

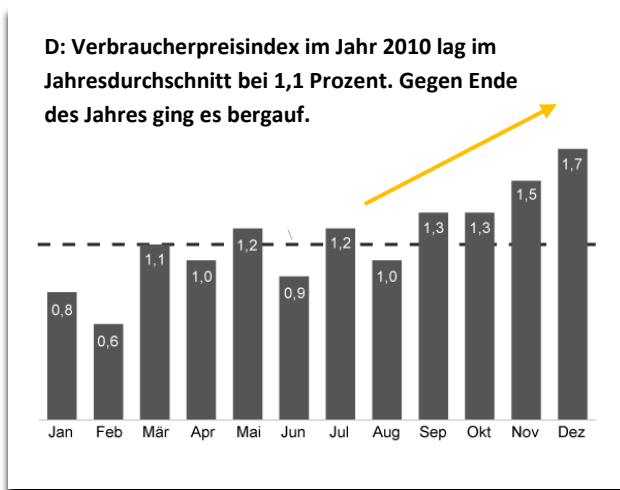
MAVEST SPECIAL REPORT

Die Rückkehr der Inflation

Im letzten Jahr orakelten viele Ökonomen noch über die Gefahr einer Deflation. Insbesondere in den USA wurde die Gefahr an jeder Ecke beschworen. Der Hintergrund war der verständliche Wunsch von Wall Street eine Periode niedriger Leitzinsen zu sehen. Inzwischen ist das D-Wort wieder aus der Mode. Greifbarer ist das ökonomische Gegenstück: die Inflation.

Als Inflation bezeichnen Wirtschaftswissenschaftler ein bekanntes Geldwertphänomen. Ein sinkender Geldwert bedeutet, dass man für die gleiche Geldmenge eine geringere Gütermenge erhält. Oder ganz praktisch formuliert: Kauft eine Mutter für ihre Kinder in einem Jahr zehn Packungen an Windeln für einen bestimmten Geldbetrag, und im Folgejahr bekommt sie nur noch neun ebenso große Packungen für die gleiche Summe, dann ist die Familie das Opfer einer zehnprozentigen Inflation geworden.

Allerdings sprechen Ökonomen nicht von Inflation, wenn nur einzelne Güter teurer geworden sind, sondern wenn sich dieser Effekt in der Breite vieler Güter bemerkbar macht. Inflation wird daher statistisch anhand von vielen Preisen gemessen und nur dann ausgerufen, wenn das allgemeine Preisniveau messbar gestiegen ist. Ein Konzept zum Messen des Preisniveaus ist dabei der so genannte Warenkorb. Dahinter steckt die Idee, dass man die Kaufgewohnheiten der Verbraucher beobachtet und die Auswirkungen von sich ändernden Preisen auf einen fiktiven Haushalt ermittelt. Inzwischen arbeiten Statistiker mit anderen präziseren Methoden, aber das Prinzip der Bindung an die Verbrauchsgewohnheiten ist weiterhin gültig.

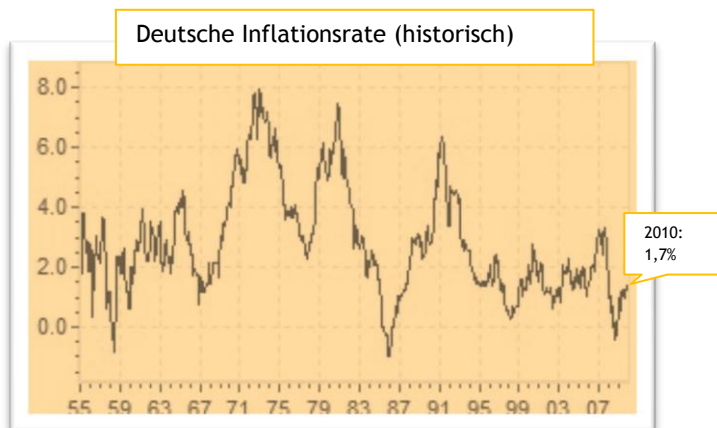


Der Verbraucherpreisindex (VPI) wird in Europa als harmonisierter Index (HVPI) berechnet. So sind Inflationsraten über Ländergrenzen hinweg vergleichbar. Grundsätzlich sollte man bei aller Statistik jedoch bedenken, dass jeder Verbraucher eigene Konsumgewohnheiten besitzt und daher unterscheiden sich Preissteigerungen individuell. Als Vergleich: Der HVPI für Deutschland lag im Dezember bei 1,9 Prozent und damit 0,2 Prozentpunkte über dem VPI.

Zunächst ermitteln Statistiker den Preisauftrieb für unterschiedliche Warengruppen wie Lebensmittel, Elektronik, Wohnkosten und Energiekosten. Mit Hilfe eines Wägungsschemas wird der Index dann berechnet. Dabei gibt es zwischen Single-Haushalten und Familien-Haushalten natürlich Unterschiede, die der Index ebenfalls abzudecken versucht. Der häufig zitierte Preisindex kalkuliert mit den typischen Produkt- und Dienstleistungskäufen einer vierköpfigen Familie. Was in der obigen Grafik noch nicht dramatisch aussieht, ist ein möglicher Beginn steigender Preise in Deutschland

und in Europa insgesamt. Denn die Preissteigerung ist die hochgerechnete Jahresteuering im Vergleich zum jeweiligen Vorjahresmonat.

Volkswirte sehen in der Ausweitung der Geldmenge einen Inflationstreiber. Bei gleicher Gütermenge müssen die Preise steigen - so die Theorie. In den letzten Monaten haben die Europäische Zentralbank und vor allem die US-Notenbank Fed die Welt mit ihrem Geld geflutet. Kritiker dieser statischen Betrachtungsweise führen an, dass die Kreditvergabe immer noch gering sei und daher das Geld noch nicht preiswirksam ist. Dahinter stecken laut Ökonomen denken so genannte Multiplikator-Effekte: Geld muss in Umlauf gebracht werden. Banken vergeben Kredite usw.



In den beiden Grafiken sind die Unterschiede der Entwicklung von Inflationsraten nach Angaben der Statistikämter zu erkennen. Die Ölpreiskrise Anfang der 70er-Jahre ist erkennbar. Aus heutiger Sicht etwas überraschend ist, dass die Schweiz damals eine höhere Teuerung als Deutschland aufwies. In Börsenbegriffen formuliert war die Inflation in Deutschland jedoch deutlich volatiler als die Teuerung in der Schweiz. Bemerkenswert ist für Goldanhänger folgender Zusammenhang: Ende der 80er-Jahre stieg die Inflation kräftig an. Der Goldpreis hingegen blieb weitgehend unverändert.

Seit 1995 bis 2010 ist in Euroland die Geldmenge M3 - eine bestimmte Abgrenzung der Steuerungsgrößen von Zentralbanken - um 150 Prozent gestiegen, während die Wirtschaftsleistung im gleichen Zeitraum um 70 Prozent zulegen konnte. Das naive Geldmengenkonzept zur Erklärung von Inflation ist jedoch inzwischen unter Ökonomen umstritten. Man wird also etwas genauer hinschauen müssen.

Was genau die Ursachen der Inflation sind, kann letztlich dem Anleger egal sein. Er muss sich nur mit der Frage beschäftigen, ob und wie schnell sein Geld an Wert verliert. In den 70er und 80er-Jahren lag die Teuerung erkennbar deutlich höher als zurzeit. Und gerade in Deutschland gibt es angeblich eine große Angst vor einer hohen Inflationsrate. Andere Länder und ihre Bewohner sind bei Inflationsängsten weniger sensibel. Die Italiener beispielsweise mussten mit ihrer damaligen

Währung - der Lira - schon einiges mitmachen. 1975 beispielsweise lag die italienische Inflation bei fast 25 Prozent. Japan beklagte in den 70er-Jahren ebenfalls für drei Jahre Preissteigerungen von etwa 25 Prozent. Die Gefahr einer Hyperinflation (zehn Prozent oder mehr Geldentwertung am Tag) dürfte in Zeiten der Globalisierung ohnehin nicht mehr bestehen. Auf der anderen Seite haben sich die meisten Bewohner von Industrieländern an eine Inflation unter oder nahe bei zwei Prozent gewöhnt. Natürlich schwanken die Inflationsraten in den einzelnen Staaten des Euroraums, aber die Inflationsraten der Länder liegen insbesondere im Vergleich zu Zeiten vor der Gemeinschaftswährung auf einem solideren Pfad.

Steigende Preise: Weltweiter Trend?

Bedrohlich: Die Bank of England (BoE) rechnet aktuell mit einem weiter zunehmenden Inflationsdruck. Im Dezember 2010 lag der Preisauftrieb bei 3,7 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Der Notenbankchef Mervyn King und seine Mitstreiter verzichteten dennoch auf ein geldpolitisches Gegensteuern der BoE. Bei isoliertem Betrachten des Inflationsziels, das eine Jahresteuern von 2,0 Prozent als verträglich definiert, müsste die Notenbank aktiv werden und die Zinsen eigentlich anheben. Diese Maßnahme passt jedoch zurzeit nicht in die konjunkturelle Landschaft, da steigende Zinsen in einer Schwächephase die Volkswirtschaft weiter belasten würden. Die britische Notenbank orakelte sogar von einer Inflationsrate von bis zu fünf Prozent. Die Ursache für die Teuerung seien einmalige Effekte, die die BoE in währungsbedingt steigenden Importpreisen und steigenden Energiekosten ausmachte. Letztlich steht langfristig die Glaubwürdigkeit der Bank of England auf dem Spiel und man wird beobachten müssen, wie lange die Notenbanker ihr Nichteingreifen noch mit rhetorischen Kniffen erklären können.

In Deutschland regiert seit Einführung des Euro die Europäische Zentralbank (EZB). In der Schweiz ist die Schweizer Nationalbank zuständig. Im Januar stieg die deutsche Teuerungsrate von 1,7 Prozent ersten Prognosen zufolge auf 1,9 Prozent. Frankreich liegt etwas darüber. In der Schweiz lag die Inflation bei 0,5 Prozent. Die deutsche Teuerungsrate ist insofern bemerkenswert, als in der Vergangenheit die EZB wegen der niedrigen deutschen Inflationszahlen eine wohlfeile Ausrede für ihr Nichtagieren parat hatte. Nachdem die stärkste und größte Volkswirtschaft im Euroraum jetzt ebenfalls stärkere inflationäre Tendenzen zeigt, kommt der EZB-Rat unter Handlungsdruck. In Ländern wie Griechenland und in anderen Peripherie-Staaten liegt die Inflation ohnehin schon längere Zeit über den gewünschten zwei Prozent. In Euroland war 2010 eine durchschnittliche Inflationsrate von 2,2 Prozent festgestellt worden - Tendenz steigend. Im Januar lag die Teuerung auf Jahresbasis schon bei 2,4 Prozent. Denn die Importpreise stiegen zuletzt an.

In den USA ist ebenfalls eine höhere Teuerung als zuvor zu beobachten. Die letzten Zahlen deuteten 2010 auf eine Preissteigerung von 1,5 Prozent hin. Dauerhaft wäre für die USA ein schwacher US-Dollar übrigens nicht nur ein Segen: Denn die Kosten für Rohstoffe, Dienstleistungen und Waren könnte die eigenen Produkte verteuern, was wiederum zu Lasten der eigenen Wettbewerbsfähigkeit geht.

Ein völlig anderes Szenario ist in Japan zu begutachten. Japan war nach Platzen einer Immobilienblase in den 90er-Jahren in eine Deflationsfalle geraten - mit niedrigen Zinsen, rückläufigen Preisen und geringem Wachstum - aus dieser Spirale konnte sich das Land nur zuletzt etwas erholen, bis dann die Finanzkrise kam. Selbst jetzt liegt der Preisauftrieb im Land bei null.

Schwellenländer kennen ohnehin höhere Inflationsraten. Der Grund dafür dürfte in den steigenden Einkommen der Einwohner dieser Länder zu finden sein. Unternehmen versuchen dann ihre Preisspielräume auszunutzen und die ansteigende Kaufkraft der Bevölkerung für Preissteigerungen zu nutzen. Hinzu kommen vor allem steigende Immobilienpreise und damit Wohnkosten. In China

herrscht seit Jahren eine hohe Inflationsrate von zuletzt 4,6 Prozent. In Indien liegt die Teuerung bei über acht Prozent und in Brasilien stiegen die Preise um fast sechs Prozent.

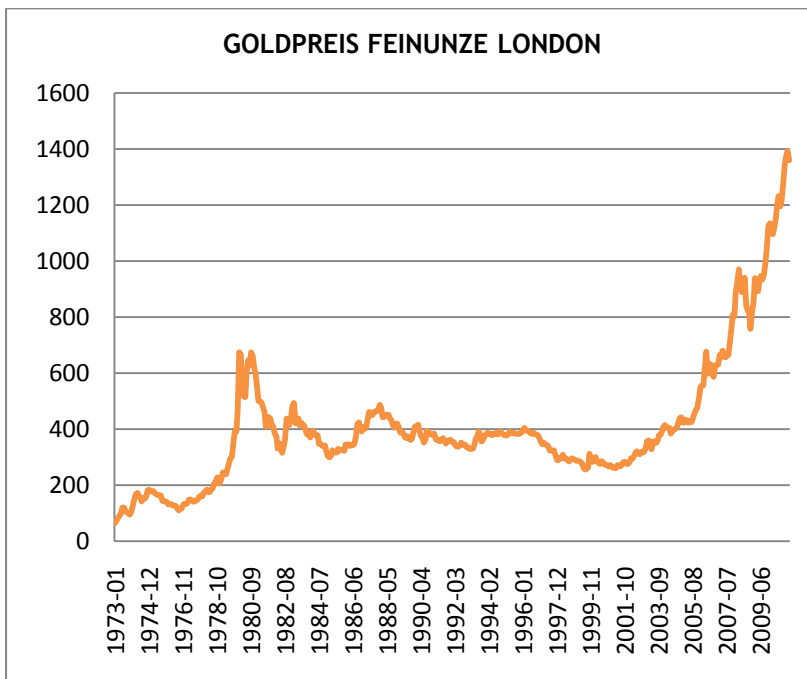
Wie können Anleger ihr Kapital vor Inflation schützen

Es gibt eine Reihe von Empfehlungen, die als Antwort auf Inflations Sorgen gegeben werden. Bei manchen Empfehlungen dürfte die Begründung im eigenen Bauchladen der Verkäufer zu finden sein. Grundsätzlich kann Geldentwertung durch Investments in Sachwerte kompensiert werden. Richtig ist aber auch: Zurzeit ist in der Schweiz und im Euroraum noch keine allzu hohe Teuerung zu beobachten und Anleger sollten eigene Investments nicht in erster Linie aus Gründen des Inflationsschutzes auswählen. Aber gehen wir die Anlagealternativen einmal durch: Beliebte und oft empfohlene Objekte zum Inflationsschutz sind Immobilien und Gold. Andere empfehlen Aktien. Und diejenigen mit Kunst im Bauchladen empfehlen Gemälde oder Skulpturen als Geldanlage. Zu den Liebhaberinvestments gehören Uhren, Oldtimer, Weine und Diamanten.

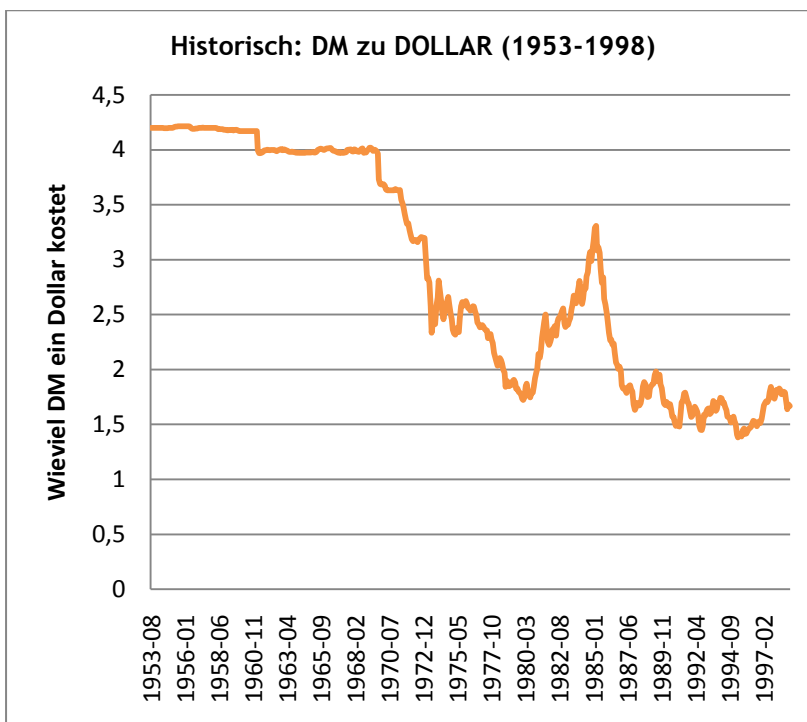
Beginnen wir mit Kunst, Uhren, Diamanten und Oldtimern. Bei diesen Investments gehört Expertise bei der richtigen Auswahl der Anlagegüter zwingend dazu. Auch ist die Frage zu beantworten, ob und wann man diese Güter verkauft bekommt. Die Marktliquidität ist nicht mit der an Börsen vergleichbar. Auch hier ist eine gute Marktkenntnis notwendig. Grundsätzlich ist das nicht zu kritisieren, aber ob sich unerfahrene Investoren einen Gefallen damit tun ist eine immer berechtigte Frage bei solchen Kapitalanlagen. Als Manko bleibt in jedem Fall ein wenig transparenter Markt mit einer vergleichsweise geringen Marktliquidität.

Gold steht wie kein anderes Gut im Ruf, als Inflationsschutz geeignet zu sein. Von dem gelben Metall geht seit jeher eine sonderbare Anziehungskraft aus. Allerdings ist Gold gar nicht so einfach zu handeln wie viele denken: Die Handlingkosten für Gold sind vergleichsweise hoch und reduzieren mögliche Kursgewinne. Die Finanzbranche hat auf den Trend reagiert und Konstruktionen zur physischen Hinterlegung von Gold geschaffen. Dennoch haben Goldinvestments einige Eigenschaften, die nicht nur vorteilhaft sind. Zunächst ist zu erwähnen, dass Gold keine regelmäßigen Erträge abwirft. Damit verzichten Anleger auf ihren wichtigsten Verbündeten im eigenen Sparprozess: den Zinseszinsseffekt. Dabei investieren Anleger die Erträge erneut und erzielen dadurch weitere Erträge. Einen ähnlichen Effekt erzielen Anleger durch thesaurierte Gewinne bei Aktiengesellschaften. Oder Trader durch das Anpassen von Positionsgrößen.

Historische Renditen haben zwar keine Aussagekraft für künftige Wertentwicklungen, entmystifizieren jedoch das eine oder andere Investment. Gold beispielsweise rentiert auf US-Dollar-Basis historisch betrachtet mit etwa 7,50 Prozent pro Jahr. Rentenpapiere brachten im Vergleichszeitraum ungefähr eine ähnliche Rendite (7,10 bis 7,30 Prozent) und die Aktienmärkte brachten bei Langfristbetrachtungen zwischen sechs und neun Prozent auf die Rendite-Waage. Am Aktienmarkt ist jedoch Timing alles - die langfristigen Renditen streuen je nach Einstiegsjahr. Auch Gold ist ein Gut, das gutes Timing benötigt - Anfang der 70er-Jahre wurde das Edelmetall zum Handel freigegeben. Der Preis stieg zunächst von etwa 100 US-Dollar auf 700 US-Dollar. In den Jahren 1980 bis 2000 fristete Gold jedoch eher ein Schattendasein und notierte zwischen 300 und 400 US-Dollar. Erst im letzten Jahrzehnt konnte Gold wiederum kräftig zulegen. Vergleicht man die Kapitalertragskurven von Gold und diejenige von festverzinslichen Wertpapieren, dann fällt auf, dass Rentenpapier bei ähnlicher Gesamrendite eine viel stetigeren Kurvenverlauf anbieten. Aber auch diese Betrachtung soll nicht den Stab über das Edelmetall brechen. Relevanter: Der Goldpreis wird in US-Dollar angegeben. Man wird also vergleichend die Wertentwicklung der US-Währung betrachten müssen.



Der Goldpreis ist angegeben für eine Feinunze Gold. Amtlich sind damit 31,1034768 Gramm Gold gemeint. In der Zeit vor 1973 unterlag der Goldpreis keinem freien Markt. Die Europäische Zentralbank gibt für den Zeitraum davor den offiziellen Ankaufskurs der Bank of England als Referenzgröße an.



Der Wechselkurs der D-Mark war zunächst eine Veranstaltung von politischen Entscheidungen. Bei etwas weniger Verklärung fällt jedoch auf, dass die Mark Anfang der Achtziger Jahre eine Krise durchmachte. Deutschland litt damals unter politischen Unsicherheiten und einer hohen Arbeitslosigkeit. Dennoch muss man als Goldinvestor akzeptieren, dass man am 1.1.73 noch 3,1973 DM je US-Dollar zahlen musste. Ende 1998 waren es nur noch 1,6686 DM. Der US-Dollar hatte knapp 48 Prozent an Wert verloren.

Nach der D-Mark folgte das Jahrzehnt des Euro, der ebenfalls nach Anfangsschwierigkeiten zum US-Dollar zulegen konnte. In der Summe verlor der US-Dollar von 1973 bis 2010 fast 60 Prozent seines Wertes. Für Europäer stellt sich also die Entwicklung des Goldpreises viel weniger attraktiv dar als für Goldanleger aus den USA. Die Rendite des Goldinvestments seit 1973 liegt damit sogar unter vier Prozent pro Jahr. Am 4.1. 1998 notierte der Euro mit 1,1789 US-Dollar. Nach Anfangswirren ging es hauptsächlich nach oben. Erst die Finanzkrise gab dem US-Dollar eine Verschnaufpause. Aktuell liegt das Niveau bei 1,36 US-Dollar je Euro.

Gold ist also ein geeignetes Beispiel für einen Mythos. Inflation ist nur ein Scheinargument für das Spekulationsobjekt Gold. Gold zeigt weder eine gegenläufige (übermäßige) Preisbewegung zur Teuerungsrate noch eine im Vergleich zu anderen Anlageformen historisch belegbare überdurchschnittliche Kursentwicklung. Wenn man so will handelt sich der Investor über den Kauf von Gold ein Wechselkursrisiko ein.

Aus den hier beschriebenen Zusammenhängen sollten Anleger nicht schlussfolgern, dass Gold bei Inflations Sorgen als Anlageobjekt nicht geeignet ist, aber der Goldpreis ist genauso eine Spekulation wie andere Kapitalanlagen auch. Gibt es ständig neue Interessenten für Gold, dann steigt der Preis. Erlahmt das Interesse, dann fällt der Preis des Goldes. Der Rest ist Erfindung.

Ein anderes Investment, das immer wieder zur Inflationsprophylaxe genannt wird, ist die Immobilie. Immobilien sind in der Tat nicht so starken Schwankungen ausgesetzt. Das liegt alleine schon an der fehlenden Börsennotierung. Stattdessen kommen Wertansätze zum Einsatz. Wer in Immobilien investiert, der sollte auf die Lage seines Investitionsobjektes achten. Auch ist es ein Unterschied, ob man in eine der neu entstandenen Ferienimmobilien in Spanien investiert, die inzwischen Hunderttausendfach leer stehen, oder in eine Schweizer Immobilie an einem Top-Standort. Aber auch bei Immobilien gibt es einen Mythos, der sich zu halten scheint: Kaltmieten sind aufgrund von Schutzgesetzen oft nur schwierig anzuheben und daher bietet die Immobilie zwar einen Sachwert, die Rendite könnte aber bei einer stark steigenden Teuerung schnell sehr gering ausfallen oder gar hinter der Teuerung zurück bleiben. Wenn es gelingt die Miete zu indexieren - also an einen Preisindex zu koppeln, dann ist eine Immobilie ein geeignetes Instrument zur Inflationssicherung. Also kommt es auch hierbei auf einige Details an und ein genereller Ratschlag zu Immobilieninvestments als Inflationsschutz ist etwas oberflächlich. Aus Sicht eines Traders haben Immobilien den Nachteil einer undurchsichtigen Preisfindung. So behelfen sich Immobilienfonds mit Gutachten zur Wertermittlung, die nur eine Indikation geben.

Andere empfehlen Aktien als Sachinvestments, um Anleger vor Inflation zu schützen. Auch hier stimmt die Argumentation meist nicht in ihrer Einfachheit. Denn wer will schon das eigene Unternehmen verwertet sehen? Maschinen und andere Anlagen müssen aber im Falle einer höheren Inflation zu möglicherweise höheren Preisen neu beschafft werden und höhere Löhne fallen wahrscheinlich auch an. Inflation ist also zunächst eine unternehmerische Herausforderung für Unternehmenslenker. Steigende Preise werden sich also zunächst in den Kosten der Unternehmen breit machen und das dürfte Aktieninvestments tendenziell schaden. So meldeten die Statistiker Ende 2010 einen Anstieg der deutschen Importpreise um zwölf Prozent. Nicht jedes Unternehmen kann die Folgen steigender Preise für die eigene Kostenrechnung an die Kunden weiterreichen. Gelingt das in einer Phase steigender Teuerung jedoch nicht, geht der Gewinn des Unternehmens tendenziell zurück. Zudem: Gerade am Aktienmarkt benötigen Anleger ein gutes Timing für den Ein- und Ausstieg.

Eine andere Möglichkeit sich gegen Inflation zu sichern besteht im Zeichnen von inflationsindexierten Anleihen. Der Schuldner bindet sich dabei an einen Preisindex und erklärt sich bereit, eine steigende Teuerung zu kompensieren. Dafür muss der Investor in der Regel jedoch einen niedrigeren Ausgangszins akzeptieren und das bei einer ohnehin niedrigen Verzinsung. Die Schweiz bot 2010 bei zehnjähriger Bindung eine Rendite von 2 bis 2^{1/2} Prozent. Für 25-jährige Anleihen boten die Eidgenossen etwas mehr als drei Prozent. Deutsche Bundesanleihen brachten im Jahr 2010 eine etwa dreiprozentige Verzinsung. Zum Vergleich: Für eine inflationsindexierte Anleihe bietet Deutschland aktuell je nach Laufzeit zwischen 1,75 und 1,5 Prozent.

Fazit

Anleger sollten sich nicht verunsichern lassen. Zum einen ist noch nicht ausgemacht, dass wir in naher Zukunft in Europa wieder hohe einstellige oder gar höhere Inflationsraten sehen werden. Außerdem sollten Anleger darauf achten, aus Inflationsssorgen nicht zu viel Kapital in illiquide, angeblich wertsichere Kapitalanlagen zu investieren. Keinesfalls sollten Investoren die vorgebrachten Argumente über Inflationsschutz unkritisch übernehmen. Am Ende zählen bei jeder Kapitalanlage die Performance und die Liquidität. Dabei sind stetige Renditen besser als besonders volatile Investments, denn wer weiß schon im Vorhinein immer genau, wann das investierte Kapital wieder benötigt wird.

Ihr MAVEST TEAM

KONTAKT

MAVEST GmbH

Churerstrasse 35

CH-9470 Buchs SG

FON: ++41 81 511 01 81

FAX: ++41 81 750 50 31

Handelsregister: CH-320.4.068.620-6

www.mavest.ch

DISCLAIMER

Wichtig ist uns: Auf keinen Fall sollten Leser aus unseren Bemerkungen und aus den manchmal etwas launigen Kommentierungen Rückschlüsse auf unsere gemachten und schon gar nicht auf künftige Handelsentscheidungen von MAVEST ableiten. Für uns gilt: Der Markt zeigt uns die Richtung. Bis dahin sind wir schwebend unentschieden. Selbstverständlich sollte niemand sich durch diesen Kommentar oder andere Hinweise auf unserer Homepage aufgefordert fühlen, auf den Kapitalmärkten aktiv zu werden. MAVEST lehnt jegliche Verantwortung für etwaige Kapitalverluste von Lesern dieser Kommentare ausdrücklich ab. Zu unserem Grundverständnis gehört es, dass Engagements an den Kapitalmärkten immer durch freie Investoren auf eigenes Risiko erfolgen sollten.