

Deflation, Inflation ... Wohin mit dem Geld?

Deutschlands globaler Fondsmanager.



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 Sparbuchbesitzer. 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 Kon-

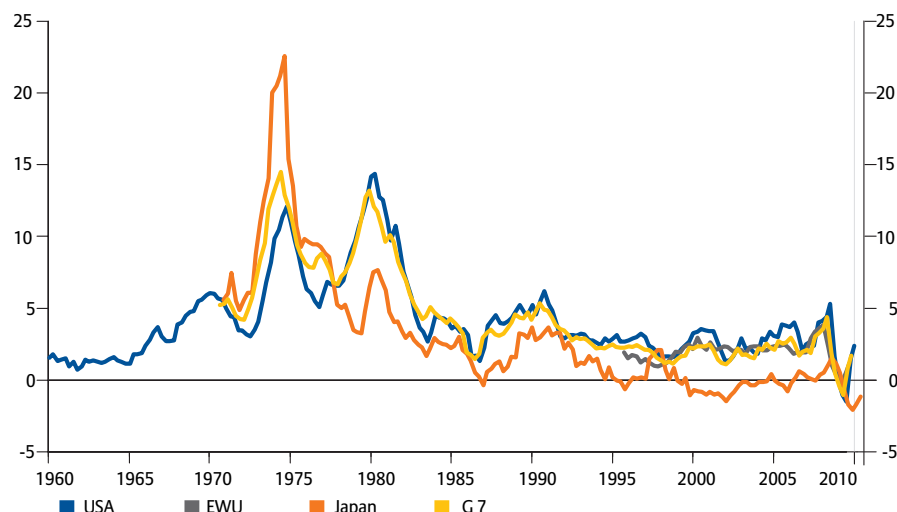
junkturschwäche. Auslöser war ein überhitzter Immobilienmarkt mit einem ebenfalls überhitzten Aktienmarkt im „Schlepptau“, aus dem Anfang 1990 die „Luft“ entwich.

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.

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 Veränderungsraten, die über 2% liegen, kann von Inflation gesprochen werden. 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.

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



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

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 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

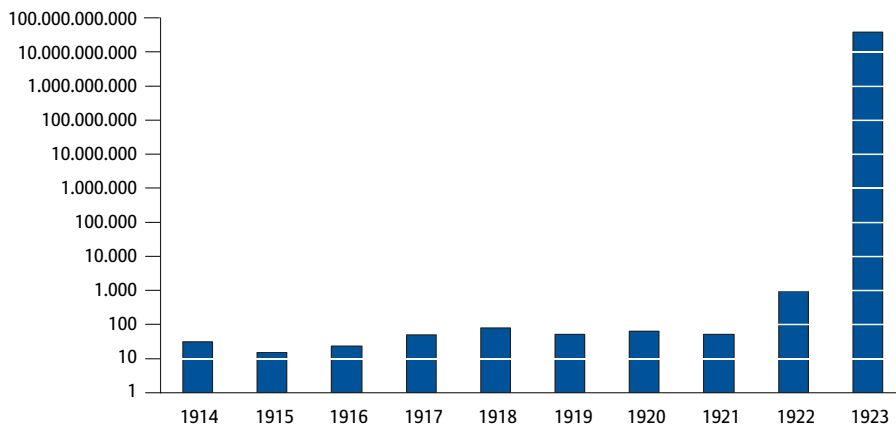
Am Ende einer Hyperinflation kann eine Währungsumstellung oder eine Währungsreform stehen, um ein neues Währungssystem einzuführen, welches Vertrauen in die Währungsstabilität schafft und die Inflationserwartungen bricht. Bei einer reinen Währungsumstellung werden alle Währungsbestände einfach mit einem festen Wechselkurs umgerechnet. Dabei können einfach ein paar Nullen gestrichen werden, wie es z. B. bei

Schaubild 3: Hyperinflation

Preis für ein Frühstücksei um 1923	
6.6.1912	7 Pfennig
6.8.1923	923 Papiermark
27.8.1923	177.500 Papiermark
17.9.1923	2,1 Millionen Papiermark
15.10.1923	227 Millionen Papiermark
5.11.1923	22,7 Milliarden Papiermark
3.12.1923	320 Milliarden Papiermark

Quelle: Wikipedia, Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

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



Quelle: Deutsche Bundesbank, Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

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 Verbindlichkeiten 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 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. 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 spä-

Schaubild 4: Voraussichtliches Verhalten von Anlageklassen in unterschiedlichen Szenarien

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

↑ Anlageklasse profitiert ↓ Anlageklasse verliert → Anlageklasse entwickelt sich unbestimmt
Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

ter 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.

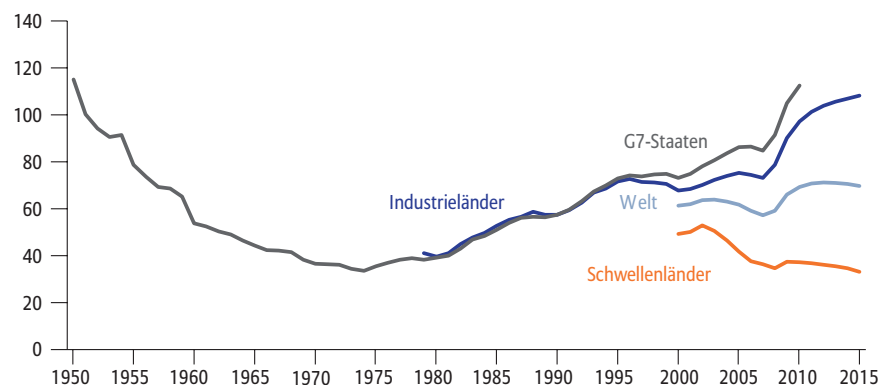
Fazit: Die Konjunkturpakete haben nicht solch dramatische Auswirkungen, wie es manchmal erscheinen mag. Und sie führen schon gar nicht dazu, dass die Staaten versuchen würden, die Geld-

wertstabilität 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 zehn Jahren eher mit einer Deflation zu kämpfen hatte.

Aber: Führen die Nullzinspolitik und der Aufkauf von Anleihen durch die Notenbanken zur Inflation? Voraussetzung dafür wäre, dass der geldpolitische Impuls wirkt und zu einer Überhitzung führt (Schaubild 6).

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 (Schaubild 7). 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 Refinanzierungs-

Schaubild 5: Entwicklung der Staatsschulden in Schwellenländer und Industriestaaten (in Prozent vom BIP)



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

kosten, 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-Spira-

le 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 ergeben sich als Navigationshilfe ein Basis- und ein Risikoszenario.

Basisszenario: 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 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 Konjunkturmilieu 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

Schaubild 6: Leitzinsniveaus im internationalen Vergleich (in %)

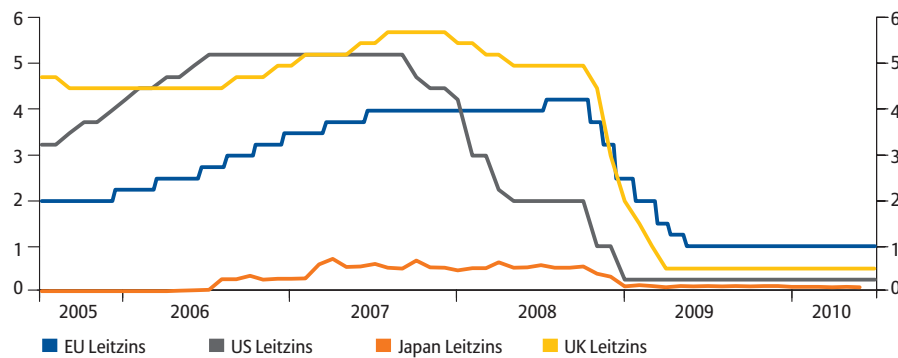


Schaubild 7: G3-Geldmengenwachstum trotz Konjunkturbelebung weiter rückläufig (in %, Vorjahresvergleich)

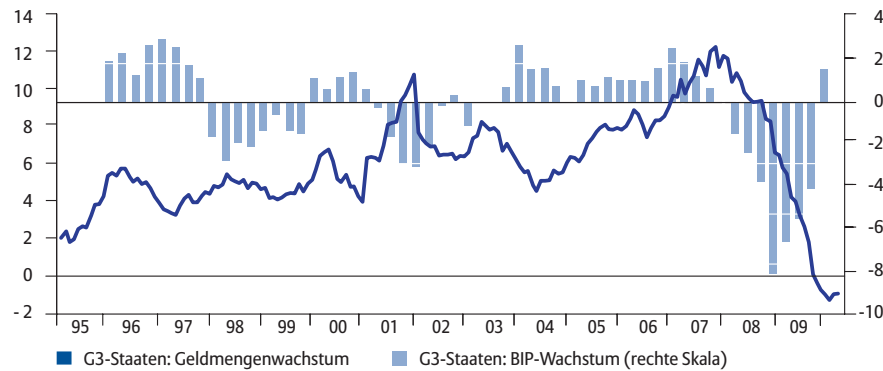
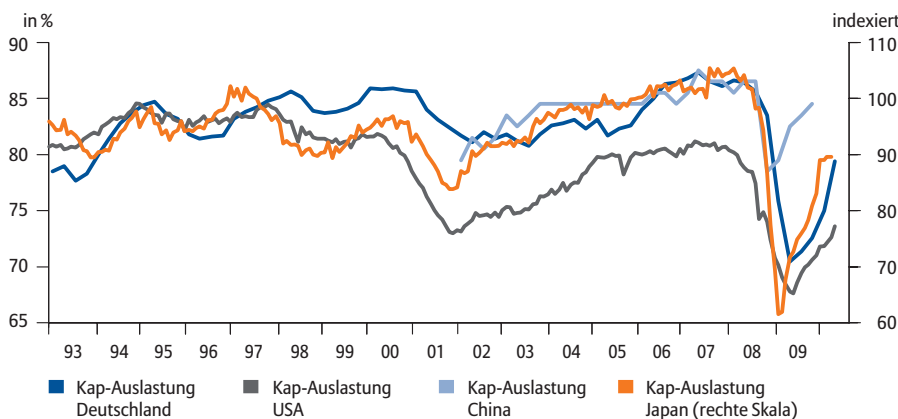


Schaubild 8: Kapazitätsauslastungen weltweit am Ansteigen, aber im historischen Vergleich noch niedrig



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Impressum

Allianz Global Investors
 Kapitalanlagegesellschaft mbH
 Mainzer Landstraße 11–13
 60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse
 Hans-Jörg Naumer (hjn)
 Dennis Nacken (dn)
 Stefan Scheurer (st)
 Richard Wolf (rw)

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unseren bestmöglichen Beurteilungen 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. Hierbei handelt es sich um eine Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.