



FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

FOKUS:
DEFLATION,
INFLATION ...
WOHIN MIT DEM
GELD?

AUGUST 2010

INHALT

Begriffsbestimmungen	3
Währungsreform	5
Szenariobetrachtung	5
Deflation: Bargeld und Anleihen lachen	5
Inflation: Reale Werte gewinnen	5
Navigationshilfe	6
Reflationierung	8
FondsEcke	9



DEFLATION, INFLATION... WOHIN MIT DEM GELD? EINE NAVIGATIONSHILFE.

Deflation, Inflation, Rezession, Depression ... – die Begriffe und (meist negativ besetzten) Szenarien, welche während der letzten Wochen und Monate diskutiert wurden, nehmen kein Ende. Was aber ist realistisch zu erwarten? Und: Wie können sich Anleger mit ihrer Allokationsentscheidung darauf einstellen?

Kommt es zur Deflation oder doch zur (Hyper-) Inflation, die mit einer Währungsreform endet?

Was steckt hinter den Begriffen und wie hängen sie zusammen?

BEGRIFFSBESTIMMUNGEN

Deflation

Unter Deflation wird eine Phase der Geldaufwertung verstanden, die sich in der Regel über mehrere Quartale, ja sogar Jahre, erstreckt. Schön für den Sparsbuchbesitzer. Sein Geld wird mehr wert, da die Preise fallen. Schlecht für die Konjunktur, denn die Käufer halten sich zurück, da sie gelernt haben: Was ich heute nicht kaufe, kaufe ich morgen preiswerter.

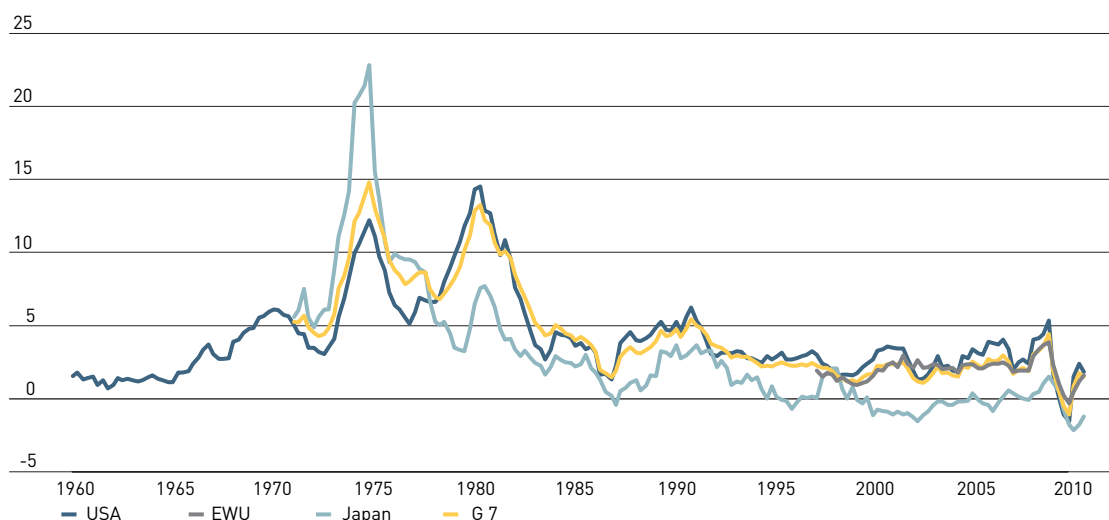
Eine Deflation geht in der Regel mit einer Rezession – also einer Konjunktur im Rückwärtsgang – einher, ggf. sogar mit einer Depression. Depression bedeutet eine lang anhaltende Rezessionsphase. Ursachen dafür können z. B. Überkapazitäten oder Strukturbrüche in der Wirtschaft sein.

Bekanntestes Beispiel Japan: Japan litt über die 1990er Jahre hinweg unter rückläufigen Preisen und einer Konjunkturschwäche. Auslöser war ein überhitzter Immobilienmarkt mit einem ebenfalls überhitzten Aktienmarkt im „Schlepptau“, aus dem Anfang 1990 die „Luft“ entwich.

Inflation

Der im Vergleich zur Deflation häufiger auftretende Fall der Inflation bedeutet Geldentwertung durch steigende Preise. Ursachen kann es dafür mehrere geben: steigende Import- und/oder Rohstoffpreise („importierte Inflation“), eine expansive Geldpolitik, welche die Nachfrage treibt, eine expansive Fiskalpolitik, die zur Überlastung der Produktionskapazitäten führt, oder ein wieder einsetzendes Wachstum, das Lohn- und Preisspielräume ausweitet.

Schaubild 1: Preisentwicklung in der G7, in %, Vorjahresvergleich



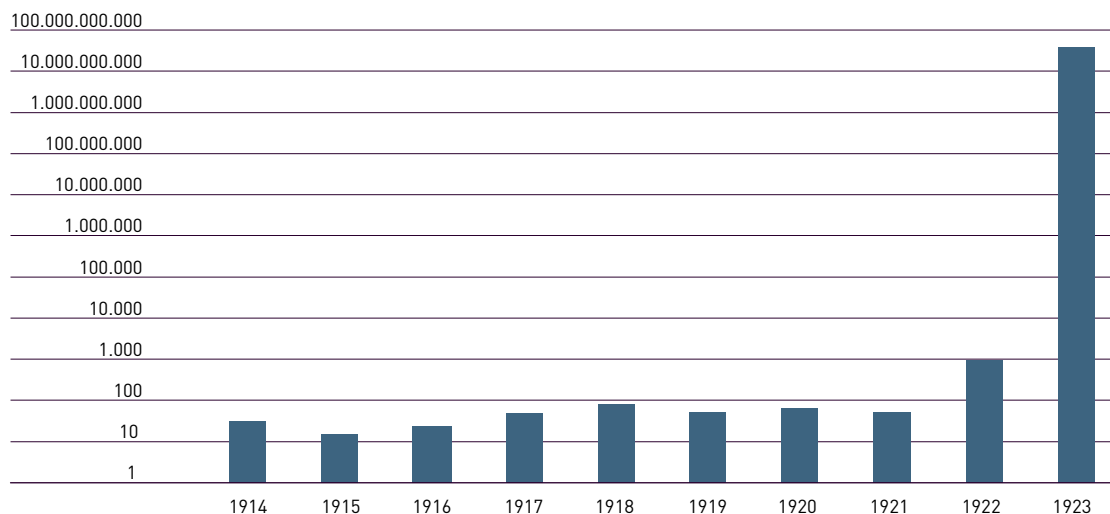
Quelle: Datastream, Darstellung: Kapitalmarktanalyse

Während positive Preisveränderungsraten landläufig als Inflation bezeichnet werden, unterscheidet die Bundesbank davon noch den so genannten Preisstruktureffekt, den sie mit einer Veränderungsrate von ca. 2% im Vorjahresvergleich ansetzt: Die Preise steigen, aber gleichzeitig werden auch die Produkte besser und leisten mehr. Der Käufer erhält mehr für sein Geld. Bei diesen 2% handelt es sich streng genommen um eine Änderung des Preisniveaus, nicht aber um Inflation im Sinne einer Geldentwertung. Genauer, erst bei Veränderungsrate, die über 2% liegen, kann von Inflation gesprochen werden.

Stagflation

Die Variante der Stagflation entsteht, wenn eine Inflation mit einer Stagnation, also einer Phase geringen Wachstums, in der Wirtschaft einhergeht. Das Zusammenspiel dieser beiden Effekte kann sich z. B. aus dem Zusammentreffen von Schocks auf der Angebotsseite in einem Umfeld schwacher Konjunktur ergeben. Stagflation wurde erstmalig mit der ersten Ölpreiskrise Ende der 1960er Jahre beobachtet, als das OPEC-Kartell den Ölpreis unbeschadet einer schwachen Weltkonjunktur stark anhub. Die Folge: stark steigende Preise trotz schwacher Nachfrage.

Schaubild 2: Geldmengenwachstum von 1913–1923 in % zum Vorjahr, (log. Skala)



Quelle: Deutsche Bundesbank, Darstellung: Kapitalmarktanalyse

Ab einer Inflation von ca. 20% im Vorjahresvergleich wird von einer „galoppierenden“ Inflation gesprochen. Hyperinflation liegt ab Preissteigerungen von 50% im Vormonatsvergleich vor – was über das Jahr einer Rate von 13.000% entspricht.

Das Trauma der Hyperinflation durchlitten die Deutschen als Folge eines auf Staatsschulden

geführten 1. Weltkrieges und einer expansiven Geldpolitik, welche die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ebenso immer weiter anheizte wie die Inflationserwartungen (siehe Schaubild 2).

Kennzeichnend für eine Hyperinflation ist das Horten von Waren, da diese ihren Wert nicht verlieren. Das Horten aber steigert die Inflation weiter, da die Güter immer knapper werden

Schaubild 3: Hyperinflation (Preis für ein Frühstück-Ei um 1923)

6. Juni 1912	7 Pfennig	15. Oktober 1923	227 Millionen Papiermark
6. August 1923	923 Papiermark	5. November 1923	22,7 Milliarden Papiermark
27. August 1923	177.500 Papiermark	3. Dezember 1923	320 Milliarden Papiermark
17. September 1923	2,1 Millionen Papiermark		

Quelle: Wikipedia, Darstellung: Kapitalmarktanalyse

und auch für die Unternehmen kaum Anreize zur Produktion bestehen. Sie müssten Waren gegen immer wertloser werdendes „Papiergeld“ verkaufen und sich danach wieder neu mit zwischenzeitlich noch teurer gewordenen Produktionsgütern eindecken. Eine Spirale, die in Deutschland erst durch die Währungsreform 1923 beendet wurde.

Ein einfaches Beispiel dafür, was Hyperinflation bedeuten kann:

Im Dezember 1923 kostete ein Frühstücksei 320 Milliarden „Papiermark“.

WÄHRUNGSREFORM

Am Ende einer Hyperinflation kann eine Währungsumstellung oder eine Währungsreform stehen, um ein neues Währungssystem einzuführen, welches Vertrauen in die Währungsstabilität schafft und die Inflationserwartungen bricht.

Bei einer reinen Währungsumstellung werden alle Währungsbestände einfach mit einem festen Wechselkurs umgerechnet. Dabei können einfach ein paar Nullen gestrichen werden, wie es z. B. bei der türkischen Lira der Fall war, oder es erfolgt eine Umrechnung zu einem vorgegebenen Wechselkurs, wie es z. B. beim Übergang von der D-Mark auf den Euro geschah.

Bei einer Währungsreform kommt es zu einem Umtausch alter Währungseinheiten zu einem staatlich festgelegten Wechselkurs in Einheiten der neuen Währung. Bei einer Währungsreform gibt es Gewinner und Verlierer, da Bargeld, Bankguthaben und Verbindlich-

keiten zu unterschiedlichen Wechselkursen umgerechnet werden.

Deutschland kennt drei, wenn auch sehr unterschiedlich gelagerte Währungsreformen: 1923 in Folge der Hyperinflation; 1948 als Folge des 2. Weltkrieges und der Gründung der Bundesrepublik Deutschland bzw. der DDR; 1990 auf dem Gebiet der DDR durch die Einführung der D-Mark im Vorgriff auf die deutsche Einheit. Slogan: „Kommt die D-Mark nicht zu uns, kommen wir zur D-Mark.“

SZENARIOBETRACHTUNG

Welche Vermögensklasse gewinnt in welchem Umfeld und wie können sich Anleger mit ihrer Allokationsentscheidung darauf einstellen?

DEFLATION: BARGELD UND ANLEIHEN LACHEN

Bei einer Deflation gewinnen Bargeld und Anleihen. Zu Zinsen bzw. Kupons können noch die negativen Inflationsraten addiert werden. Beispiel: Die Anleihe rentiert mit 3%, die Kaufkraft legt um 2% zu – ergibt eine Realrendite von 5%.

Aktien und Rohstoffe haben es in einem derartigen Umfeld eher schwer. Bei sinkenden Preisen laufen die Firmen Gefahr, gestern teurer eingekauft zu haben, was sie heute als Endprodukt verkaufen. Dazu kommt häufig das Umfeld einer Rezession, wenn nicht sogar Depression, was eine schwache Nachfrage bedeutet.

Auch Immobilien sollten nicht unbeeindruckt davon bleiben. Da eine Deflation mit einer Konjunkturschwäche einhergeht, ist mit einem

Schaubild 4: Voraussichtliches Verhalten von Anlageklassen in unterschiedlichen Szenarien

	Aktien	Anleihen/Cash	Immobilien	Rohstoffe
Inflation	↑	↓	↑	↑
Deflation	↓	↑	↘	↓
Hyperinflation	↘	↓	↑	↑

- ↑ Anlageklasse profitiert
- ↓ Anlageklasse verliert
- Anlageklasse entwickelt sich unbestimmt

Druck auf die Immobilienpreise v. a. bei Gewerbeimmobilien zu rechnen. Zu stark rückläufigen Preisen dürfte es aber nur kommen, wenn die Deflation lange anhält und nicht vorübergehender Natur ist.

INFLATION: REALE WERTE GEWINNEN

Bei einer Inflation dagegen verlieren Anleihen und Bargeld, denn die Inflation schmälert oder vernichtet die Rendite. Die reale Rendite, also die Rendite nach Inflation, liegt mit steigender Inflation zunehmend unter der nominalen. 3% für eine Anleihe werden bei einer Inflation gleicher Höhe zu real 0%, Steuern nicht berücksichtigt.

Zu den Gewinnern hingegen zählen die realen Werte, wie Sachwerte, Immobilien, Rohstoffe und Aktien. Ihr Preis steigt, während die Kaufkraft sinkt. Geht mit der Inflation eine Konjunkturüberhitzung einher, können Rohstoffe und Aktien von der steigenden Nachfrage zusätzlich profitieren.

Aktien sind übrigens deshalb reale Werte, weil es sich um Beteiligungen an Firmen handelt, die über Vermögensanlagen, Patente und Know-how verfügen.

Bei einer Hyperinflation ist es dagegen nicht eindeutig, ob auch Aktien zu den Gewinnern zählen. Zwar sollten sie sich wertbeständiger

als Anleihen und Papiergeld erweisen, also relative Gewinner sein, aber da eine Hyperinflation mit wirtschaftlicher Depression und Hortung einhergeht, sind Gewinne kaum zu erwirtschaften.

NAVIGATIONSHILFE

Welches Szenario ist nun aber wahrscheinlich: Deflation, Inflation oder gar Hyperinflation?

Gerne werden die aktive, ja fast schon aggressive Geld- und Fiskalpolitik der Zentralbanken und Regierungen rund um den Globus angeführt, um die Angst vor einer Hyperinflation zu begründen.

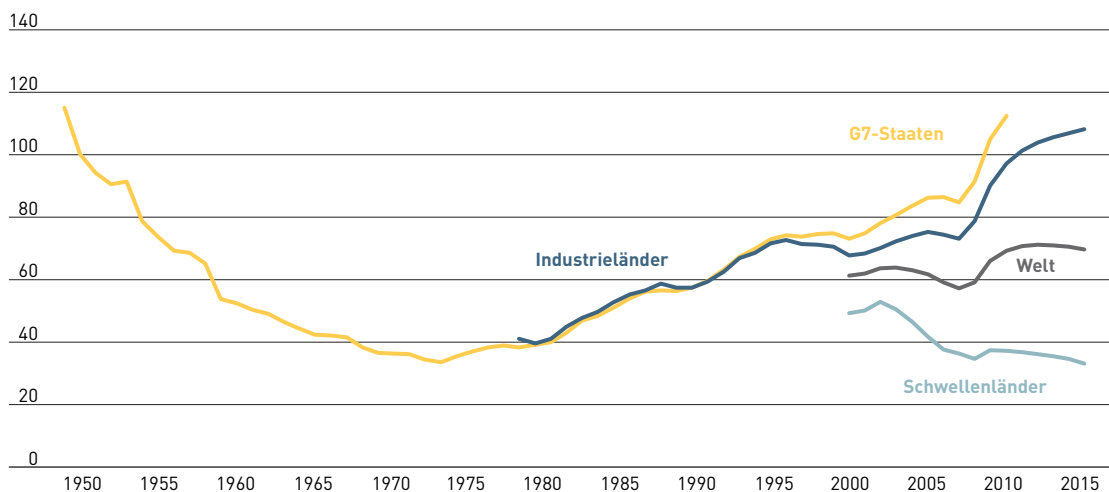
Die Staaten finanzieren massive Konjunkturpakete, die zur Überschuldung führen. Am Ende werden die Staatsschulden durch die Geldpolitik weg inflationiert – so die immer wieder zu hörende Argumentationskette.

Das wirft zwei Fragen auf:

- > Vor welchen „Schuldenbergen“ stehen wir?
- > Und kann die Fiskalpolitik im Zusammenspiel mit der Geldpolitik zur erhöhten Inflation führen?

Tatsächlich sind die Fiskalpakete, die als Antwort auf die Finanzkrise geschnürt wurden, umfangreich. So wurden in den G-20-Staaten über die Jahre 2008 bis 2010 ca. 3,2% des Bruttoinlandsprodukts in die Hand genommen, um die Konjunktur zu stützen.

Schaubild 5: Entwicklung der Staatsschulden in % des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: IMF „World Economic Outlook“, April 2010, Darstellung: Kapitalmarktanalyse

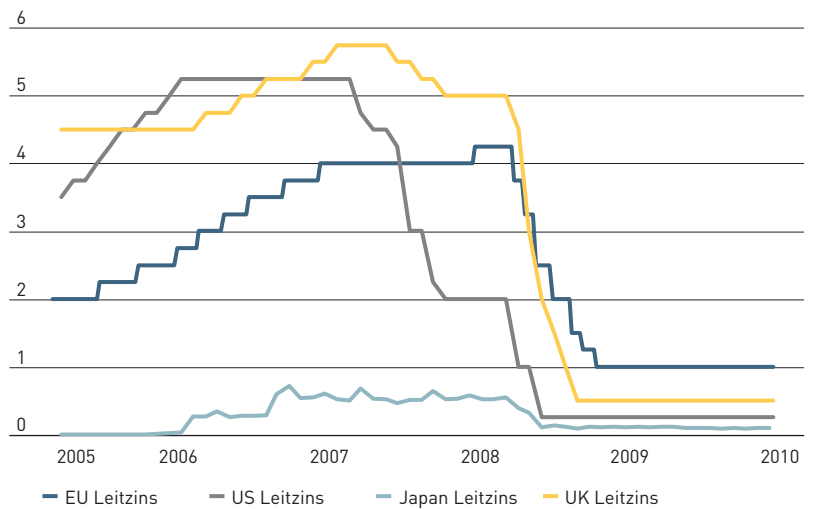
Dazu kommen Kapitalspritzen für die Banken bzw. Garantien der Staaten von insgesamt 15,6 Billionen US-Dollar, das entspricht 43% des Bruttoinlandsprodukts der Industriestaaten. Anders als bei den Fiskalpaketen handelt es sich dabei aber nicht um reine Ausgaben, die irgendwann als Steuern wieder zurückfließen. Die Eigenkapitalbeteiligungen können später wieder verkauft werden – Wertzuwächse nicht ausgeschlossen. Die Garantien müssen bezahlt werden. Mittlerweile haben viele Banken ihre Staatsgarantien bzw. -hilfen vorzeitig zurückgezahlt.

Was die Konjunkturpakete für die Staaten tatsächlich bedeuten, zeigt eine Schätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF).

Vom Jahr 2008 bis 2015 dürften die Staatsschulden im Falle der Bundesrepublik von ca. 66% auf rund 82% des Bruttoinlandsprodukts ansteigen, im Falle der USA von 71% auf knapp 110%. Diese Entwicklung ist zum Vergleich mit Japan aber noch relativ moderat: Hier lagen die Staatsschulden im Jahr 2008 bei ca. 199% des Bruttoinlandsprodukts, ein Anstieg auf knapp 250% ist zu erwarten. Kein Vergleich mit dem Schuldenanstieg des Deutschen Reiches, der die Grundlage für die Währungsreform 1923 legte. Allein während des 1. Weltkrieges stiegen die Schulden um das 20-Fache an.

Fazit: Die Konjunkturpakete haben nicht solche dramatischen Auswirkungen, wie es manchmal

Schaubild 6: Leitzinsniveaus im internationalen Vergleich

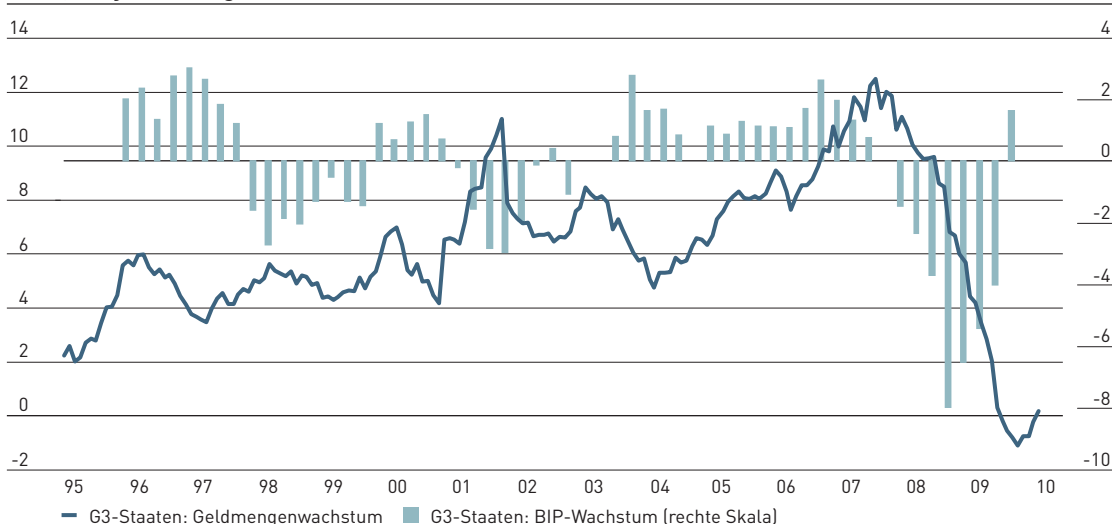


Quelle: Datastream, Darstellung: Kapitalmarktanalyse

erscheinen mag. Und sie führen schon gar nicht dazu, dass die Staaten versuchen würden, die Geldwertstabilität deswegen zu untergraben – was sie bei der Unabhängigkeit der Zentralbanken auch gar nicht könnten. Eine hohe Staatsverschuldung führt nicht zwangsläufig zu hoher Inflation. Vergleiche Japan, das in den letzten 10 Jahren eher mit einer Deflation zu kämpfen hatten.

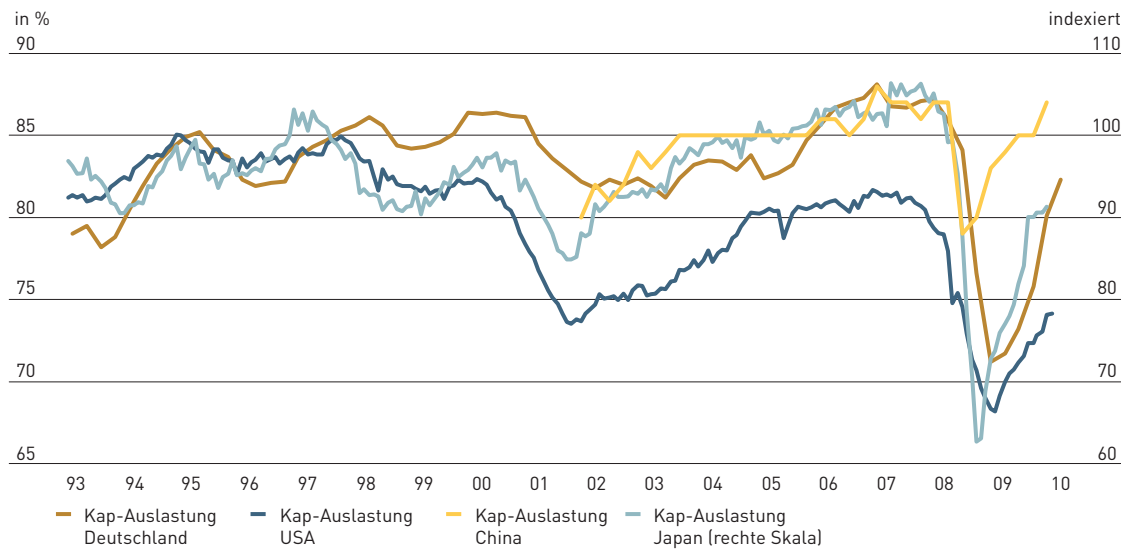
Aber: Führen die Nullzinspolitik und der Kauf von Anleihen durch die Notenbanken zur Inflation? Voraussetzung dafür wäre, dass der geldpolitische Impuls wirkt und zu einer Überhitzung führt.

Schaubild 7: G3-Geldmengenwachstum trotz Konjunkturbelebung weiter rückläufig (in %, Vorjahresvergleich)



Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage; Quelle: Datastream, Darstellung: Kapitalmarktanalyse

Schaubild 8: Kapazitätsauslastungen weltweit am Ansteigen, aber im historischen Vergleich noch niedrig



Quelle: Datastream, Darstellung: Kapitalmarktanalyse

Auffällig ist, dass sich zwar die Bilanzen der Fed und der Euro-Zentralbank aufblähten, die Geldmenge in den G-3-Staaten allerdings seit Herbst 2007 immer langsamer wächst bzw. zuletzt sogar schrumpfte. Der geldpolitische Impuls kommt über die Kreditvergabe in der Wirtschaft nur gedämpft an. Er hilft aber den Banken bei der Refinanzierung und er hilft den US-amerikanischen „Häuslebauern“, da die Hypothekenzinsen an den Fed-Leitzins gekoppelt sind. Niedrige Zinsen bedeuten niedrigere Refinanzierungskosten, bedeuten niedrigere Ausfallraten bei den Krediten, bedeuten höhere Kaufkraft.

Auch sind die Kapazitätsauslastungen der Firmen immer noch niedrig. Die Auslastung der Maschinen sind zwar im Zuge der Konjunkturerholung seit Mitte 2009 gestiegen, aber befinden sich im historischen Vergleich immer noch auf tiefen Niveaus (siehe Schaubild 8). Erst bei einer Überlastung der Kapazitäten kann sich eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen. Bis dahin ist es jedoch ein weiter Weg und die Notenbanken hätten genügend Zeit, ihren monetären Impuls wieder zurückzunehmen.

Auf die Preise auswirken dürften sich allerdings die gestiegenen Rohstoffpreise. In einem Umfeld immer knapper werdender Ressourcen, ist mit einem Preisrückfall auf alte Tiefs vom November 2007 nicht zu rechnen.

Was also ist zu erwarten?

REFLATIONIERUNG

Aus diesen Betrachtungen ergibt sich als Navigationshilfe ein Basis- und ein Risikoszenario.

Basiszenario: Geld- und Fiskalpolitik, die sich in ersten Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung niederschlagen, lassen erwarten, dass das Szenario der Reflationierung das wahrscheinlichste ist. Die Talsohle des Wachstums ist durchschritten, die Deflation kann abgewendet werden, die Preisentwicklung beendet ihren zeitweisen Rückwärtsgang und steigt wieder auf moderate Niveaus an.

Risikoszenario: Die „Schuldenkrise“ bzw. der Schuldenabbau in den Industriestaaten dämpft das Wachstum. Es kommt nach dem Auslaufen globaler geld- und fiskalpolitischer Impulse nicht zu einem sich selbsttragenden Wirtschaftsaufschwung. In diesem Konjunkturfeld läge ein Deflationsszenario nahe. Eine Hyperinflation scheint dagegen kaum wahrscheinlich.

Für Anleger kann dies bedeuten: Bargeld ist voraussichtlich die schlechteste Lösung. Zumindest eine Diversifikation über verschiedene Vermögensklassen liegt nahe.

Hans-Jörg Naumer

FONDSECKE

Je nachdem auf welches Szenario sich ein Anleger einstellt, können für ihn u. a. folgende Fonds interessant sein:

Misch(dach)fonds

PIMCO GIS Global Multi-Asset Fund

(ISIN: IE00B4YYY703; TER -.-)¹

Fondra

(ISIN: DE0008471004; TER per 30.06.2010: 1,22%)

Plusfonds

(ISIN: DE0008471087; TER per 30.06.2009: 1,53%)²

Best-in-One Europe Balanced I

(ISIN: DE0006372568; TER per 30.11.2009: 1,33%)²

Best-in-One World I

(ISIN: DE0009787002; TER per 30.12.2009: 1,30%, zzgl. TER für performanceabhängige Vergütung)¹

Aktien(dach)fonds

cominvest Fondak Wait or Go

(ISIN: LU0391761227, TER per 30.09.2009: 1,85%, zzgl. TER für performanceabhängige Vergütung: 0,20%)²

Fondak

(ISIN: DE0008471012, TER per 30.06.2010: 1,45%)²

cominvest Fondak Europa

(ISIN: LU0257507052, TER per 30.06.2009: 1,93%, zzgl. TER für performanceabhängige Vergütung per 30.06.2008: 0,00%)²

Fondis

(ISIN: DE0008471020, TER per 30.06.2009: 1,52%)²

CONVEST 21 VL

(ISIN: DE0009769638, TER per 30.06.2010: 1,48%)²

Absolute/Total Return Fonds

PIMCO GIS Unconstrained Bond

(ISIN: IE00B5B5L056, TER: -,-)¹

Wertsicherung-/Garantiefonds

cominvest Garant Dynamic

(ISIN: LU0253954332, TER per 31.07.2009: 1,36%)¹

cominvest Total Return Protect

(ISIN: LU0172205352, TER per 30.09.2008: 1,33%)

cominvest Dynamic Safe 80

(ISIN: LU0301268404, TER per 31.05.2009: 1,24%)¹

Renten(dach)fonds

Adirenta

(ISIN: DE0008471079, TER per 30.06.2009: 0,81%)

Adireth

(ISIN: DE0009769554, TER per 30.06.2010: 0,68%)

Geldmarktfonds

CB Geldmarkt Deutschland 1

(ISIN: LU0052221412, TER per 30.09.2009: 0,76%)

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei der ADIG Fondsvertrieb GmbH. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100% vom Vertriebspartner vereinnahmt. Daneben kann die AG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

1) Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteilwerts kann stark erhöht sein.

2) Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteilwerts kann erhöht sein.



ADIG FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

ADIG Fondsvertrieb GmbH

Seidlstraße 24-24a
80335 München

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn),
Dennis Nacken (dn),
Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter www.ADIG.de/kapitalmarktanalyse/publikationen.html

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

Stand: Oktober 2010

