen.

Spekulatives Musterdepot: (Startwert am 01.01.2020: 100.000 Euro)

Zuwachs in 2020: +22,89%*

Zuwachs in 2021: +40,48%*

25.566	Euro Nextcure Inc. (Einstand 6,84 USD, Kurs: 8,7 USD)
18.892	Euro Rafael Holdings (Einstand 36,4 USD, Kurs: 32,4 USD)
7.922	Euro Silber Call-Option (Einstand 6,5 Euro, Kurs aktuell: 5,15)
10.386	Euro Abitibi Royalties (Einstand 28,5 CAD, Kurs 28,6 CAD)
10.470	Euro Golden Valley (Einstand 12,8 CAD, Kurs: 12,95 CAD)
20.363	Euro Wallbridge Mining (Einstand 0,63 CAD, aktuell 0,57 CAD)
3.931	Euro Troilus Gold (Einstand 1,09 CAD, aktuell 0,87 CAD)
7.880	Fortitude Gold (Einstand 5,5 USD, aktuell: 7,10 USD)
9.090	Vizsla Silver (Einstand 1,85 CAD, aktuell: 2,43 CAD)
1.354	Vizsla Copper (Einstand 0,28 CAD – spinoff)
6.738	Discovery Silver (Einstand 2,37 CAD, aktuell: 1,52 CAD)
6.467	Gogold Resources (Einstand 2,60 CAD, aktuell: 3,23 CAD)
43.581	Euro Cash

172.640 Euro Gesamtwert per 19.10.2021

Transaktionen:

Erhalt Spinoff Vizsla Copper, Auszahlung S&P 500 Put-Optionen (zu 2,5 Euro),

Im spekulativen Portfolio werden Werte vorgestellt, welche sehr hohes Potential haben. Die Risiken sind jedoch auch hoch – daher sollten Anleger verstehen, dass nicht jede Spekulation aufgehen muss um unter dem Strich gut zu verdienen.

*Wir legen eine vereinfachte Abgeltungssteuer von 25% beiden Portfolios zu Grunde (berechnet jeweils nach einem Verkauf von Positionen). Die Wechselkursveränderungen werden in den Werten mitberücksichtigt, aus Gründen der Übersichtlichkeit jedoch oben nicht angezeigt).