

Eurokrise und Inflation

Mit der vor wenigen Wochen platzierten ersten Anleihe des Rettungsfonds wurde für die Krise der Staatshaushalte aller Voraussicht nach ein Schlusspunkt gesetzt, der unserer Meinung nach auch gleichzeitig den Schlusspunkt der nunmehr seit rund 30 Jahren gefallen Zinsen darstellt. Damals reduzierte Paul Volcker, Vorsitzender der US-Zentralbank (Fed), in radikalen Schritten die Inflation von 13,5 % in der Spitze auf 3,2 % innerhalb von nur zwei Jahren. Das war das Ende des Schreckgespenstes der Stagflation und das Startsignal für die fallenden Zinsen. Mit den finalen Auswirkungen der Finanzkrise und der Sanierung des Euro driftet nun die Attraktivität der Investments in Aktien und Anleihen wie eine Schere auseinander. Fassen wir die einzelnen Schritte der Krisenbewältigung noch einmal kurz zusammen:

Der erste Schritt war die Vermeidung einer Staatsinsolvenz. Von Griechenland über Irland bis Portugal und demnächst Spanien variieren die Größen, aber nicht der Sachverhalt. Alle werden direkt und indirekt zwischenfinanziert.

Der zweite Schritt liegt in den aufgezwungenen Sparprogrammen für diese Länder. Sie funktionieren wie eine Abmagerungskur, die drei bis fünf Jahre halten kann, aber anschließend werden sie wieder dort landen, wo die Struktur ihrer Sozialstaaten nun einmal angesiedelt ist. Eine Änderung ist so gut wie unmöglich. Das bestreitet niemand, aber gesagt wird es auch nicht.

Der dritte Schritt: Alle haben Zeit gewonnen. Darauf reagiert der Euro mit einer gewissen Stabilität. Wie lange, ist offen, aber es ist immerhin ein Ansatz. Unter diesem Vorzeichen weiten sich nun die unterschiedlichen Renditeniveaus der verschiedenen Staatsanleihen.

Der vierte Schritt: Was kostet die Sanierung des Euro? Die Bruttozahl ist bereits in den Raum gestellt worden: Eine halbe Billion Euro. Wie sich dies auf die Länder verteilt, lässt sich bereits an den Risikoprämien ablesen. Diese Risikoprämien mögen nicht das letzte Wort sein, aber sie sind ein Anhaltspunkt dafür, was die starken Länder letztlich an die schwachen Länder zahlen werden. Natürlich indirekt und nicht direkt. Absehbar ist jedoch schon jetzt: Das Angebot an neuen Anleihen nimmt zu, der Markt nimmt sie aber nur auf wenn der Zins stimmt.

Der fünfte Schritt: Die obigen expansiven Rettungsmaßnahmen, gepaart mit einer stabilen Nachfrage nach Rohstoffen im Zuge der weltweiten Konjunkturerholung, führt zwangsläufig zu höheren Inflationsraten, zu deren Einhalt die EZB sowie die US-Zentralbank Fed verschworen sind. Die Weichen für steigende Zinsen sind gestellt.

Mit der überraschend schnellen Konjunkturerholung – sichtbar vor allem in Deutschland am Wirtschaftswachstum von 3,6% in 2010 – ist unter anderem auch deswegen das Inflationsthema wieder auf die Tagesordnung der Investoren zurückgekehrt. So stiegen die Verbraucherpreise in Deutschland im Januar um 2% - sechs Monate vorher lag die Inflationsrate noch unter 1%. Noch deutlicher wird das „Inflationsphänomen“ bei den Erzeugerpreisen und den Importpreisen, die in der Regel als Vorboten für Inflationstrends gelten. So stiegen die Erzeugerpreise Ende letzten Jahres um über 5%, die Importpreise sogar um 10,2%, jeweils im Vergleich zum Jahr davor.

Allerdings sind die Inflationssignale noch nicht überall in gleicher Weise erkennbar. So ist es kein Zufall, dass sich Inflation derzeit vor allem in den schneller wachsenden Volkswirtschaften wie China und Deutschland zeigt. Dagegen ist die von hoher Arbeitslosigkeit geplagten USA, ebenso wie Japan und einige Länder Südeuropas eher mäßige Preissteigerung aufweisen.

Wie geht es weiter und welche Rolle spielen die Maßnahmen der Notenbanken, die in den letzten Jahren umgerechnet insgesamt 1.500 Mrd. Euro in die Wirtschaft gepumpt haben? Ist angesichts dieser Liquiditätsflut in den kommenden Jahren wieder mit Inflationsraten zu rechnen, wie wir sie zuletzt in den 1970er Jahren während der Ölpreisschocks gesehen haben?

Es besteht allerdings heute unter Notenbankern weitgehende Übereinstimmung, dass zwar Liquidität in Form gestiegener Geldmengen – oder auch Kreditlinien der Banken – eine

notwendige Bedingung für Inflation darstellt, nicht aber hinreichend ist. Vielmehr müssen sie entweder von starker Nachfrage oder Kostenüberwälzungen begleitet werden. Ansonsten „versickert“ die Liquidität auf Sparkonten und Auslandsanlagen, was sich wie in der Vergangenheit in Japan in einem Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit zeigt.

Insofern sind die aktuellen Inflationssignale noch nicht eindeutig. Vieles hängt davon ab, ob der Anstieg der Rohstoffpreise nachhaltig ist, und damit von der Nachfrage-Angebots-Situation auf diesen Märkten. Genau diese Preisanstiege können wir allerdings aktuell beobachten. Egal ob Nahrungsmittelpreise oder Industriemetalle, überall erkennen wir genau diese Preissteigerungspotential. Weitere Kostenfaktoren – wie Löhne und Transportpreise – sind auch in Deutschland angesichts der Gewerkschaftsforderungen schon jetzt absehbar. Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Zentralbank bereits ihre Wachsamkeit – und damit Bereitschaft zu Zinserhöhungen noch in diesem Jahr signalisiert. Da somit das Inflationsthema zunehmend Aufmerksamkeit bekommt, haben wir uns im Folgenden einmal mit der Bedeutung der Inflation für die einzelnen Anlageklassen auseinandergesetzt:

Aktien:

Sie gelten als Sachwert und damit als guter Inflationsschutz. In der Tat sicherten Aktien in der Vergangenheit den Wert am besten. In den sechs Phasen seit Anfang des 20. Jahrhunderts, in denen die Inflation in den USA mehr als fünf Prozent betrug, warfen Aktien laut einer Studie von Vontobel eine reale Rendite von 3,7 Prozent pro Jahr ab. Erst bei zunehmender Inflationsdynamik sinkt dann die Nachfrage nach Aktien, da den Unternehmen dann eine niedrigere Bewertung zugebilligt wird, weil auch Anleihen zunehmend höher rentieren und so relativ attraktiver werden. Generell gilt: Konzerne mit einer starken Preismacht überstehen Inflationsphasen am besten.

Anleihen:

Die Verzinsung einer Anleihe, die für Jahre fest fixiert ist, ist keine gute Idee, wenn die Inflation anzieht. Steigt das Zinsniveau, kommen die Kurse der Anleihen unter Druck. Selbst wenn Anleger die Papiere bis zum Laufzeitende behalten, ist der Auszahlungsbetrag weniger wert als beim Kauf. So überrascht es nicht, dass Staatsanleihen mit minus 4,3 Prozent pro Jahr die schlechteste Realrendite in Inflationsphasen aufweisen. Eine Ausnahme sind einerseits Anleihen mit einer kurzen Restlaufzeit, denn hier kann dann zügig eine neue Anleihe mit einer höheren Verzinsung gekauft werden, bzw. Anleihen mit variabler Verzinsung, die automatisch quartalsweise eine Zinsanpassung vornehmen und andererseits inflationsindexierte Bonds. Bei ihnen sind der Rückzahlungswert und der Kupon an die Teuerungsrate gekoppelt. Eine hohe Rendite nach Inflation dürfen Anleger allerdings nicht erwarten.

Bargeld / Festgeld:

Ob Sparer vom steigenden Zinsniveau, das mit einer Inflation einhergeht, profitieren, hängt von der Art der Einlage ab. Unverzinsten Girokonten oder die berühmt berüchtigte Matratze, sind natürlich völlig ungeeignet, aber immerhin kommen Anleger schnell an ihr Geld heran. Festgeldkonten und Sparbriefe bringen zwar Zinsen, die stehen jedoch im Voraus fest und sind für die Dauer der Laufzeit unveränderlich. Je länger sich der Kunde bindet, desto größer ist das Risiko. Am besten geeignet sind doch Tagesgeldkonten, deren Konditionen kurzfristig angepasst werden. Doch das wesentliche ist: i.d.R. gleichen auch hier die Zinsen den Kaufkraftverlust nicht aus.

Gold:

Das Edelmetall gilt als Sachwert schlechthin und fehlt in keiner Empfehlung für inflationäre Zeiten. Schließlich sind die Vorräte begrenzt, was den Wert stützen sollte. Doch in den sechs Inflationsphasen des 20. Jahrhunderts hat Gold per Saldo enttäuscht. Anleger verloren damit im Schnitt real 3,2 Prozent pro Jahr. In der letzten Hochinflationsphase von 1987 bis 1990 betrug das Minus gar sieben Prozent. Dagegen trumpfte Gold oft dann wenn die zweite Phase der

Inflation beginnt und die Aktienmärkte die hohe Wachstumsdynamik nicht mehr halten können, also in der zweiten Phase der Inflation.

Rohstoffe:

Öl, Kupfer oder Weizen sind Vorprodukte für viele Waren, die Menschen täglich konsumieren. Steigende Rohstoffpreise zwingen Unternehmen dazu, die Teuerung an ihre Kunden weiterzugeben. Somit sind steigende Rohstoffpreise oft der Auslöser steigender Verbraucherpreise. Daher liegt auf der Hand, dass Rohstoffinvestments ein guter Inflationsschutz sind. Das zeigt auch der langfristige Vergleich: In inflationären Phasen warfen Rohstoffe in der Vergangenheit eine jährliche Realrendite von 1,4 Prozent ab. Besonders gut entwickelten sie sich in Jahren sehr hoher Teuerung.

Immobilien:

Da auch Immobilien nicht beliebig vermehrt werden können, heben hohe Teuerungsraten auch den Gebäudewert an. Steigt die Inflation, legen in der Idealwelt die Löhne zu, was Spielraum für Mieterhöhungen eröffnet. Zudem führen höhere Neubaukosten dazu, dass die Nachfrage nach Bestandsgebäuden wächst. So legte der Immobilienindex in der Inflationsphase von 1975 bis 2009 um 105 Prozent zu. Da allerdings der Häuserwert von vielen Faktoren beeinflusst wird, etwa der Lage und der demografischen Entwicklung, sind letztendlich mehrere Faktoren für den Immobilienanstieg relevant. Besonderen Inflationsschutz bieten Häuser in boomenden Städten.

Als Vermögensverwalter haben wir alle Möglichkeiten über die einzelnen oben genannten Anlageklassen einer Inflationsphase gegenüber treten zu können, sogar können wir von solch einer Phase partizipieren. Dieses Umfeld, welches zum augenblicklichen Zeitpunkt stimulierend für die Aktienmärkte ist, sollte zu unserer festen Überzeugung zu einem erfreulichen Jahr 2011 führen, so dass zum Jahresende wir wieder eine deutlich erfreuliche Wertentwicklung ausweisen werden können, ähnlich wie in 2009. Die steigenden Inflationsgefahren werden dabei genauestens von uns beobachtet und wir werden die Investmentstruktur entsprechend anpassen, denn nur den unvorbereiteten trifft die Inflation nachhaltig.

Ihr MPC Team