

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.

Neue Publikationen

Unseren „Kapitalmarktbrief“ können Sie monatlich aktuell per „Newsletter“ beziehen:

www.allianzgi.de/newsletter

Der „Kapitalmarktbrief“ kommentiert kurz und knapp die Entwicklungen an den Kapitalmärkten und gibt Hilfen bei der Anlageentscheidung. Er ist auch als Podcast erhältlich, u. a. über iTunes:

www.allianzgi.de/podcast.

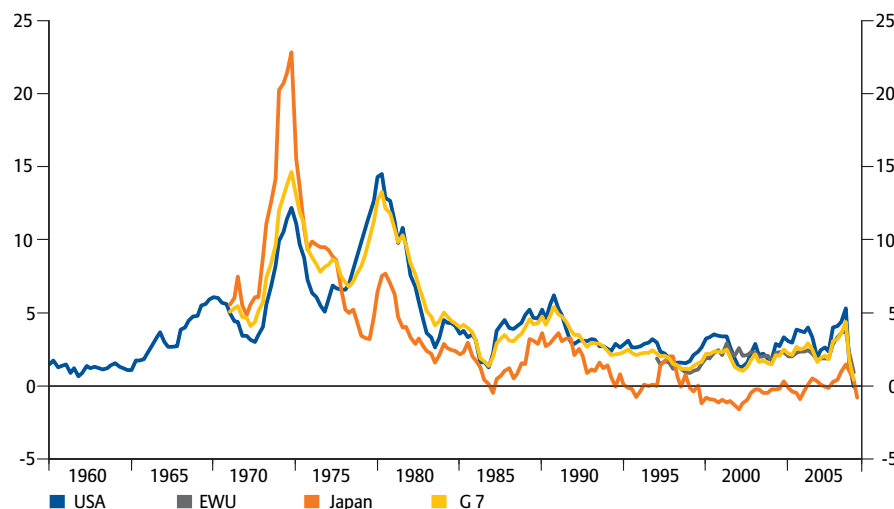
Impressum

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

Kapitalmarktanalyse

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

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



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse



Hans-Jörg Naumer

Leiter
Kapitalmarktanalyse
von Allianz Global Investors

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

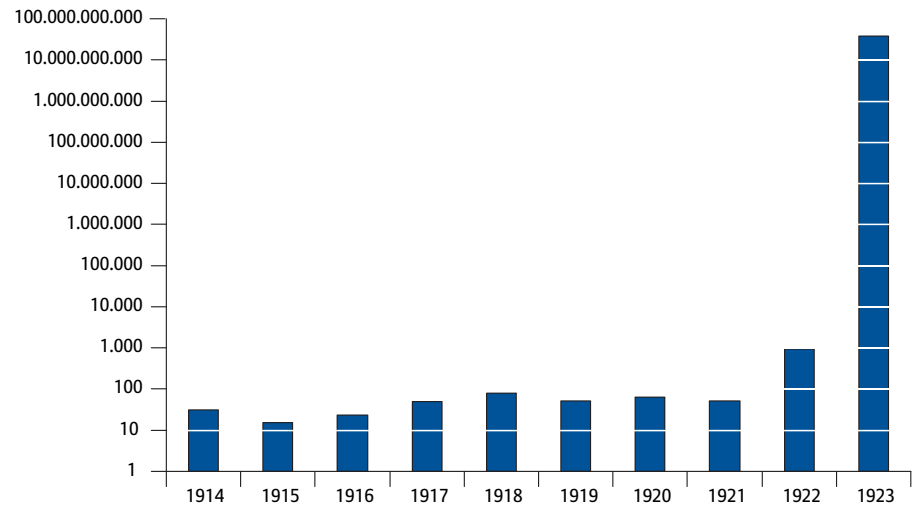
Der im Vergleich zur Deflation häufiger auftretende Fall der Inflation bedeutet Geldentwertung durch steigende Preise. Ursachen kann es dafür mehrere geben: steigende Import- und/oder Rohstoffpreise („importierte Inflation“), eine expansive Geldpolitik, welche die Nachfrage treibt, eine expansive Fiskalpolitik,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

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.

Das Trauma der Hyperinflation durchlitten die Deutschen als Folge eines auf Staatsschulden geführten I. Weltkrieges und einer expansiven Geldpolitik, welche die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ebenso immer weiter anheizte wie die Inflationserwartungen.

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



Quelle: Deutsche Bundesbank, Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

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.

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“.

Schaubild 3: Hyperinflation

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

Quelle: Wikipedia, Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

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 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.

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.

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
- Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

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.

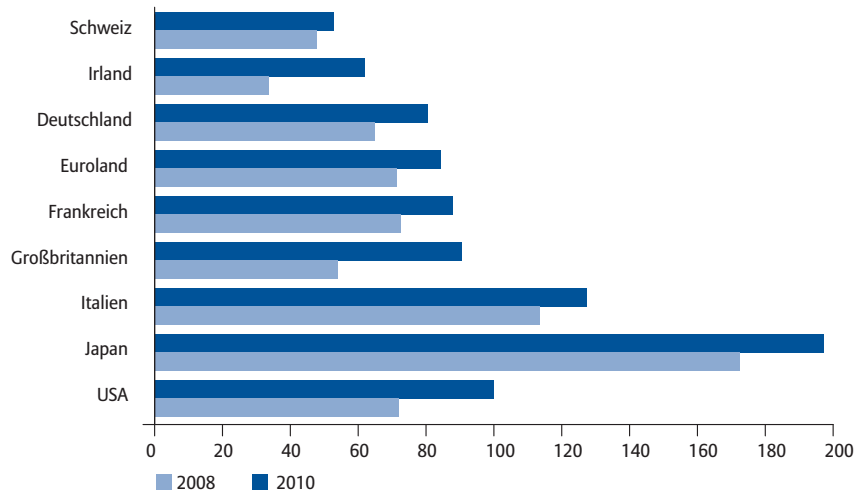
Das wirft zwei Fragen auf:

- 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 werden 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.

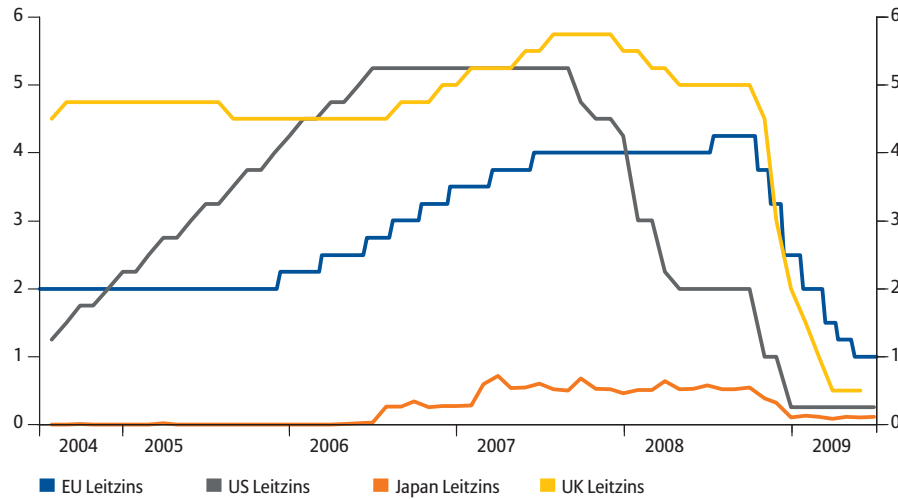
Dazu kommen Kapitalspritzen für die Banken bzw. Garantien der Staaten von insgesamt 15,6 Billionen US-Dollar, das entspricht 43% des Bruttoinlandsprodukts der Industriestaaten. Anders als bei den Fiskalpaketen handelt es sich dabei aber nicht um reine Ausgaben, die irgendwann als Steuern wieder zurückfließen.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

Schaubild 5: Staatsschulden in % des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: OECD 2009; Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Schaubild 6: Leitzinsniveaus im internationalen Vergleich



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Wertzuwächse nicht ausgeschlossen. Die Garantien müssen bezahlt werden.

Was die Konjunkturpakete für die Staaten tatsächlich bedeuten, zeigt eine Schätzung der OECD.

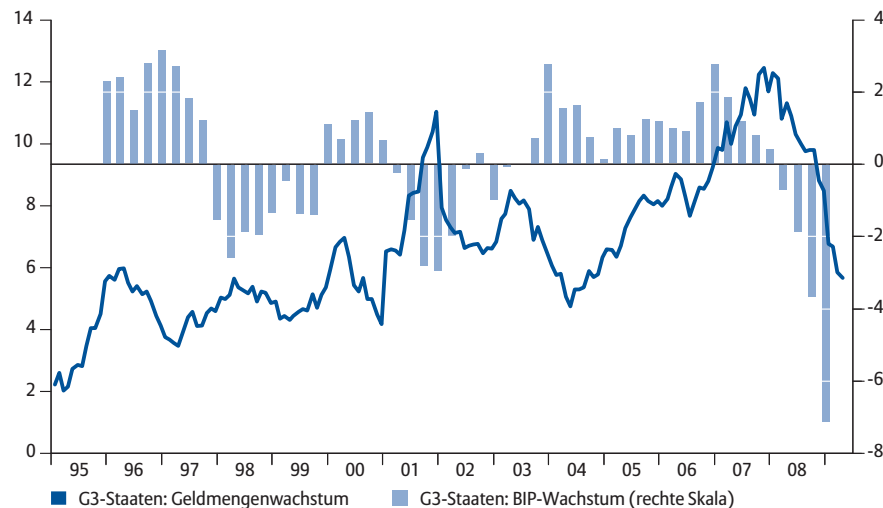
Bis zum Jahr 2010 dürften die Staatsschulden im Falle der Bundesrepublik auf bis zu 80% des Bruttoinlandsprodukts ansteigen, im Falle der USA auf 100%. Zum Vergleich: In Japan liegen die Staatsschulden bei ca. 170% des Bruttoinlandsprodukts, ein Anstieg auf knapp 200% ist zu erwarten. Kein Vergleich 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 Geldwertstabilität deswegen zu untergraben – was sie bei der Unabhängigkeit der Zentralbanken auch gar nicht könnten.

Aber: Führen die Nullzinspolitik und der Aufkauf von Anleihen durch die Notenbanken zur Inflation?

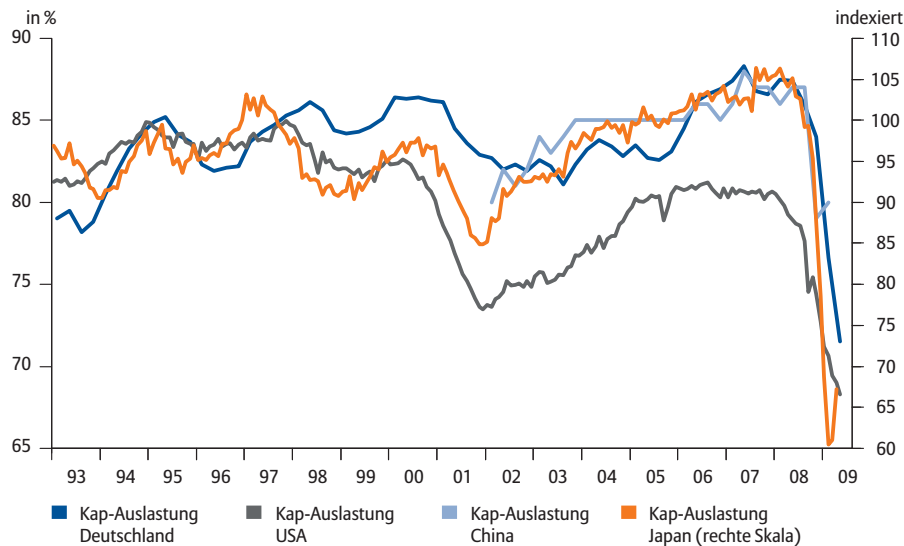
Voraussetzung dafür wäre, dass der geldpolitische Impuls wirkt und zu einer Überhitzung führt. (Schaubild 6)

Schaubild 7: G3-Geldmengen- und BIP-Wachstum rückläufig (in %, Vorjahresvergleich)



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Schaubild 8: Kapazitätsauslastungen weltweit rückläufig



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Auffällig ist, dass sich zwar die Bilanzen der Fed und der Euro-Zentralbank aufblähen, die Geldmenge in den G-3-Staaten allerdings seit Herbst 2007 immer langsamer wächst. (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 Refinanzierungskosten, bedeuten niedrigere Ausfallraten bei den Krediten, bedeuten höhere Kaufkraft.

Auch stehen die Kapazitätsauslastungen der Firmen auf Rekordtiefs. 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. (Schaubild 8)

Auf die Preise auswirken dürften sich allerdings die gestiegenen Rohstoffpreise. Tritt das Szenario einer langsamen Erholung der Konjunktur ein, ist kaum davon auszugehen, dass diese auf ihre Tiefs vom November 2007 zurückfallen.

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 Rückwärtsgang und steigt wieder an.

Risikoszenario: Bleiben Geld- und Fiskalpolitik wider Erwarten wirkungslos, dann liegt 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

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 Information gem. § 31 Abs.2 WpHG.

Investor's Corner

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

Aktienfonds

Allianz Opti Invest Global - A - EUR
(ISIN ISIN DE0009797324, TER 0,700 % per 30.03.2009, zzgl. TER für performanceabhängige Vergütung 0,27%)¹

Allianz RCM Wachstum Euroland - A - EUR
(ISIN DE0009789842, TER 1,90 % per 30.11.2008, zzgl. TER für performanceabhängige Vergütung 0,70%)¹

Allianz RCM US Equity - A (H-EUR)
(ISIN IE00B0RZ0529, TER 1,430 %)¹

cominvest Fondak - P - EUR
(ISIN DE0008471012, TER 1,49%)¹

Allianz RCM Thesaurus - AT - EUR
(ISIN DE0008475013, TER 1,37 %)¹

Allianz RCM Rohstofffonds - A - EUR
(ISIN DE0008475096, TER 1,46%)¹

Allianz Commodities Strategy - A - EUR
(ISIN LU0353377335, TER --)¹

Renten- und Geldmarktfonds

Allianz PIMCO Rentenfonds - A - EUR
(ISIN DE0008471400, TER 0,93 %)

cominvest InflationsSchutz - P - EUR
(ISIN LU0202944186, TER 0,75 %)

Allianz PIMCO Geldmarktfonds - A - EUR
(ISIN DE0008471442, TER 0,67 %)

Wer sich für Zielfonds interessiert, für den kommen u. a. folgende Fonds in Betracht:

Allianz FinanzPlan 2015 - A - EUR
(ISIN LU0239364028, TER 1,98%)²

Allianz FinanzPlan 2020 - A - EUR
(ISIN LU0239364531, TER 2,47%)²

Allianz FinanzPlan 2025 - A - EUR
(ISIN LU0239365264, TER 2,48%)²

Allianz FinanzPlan 2030 - A - EUR
(ISIN LU0239367716, TER 2,53%)²

Allianz FinanzPlan 2035 - A - EUR
(ISIN LU0239368102, TER 2,54%)²

Allianz FinanzPlan 2040 - A - EUR
(ISIN LU0239368953, TER 2,44%)²

Allianz FinanzPlan 2045 - A - EUR
(ISIN LU0239369506, TER 2,52%)²

Allianz FinanzPlan 2050 - A - EUR
(ISIN LU0239384059, TER 2,42%)²

Die von uns genannten Fonds können sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstanden werden. Für ihre Umsetzung müssen die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-Ertrags-Profiles des Anlegers Berücksichtigung finden.

Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten.

Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie bei Allianz Global Investors oder direkt bei Ihrem Anlageberater. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100 % vom Vertriebspartner vereinnahmt. Daneben kann die KAG 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. Daneben kann die KAG 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 Fondsanteils kann stark erhöht sein.

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