

Schreckgespenst Inflation – ein Hirngespinnst?

Roman von Ah¹

Ein neues Schreckgespenst geistert durch den Finanzblät-terwald: Wer in Google nach dem Begriff Hyperinflation sucht, dem präsentieren sich sage und schreibe 5'550'000 Einträge (Stand Juli 2010). Ziehen ein Mal mehr dunkelste Gewitter am Horizont auf, welche unsere Anlage-seelen ein weiteres Mal verhageln werden?

Ängste hüben und drüben:

Depression in den USA ...

Prägende geschichtliche Ereignisse können über Genera-tionen hinweg das Denken und Handeln der Menschen beeinflussen. Nach dem grossen Crash in den USA in den späten zwanziger Jahren des letzten Jahrhunderts kam es zu einer nachhaltigen Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität, die zu Massenarbeitslosigkeit und sozialer Ver-elendung führte. Diese Erfahrung ging gleichsam als DNA in die Erinnerungsgenetik der Amerikaner ein und wurde von Urgross- zu Grosseitern und von Eltern auf Kinder weitervererbt. Das ist gut nachvollziehbar, auch wenn die Intensität der Erinnerung im Zeitablauf abnimmt und sich letztlich nur noch in diffusen Ängsten äussert, wie es ak-tuell zu sein scheint. Diese Urangst erklärt auch die Ve-hemenz, mit der die USA ihre weiterhin expansiven Aus-gabenprogramme in die internationalen Foren wie den G20-Gipfel hineinragen und den Europäern fiskalpolitisch am Zeug flicken wollen.

... Hyperinflation in Deutschland

Die DNA in Europa und vor allem Deutschland ist anders gestrickt. Hier ist nicht Depression, sondern Hyperinflation das Reizwort, das die Gemüter in Aufruhr versetzt.

Die deutsche Inflation von 1914 bis 1923 war eine der ra-dikalsten Geldentwertungen, die eine grosse Industriena-tion je erlebt hat. Sie war primär eine Begleiterscheinung der Finanzierung des ersten Weltkrieges und erreichte ab 1919 den Status einer Hyperinflation. Zu den Verlierern gehörten damals vor allem die kleinen Sparer und Ren-tenbezieher. Sachwertbesitzer und Industrielle, die Kredite mit entwertetem Geld zurückzahlen konnten, profitierten. Erst die Einführung der Rentenmark im Jahr 1923 (1 Rentenmark = 1 Billion Papiermark bei 4,20 Renten-mark für den Dollar) beendete diese Entwicklung.

In Folge des Zweiten Weltkriegs war das bisherige Zah-lungsmittel, die 1924 parallel zur Rentenmark eingeführte Reichsmark, zur weiteren Verwendung kaum noch geeig-net, da keine volkswirtschaftliche Deckung mehr bestand und auch das Vertrauen in die Währung zerrüttet war. Viele Menschen bevorzugten den direkten Warentausch und neben der Reichsmark hatte sich die ‚Zigaretten-währung‘ etabliert, wobei eine Zigarette einem Geldwert von ungefähr 10 Reichsmark entsprach.

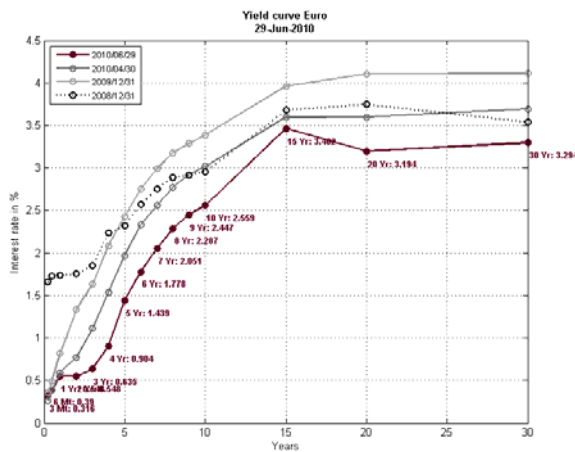
In den Nachkriegsjahren wurde eine Währungsreform eingeleitet und die D-Mark wurde am Montag, dem 21. Juni 1948, in den westlichen Besatzungszonen einge-führt und war von da an alleiniges Zahlungsmittel. Die D-Mark wurde zunächst von der Bank deutscher Länder, ab 1957 von der Deutschen Bundesbank, herausgegeben. Die DM galt als harte Währung, zusammen mit dem ja-panischen Yen und dem Schweizer Franken. Dieser Ruf begründet sich aus Vergleichen der ‚verbliebenen Bin-nenkaufkraft‘ bzw. der realen Kaufkraft im Vergleich zu anderen Währungen. In den 50 Jahren von ihrer Einfüh-rung 1948 bis zur Einführung des Euro Anfang 1999 sank die Kaufkraft der D-Mark auf etwa ein Viertel ihres urs-prünglichen Ausgangswertes. Die Inflationsrate betrug in diesem Zeitraum durchschnittlich knapp drei Prozent pro Jahr; das ist – interessanterweise – höher als bisher beim als ‚weich‘ empfundenen Euro.

Kein Wunder kommen die Urängste von Depression und Hyperinflation mit medial inszenierter Unterstützung in schwierigeren Zeiten immer wieder hoch. Das macht aber beide trotzdem nicht zu wahrscheinlichen wirtschaftspoli-tischen Szenarien.

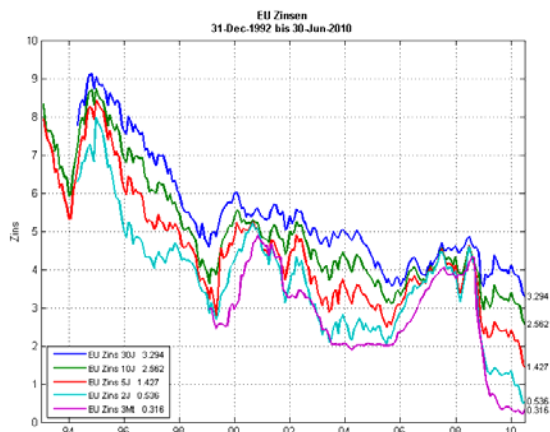
Finanzindikatoren nach der Zukunft befragen

Bevor wir schwelgerisch die Vernichtung unserer Kauf-kraft und das Ende des kapitalistischen Systems debattie-ren, sollten wir nüchtern die Finanzmärkte daraufhin be-fragen, was sie uns zum Thema Inflation zu berichten ha-ben. Folgende Grafik zeigt die Zinsen unterschiedlicher Laufzeiten für ausgewählte Zeitpunkte an.

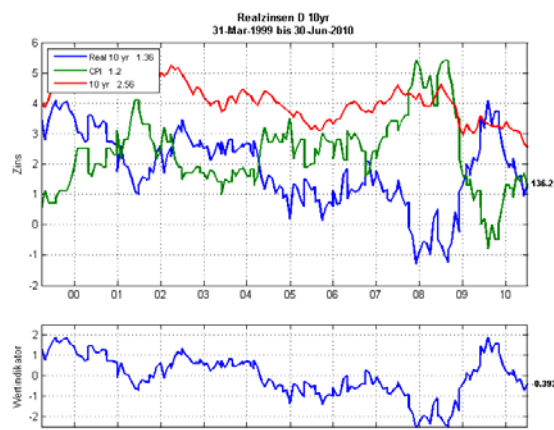
¹ Dr. Roman von Ah ist geschäftsführender Partner der bankenunabhängigen Fondsleitung Swiss Rock Asset Management



Die Anleger erhalten für Laufzeiten von bis zu 4 Jahren eine Verzinsung von kaum 1%. Selbst für eine Haltefrist von 30 Jahren werden aktuell nur magere 3.3% Zins bezahlt. Interessant ist, dass die aktuelle Zinskurve unterhalb des Annus horribilis 2008 liegt. Die Zinsen sind im längerfristigen Vergleich gegenwärtig sogar auf historischen Tiefständen, wie die folgende Grafik zeigt:



Bei der obigen Darstellung ist die Inflation noch nicht berücksichtigt. Folgende Grafik stellt Inflation und Realzinsen in Deutschland über die letzten 10 Jahre dar.



Aktuell beträgt der 10jährige Zins tiefe 2.56%, die Inflation (CPI) 1.2% und damit der reale Zins magere 1.36%, was deutlich unter dem historischen Durchschnitt ist.

Fisher Parität

Der US-Ökonom Fisher hat eine berühmte Gleichung formuliert, welche nominale und reale Zinsen miteinander in Verbindung bringt.

Die reale Kaufkraft einer Anlage entspricht ex post, also rückblickend, betrachtet dem Nominalzins abzüglich der Inflationsrate:

$$(1) \text{ Zins real} = \text{Zins nominal} - \text{Inflation}$$

Ex ante, bzw. vorausschauend betrachtet, gilt somit:

$$(2) \text{ Zins nominal} = \text{verlangter Realzins} + \text{erwartete Inflation}$$

An der Historie können wir nichts ändern und müssen rückblickend immer akzeptieren, dass unsere liquiden Vermögen wegen der Inflation teilweise entwertet werden.

Vorausschauend sollten wir uns über die zukünftige Inflation Gedanken machen, denn das Sparen lohnt sich nur dann, wenn die Inflation durch die Zinserträge mehr als kompensiert wird. Das wissen selbstverständlich auch die Marktteilnehmer und wir können sie – indirekt über das Niveau der nominalen Zinsen - darüber befragen, was denn die aktuellen Inflationserwartungen genau sind.

Wenn eine hohe Inflation ein realistisches Szenario mit einer grossen Eintrittswahrscheinlichkeit wäre, dann müssten die nominalen Zinsen [wegen der erwarteten Inflation gemäss Fisher Parität] viel höher sein, denn die Marktteilnehmer positionieren sich ja immer im Hinblick auf Zukunftserwartungen. Wenn uns aktuell die derart ermittelten Erwartungen etwas mitteilen, dann ist es Folgendes: die aktuellen Zinsen weisen mit aller Deutlichkeit nicht auf ein Inflations-, sondern – im Gegenteil – auf ein Deflationsrisiko hin.

Inflationserwartungen auf tiefem Niveau gut verankert

Nach dem ersten wirklich globalen Boom 2003 bis 2007 folgte die erste globale Rezession, mit riesigen Herausforderungen für die grossen Finanzinstitute. Das Größte liegt hinter uns und die weltweiten Wachstumsraten sind robust positiv. Viele Bereinigungen gehen in die richtige Richtung, aber sie werden uns noch eine Weile beschäftigen. Wir erwarten, dass die wirtschaftlichen Wachstumsraten in den nächsten Jahren positiv bleiben werden. Allerdings verläuft der Aufschwung nach einer derart heftigen

gen Rezession untypisch moderat, was die weltweite Arbeitslosigkeit hartnäckig auf einem hohen Niveau verharren lassen wird. Immer mal wieder werden in der kollektiven DNA verankerte Urängste bei den Marktteilnehmern aufflackern und kurzfristig zu erhöhter Volatilität führen.

Es ist auf absehbare Zeit jedoch nicht ökonomisch begründbar, wie in einem Umfeld von stark unterausgelasteten Kapazitäten, global intensivem Wettbewerb bei unterdurchschnittlichen Wachstumsraten, hoher Arbeitslosigkeit und tendenziell restriktiverer Finanzpolitik nachhaltiger Inflationsdruck entstehen soll.

Bedeutung des Tiefzinsumfeldes für zukünftige Anlagechancen

In unserer Anlagetätigkeit gehen wir von folgendem Szenario aus: Moderat positives wirtschaftliches Umfeld, historische Tiefstände bei Zinsen, eher Deflations- als Inflationsrisiken, attraktive Bewertungen bei Aktien sowie eine hohe Nervosität und Risikoaversion der Marktteilnehmer.

1. Konservative Strategie: reines Anleihenportfolio

- Obligationen mit langen Laufzeiten, emittiert von öffentlichen oder privaten Schuldern, sind zu vermeiden. Sie haben ein enormes Zinsrisiko. Der erwartete Ertrag steht in einem krassen Missverhältnis zum potentiellen Kapitalverlust, welcher bei steigenden Zinsen eintreten wird.
- Bei unseren Bondanlagen haben wir kurz- und mittelfristig laufende Anleihen deutlich übergewichtet. Die Duration, d.h. die durchschnittliche Restlaufzeit, liegt unter zwei Jahren. Den Schweizer Franken halten wir übergewichtet. Ertragserhöhungen erreichen wir breit diversifiziert mit Investitionen in qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen. In Euro ist eine Verfallsrendite von 3.8% erreichbar, was über die nächsten zwei Jahre eine Renditeerwartung von 3.5 bis 4% p.a. zulässt.

2. Ausgewogene Strategie:

Geldmarkt, Bonds und Aktien gemischt

- Aktien sind im Vergleich zu Anleihen und diese wiederum im Vergleich zu Geldmarktanlagen übergewichtet, da sie relativ betrachtet billig sind. Selbst wenn sich die Aktienmärkte seitwärts bewegen sollten, sind die Dividendenrenditen der Firmen in vielen Fällen deutlich attraktiver als die langfristigen Zinsen.
- Da sich das Umfeld schlechter anfühlt, als die Wirtschaft tatsächlich läuft, wird die Risikoaversion hoch bleiben. Dies führt immer mal wieder zu heftigen Kontraktionen, die wir im gegenwärtigen Umfeld aber als Kaufgelegenheiten interpretieren („buy on dips“).

3. Aktienstrategie

Innerhalb der Aktien sind global gut aufgestellte klein- und mittelkapitalisierte Firmen mit attraktiver Bewertung übergewichtet. Dazu gehören sowohl Konsum- als auch Industrierwerte. Der tiefe Euro ist ein äusserst attraktives Stimulans für europäische Exportwerte, woran auch Schweizer Industrierwerte enorm partizipieren. Export orientierte Firmen werden vom überdurchschnittlichen Wachstum der Schwellenländer weiterhin profitieren. Generell werden Schwellenländer langfristig deutlich höhere Wachstumsraten aufrechterhalten können. Allerdings ist dies nicht (mehr) günstig zu haben. Dies liegt am Inflationsdruck, der in vielen Schwellenländern tatsächlich vorhanden ist und stetig zunimmt. Deren Immobilienmärkte sind teilweise überhitzt. Das Bewertungsniveau reflektiert die überdurchschnittlichen Ertragschancen und kann nicht mehr als billig bezeichnet werden. Die Schwankungsbreiten in den Emerging Markets bleiben deutlich höher als die Aktienvolatilitäten der USA und Europa. Allerdings bieten stärkere Korrekturen langfristig ausgerichteten Anlegern attraktive Kaufgelegenheiten.