



## Quartalsbericht zum 30.06.2011

### Inflation ist wie ein laues Bad, dann wird das Wasser immer heißer – und am Schluss explodiert die Wanne! (André Kostolany)

Nicht zuletzt wegen der Schuldenkrise treibt Inflationsangst die deutsche Bevölkerung um. Immer noch mehr Geld muss produziert werden, um die immer größer werdenden Löcher zu stopfen. Eine Umfrage des Handelsblatts ergab, dass 60% der Deutschen sich vor Inflation fürchten! Auch wenn die veröffentlichten Inflationsraten noch relativ niedrig erscheinen – so liegt die amtlich ermittelte Inflationsrate (Verbraucherpreisindex) für den Monat Mai bei 2,3% und damit nur knapp über dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank EZB bei 2%. Beim Bürger entsteht jedoch ein anderer Eindruck. Preiserhöhungen bei Obst, Gemüse, Butter, Kaffee und nicht zuletzt Benzin, ganz zu schweigen von steigenden Mieten und insbesondere Wohnimmobilienpreisen in Spitzenlagen, vermitteln Inflation. Die „gefühlte Inflation“, die von der Schweizer Universität Fribourg erhoben wird, zeigt daher auch ein anderes Bild. Nach dieser Messlatte liegt die Rate im Bereich von über 5%!



Hinzu kommt eine selbst in vermeintlich seriösen Medien gerittene Welle des Angstschürens. „Wir retten uns zu Tode, Fass ohne Boden, Die Euro-Lüge, Euro ist Teuro, Das Frankenstein-Monster, Die Inflation kommt, Rette sich wer kann! Währungsreform...“. Das sind nur einige der Titel von Print- und Funkmedien, die in den letzten Monaten durch die Landschaft geisterten. Gleichzeitig wird auf allen Kanälen mit sog. Experten darüber diskutiert, ob wir auf den Abgrund zusteuern, werden Bilder aus Athen von Randalierern und Chaoten gezeigt, die mit Brandbomben gegen Polizisten und Banken vorgehen. Kaum einer kann sich diesen Negativszenarien mehr entziehen. Kein Wunder also, dass Sparer und Anleger aufgeschreckt reagieren und nach Schutz vor dem Kommenden suchen.

Hier schlägt die Stunde des Geschäfts mit der Angst. In der Finanzwelt tummeln sich wieder einmal selbst ernannte Experten, die den verängstigten Anlegern Hilfe anbieten. Ein regelrechter Trend sind dabei überteuerte Edelmetallkonten im Ausland – natürlich mit Auslieferungsgarantie. Auch die eine Zeitlang verschmähten geschlossenen Immobilienfonds boomen schon wieder – dass es hier entscheidend auf die Inhalte ankommt, vergessen bereits wieder viele im Eifer des Gefechtes. Viele Banken legen Inflationsschutz-Anleihen und -Zertifikate auf oder empfehlen Fonds, die in inflationsindexierte Anleihen investieren. Dabei kann mittels der Namensgebung bereits das Schutzbedürfnis des Anlegers gestillt werden. Hoffen wir, dass die Anleger einen guten Berater haben, der hier wirklich die Spreu vom Weizen zu trennen weiß.

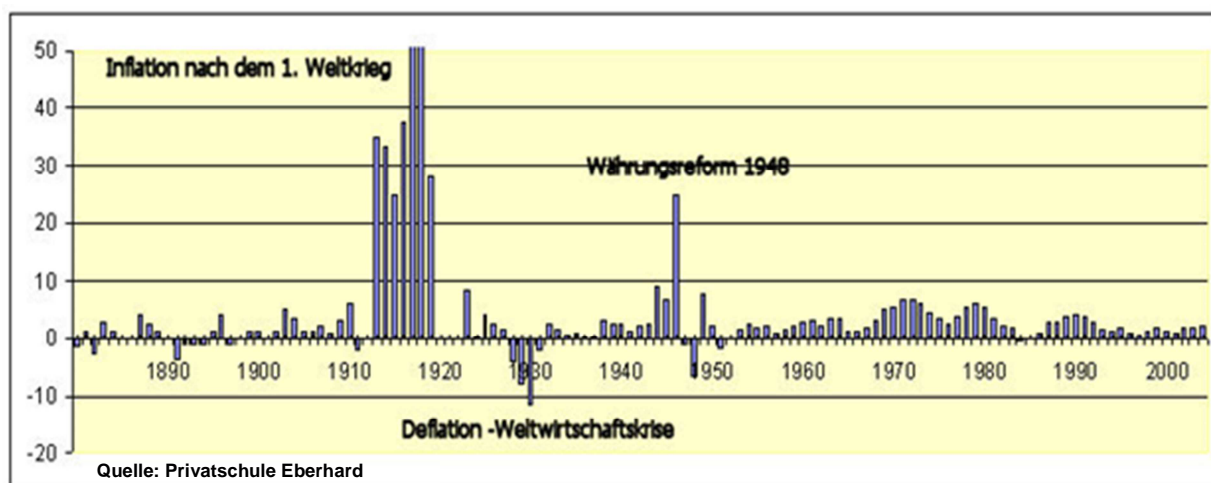
Insbesondere, wenn es um verpackte Konstruktionen geht, wie beispielsweise bei Zertifikaten, sollte man sich die Bedingungen sehr genau ansehen. Gerade Inflationsanleihe-Zertifikate, deren Zinszahlungen von unterschiedlichen Variablen abhängig sind, beinhalten oft ein hohes Risiko. Zum Beispiel wird nach zunächst fixen Zahlungen und anschließender Inflationsorientierung zum Ende der Laufzeit die Rückzahlung von Aktienindizes abhängig.

Was dann bei einem Aktienmarkteinbruch noch übrig bleibt, wird man erst danach feststellen können. Einfachere Konstruktionen orientieren die Ausschüttung an Verbraucherpreisindizes einzelner Länder. Auch mit diesen Zertifikaten werden die Anleger nichts gewinnen. Allerdings kann das Ergebnis gut prognostiziert werden, nämlich: Inflationsrate minus Ausgabeaufschläge minus laufender Kosten. Das kann zwar ein nominal positives Ergebnis sein, heraus kommt aber ein garantierter Verlust.

Auch bei den einfachen sogenannten Inflation Linked Bonds, den inflationsindexierten Anleihen, werden Sie immer der Entwicklung hinterherhinken. Die Zinszahlung wird immer erst im Nachhinein angepasst, somit kann auch nur annähernd ein Ausgleich stattfinden, dennoch bieten sie innerhalb der Kategorie Anleihen den besten Schutz.

### Ist die Angst vor einer kommenden Inflation gerechtfertigt?

Wurden die Weichen hin zu unvermeidbarer Inflation bereits gestellt? Und wenn ja, bedeutet das eine hohe Inflation, vielleicht sogar eine Hyperinflation? Steht am Ende vielleicht ein Währungsschnitt vor der Tür? **Lassen Sie uns an dieser Stelle doch erst einmal klären, was unter Inflation zu verstehen ist und durch welche Faktoren sie ausgelöst wird beziehungsweise welche Faktoren in die andere Richtung wirken.** In der folgenden Darstellung möchten wir Ihnen für eine Einordnung der Lage zunächst die jährlichen Inflationsraten seit 1880 zeigen. Die Balken der Hyperinflationen 1922 und 1923 passen nicht auf den Chart, teilweise wurden Waren über Nacht 100% teurer! So eine Phase kann aktuell nicht einmal in Ansätzen ausgemacht werden (rechts im Chart die aktuellen Inflationsbalken).



### Inflation 1: monetaristische Sichtweise → Geldentwertung?

Inflation kommt vom lateinischen „inflare“ und bedeutet aufblasen. Gemeint ist in unserem Zusammenhang damit die Aufblähung der Geldmenge. Logischerweise kann vereinfacht dargestellt keine Inflation auftreten, wenn sich Geldmenge und die ihr gegenüberstehende Gütermenge im Gleichgewicht befinden. Um dies zu veranschaulichen, sei hier ein Beispiel angeführt: Auf einer kleinen Insel, die vom Rest der Welt abgeschnitten ist, leben drei Insulaner. Ein Insulaner besitzt 200 Schafe, der andere ist im Besitz eines Schatzes von 100 Münzen und der dritte Ruhestandsinsulaner besitzt durch seine frühere Schafzucht auch 100 Münzen. Dieser Insulaner hat sich aber bereits zur Ruhe gesetzt. Da der Geldinsulaner Hunger hat, verhandelt er mit dem Schafinsulaner über den Kauf eines Schafes. Man einigt sich schließlich auf eine Münze für das Schaf, ein fairer Preis. Nach einiger Zeit entdeckt der Geldinsulaner eine alte Mine und beginnt, neue Münzen herzustellen. Ein halbes Jahr später besitzt der Geldinsulaner 300 Münzen, der Schafinsulaner konnte jedoch den Bestand an Schafen nicht verändern (Schwund und Verzehr). Also stehen den 400 Münzen nun nur

200 Schafe gegenüber. Ein Schaf hat weiter den Wert eines Schafes, aber eine Münze – da es nun doppelt so viele gibt wie zu Beginn – hat nur noch den halben Wert. Der Schafinsulaner wird nun zwei Münzen pro Schaf verlangen. Für den Geldinsulaner, der entsprechend mehr Münzen besitzt, ist das nicht weiter schlimm. Für den Ruhestandinsulaner, der nur auf die in seinem Schrank liegenden Münzen zugreifen kann, hat das aber große Bedeutung. Für ihn ist sein Lebenswerk nur noch die Hälfte wert! Er muss doppelt so viel für ein Schaf ausgeben wie zu Beginn. Nach der monetaristischen Regel bedeutet dies fachlich korrekt formuliert, dass die Geldwertstabilität dann gesichert ist, wenn die Geldmenge nicht stärker als das reale Bruttoinlandsprodukt steigt.

Das obige Beispiel zeigt in einfachem Wirkmechanismus die Folge einer starken Ausweitung der Geldmenge, die hier zu Inflation und Geldentwertung führt. In unserer heutigen Welt wirken zusätzlich jedoch viele andere Faktoren auf die Entwicklung der Preise und damit auf den Wert des Geldes ein.

Betrachten wir zunächst die Möglichkeit, Schulden aufzunehmen. Einen Kreditvertrag abschließen kann jeder, der über ein Einkommen, Rücklagen, Anlagen oder eine andere Art der Substanz verfügt. Je sicherer die Rückzahlung erscheint, desto höhere Kredite können aufgenommen werden und umso niedriger ist der Zinsaufschlag. Schulden können also bei Privaten, Unternehmen, Banken und Staaten und deren Institutionen vorhanden sein. Um jedoch Schulden machen zu können, muss auf der anderen Seite ein Kontrahent stehen, der Vermögen hat, oder aber eine Bank, die über Geld verfügen und schöpfen kann. In einem solchen System kann zunächst keine markante Geldmengenausweitung und eine daraus verursachte Inflation entstehen, da Banken eine von der Zentralbank bestimmte Mindestreserve aus den Einlagen hinterlegen müssen. Die Rückführung der Kredite würde die Geldmenge wieder reduzieren.

## Die Rolle der Zentralbank

Neben den Geschäftsbanken, die in engem Rahmen auch Geldschöpfung betreiben können, hat diese Macht in erster Linie die Zentralbank. Sie kann durch Ankauf von Aktiva, das sind zum Beispiel notenbankfähige Anleihen und andere Wertpapiere, den Geschäftsbanken entsprechend neue

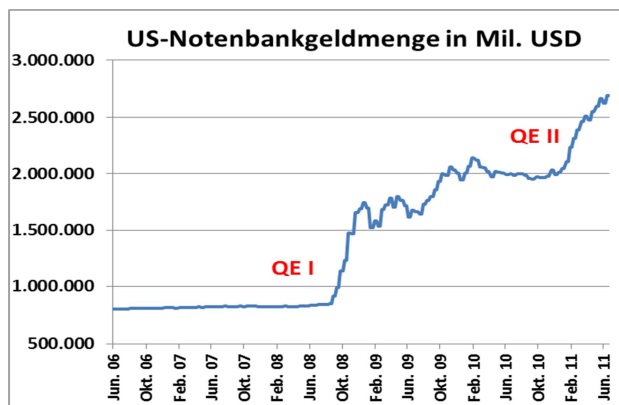


Gelder ausleihen (Fiat Money) und damit die Geldmenge steuern. Dazu ein Beispiel: Die solide Schwabenbank will weiter expandieren und emittiert eigene Anleihen. Da die Bank jedoch nicht besonders bekannt ist, kann sie die Anleihe nicht am Markt verkaufen. Sie nimmt die Anleihe zunächst in ihre eigenen Bücher. Dann reicht sie einen Teil der Emission an die Zentralbank weiter, die diese Papiere, da die Bank solide ist und die Anleihe ein gutes Rating von einer Ratingagentur hat, annimmt und den Betrag der Schwaben-

bank zur Verfügung stellt. Dieses Geld kann die Schwabenbank weiter an ihre Kunden verleihen. Das neue Geld ist nun im Umlauf und hat die Menge des Geldes erhöht. Aber woher kommt dieses Geld? Dieses Geld ist neu erschaffen worden – es war vorher nicht vorhanden! Es stammt auch nicht aus einem Guthaben der Zentralbank. Aber es erhöht die Bilanzsumme der Zentralbank und der Schwabenbank.

Durch die Bekämpfung der Hypotheken- und Finanzkrise sind durch die US-Notenbank fast 2,4 Billionen US-Dollar über diesen Mechanismus in die Volkswirtschaft geflossen. **Entscheidend ist jedoch, ob das Geld auch bei den Endverbrauchern ankommt und somit durch Konsum in den Wirtschaftskreislauf gelangt.** Ist das der Fall, dann wird die Ausweitung der Geldmenge auch wirklich preiswirksam.

Die Zentralbank kann aber umgekehrt natürlich die Geldmenge auch wieder verringern. Werden im vorangegangenen Beispiel die Anleihen der Schwabenbank fällig, muss die Schwabenbank der Zentralbank das Geld inklusive der Zinsen zurückzahlen. Aber auch vor Fälligkeit kann die Zentralbank die Anleihen wieder verkaufen. Durch diese Rückzahlung oder den Verkauf fließt das Geld wieder zurück an die Zentralbank und wird damit dem Umlauf und der Wirtschaft wieder entzogen. Weitere Instrumente zur Rückführung der Geldmenge sind zum Beispiel die Erhöhung der Mindestreservesätze der Banken und die Erhöhung der Leitzinsen. Dies verschlechtert die Kreditvergabebedingungen und reduziert Ausleihungen.



Im obigen Chart ist die Entwicklung der Notenbankgeldmenge der USA abgebildet. Insbesondere die zwei Stimulationsprogramme haben dort die Geldmenge exorbitant erhöht. Von einer Rückführung der Geldmenge ist nichts zu sehen.

### Wichtig sind die folgenden Erkenntnisse:

- Die Zentralbank steuert die Geldmenge.
- Geldschöpfung kann die Wirtschaft lenken.
- Die Preisentwicklung / Geldwertstabilität wird dadurch beeinflusst.
- Aber die Zentralbank (hier die EZB) hat als primäres Ziel die Geldwertstabilität in den Statuten verankert!
- Ein direkter Ankauf von Staatsanleihen, wie aktuell von Griechenland, Portugal und Irland, führt zu einer Geldmengenausweitung und ist eigentlich nicht erlaubt.

### Inflation 2: Verknappung → Geldentwertung?

Bei der Ausweitung der Geldmenge geht es um ein künstlich geschaffenes Ungleichgewicht. Die Geldmenge wird vermehrt, die Gütermenge bleibt konstant oder vergrößert sich in geringerem Maße. Was passiert jedoch, wenn die Gütermenge geringer wird? Auch dann werden wir (siehe unser Beispiel zu den Schafen) mehr für ein Schaf bezahlen müssen. Dieses Phänomen findet seit geraumer Zeit bei den knappen Ressourcen unserer Erde statt. Hierzu eine kleine Verständnisfrage: Steigt der Erdölpreis, weil mehr Geld im Umlauf ist? Die Antwort kennen Sie! Dieser Energieträger ist begrenzt, gleichzeitig steigt der Verbrauch. Ergo wird sich der Preis für Öl langfristig erhöhen. Hierbei unterstellen wir, dass Chemie- und Transportbranchen sowie die Energiegewinnung nicht von heute auf morgen auf diesen Rohstoff verzichten können.

Aber kommen wir wieder zu unserer Frage zurück, **sind steigende Öl- und Rohstoffpreise nun ein Indiz für Inflation im eigentlichen Sinne? Die Antwort ist nein!** Auch wenn inzwischen die Rohstoffe zu den Anlageklassen der Finanzinvestoren gehören und diese die Preise mit beeinflussen, so ist es doch in erster Linie die Verknappung und der Verbrauch, der hier zu den Preissteigerungen führt. Steigende Rohstoffpreise führen mit Verzögerung auch zu steigenden Preisen für Endprodukte. Aber auch diese Überwälzung ist nicht mit der Inflation im Sinne von Geldentwertung gleichzusetzen.

### Inflation 3: Lohn-Preis-Spirale → Geldentwertung?

Eine andere Art der Geldentwertung lässt sich aus der sogenannten Lohn-Preis-Spirale erklären. In Deutschland ist in den vergangenen Monaten die Arbeitslosigkeit deutlich gesunken. Das Beschäftigungsniveau ist so hoch wie schon seit dem Wiedervereinigungsboom nicht mehr. Dies führt, insbesondere nach den mageren Lohnzuwächsen der letzten Jahre, zu Begehrlichkeiten. In solchen



Fällen kann sich eine Lohn-Preis-Spirale entwickeln. Zunächst wird die Kaufkraft der Beschäftigten erhöht. Dies erhöht die Nachfrage nach Konsumgütern. Die Hersteller wiederum werden durch höhere Lohnkosten belastet und versuchen, die Preise zu erhöhen. Dies funktioniert, da die Nachfrage gerade ja angestiegen ist. In der Folge werden Gewerkschaften aber bei den nächsten Verhandlungen wieder mehr Gehalt fordern – die Preise sind ja gestiegen - usw.

Auch diese Art der Inflation kann nicht primär auf die Ausweitung der Geldmenge zurückgeführt werden, dennoch **handelt es sich um eine Geldentwertung**. Hier wird mit Gewinnen der Unternehmen der Konsum gefördert, der wiederum eine höhere Nachfrage nach sich zieht und die Preise treibt.

#### **Neben den im ersten Teil gewonnenen Erkenntnissen gilt Folgendes:**

- a. Die Ausweitung der Geldmenge ist nur ein Faktor der Preisentwicklung.
- b. Die Preisentwicklung hängt von der Verfügbarkeit eines Gutes ab.
- c. Die Preisentwicklung hängt von der Nachfrage ab.

#### **Die Wege des Geldes – oder gibt es nur eine Richtung?**

In einem einfachen Wirtschaftssystem kann Geldmengenausweitung mit Inflation gleichgesetzt werden. In unserem komplexen System kann das nicht mehr so einfach erklärt werden. Wichtige Größen sind dabei Unternehmen, Private, Banken, Staaten und Finanzinvestoren. Beginnen wir mit den **Unternehmen**. Viele Unternehmen hatten vor der Hypothekenkrise ihre eigenen Bilanzen aufgebläht. Sie hatten sich teilweise zu stark verschuldet, um am Wirtschaftswachstum teilnehmen zu können. Expansion war in dieser Zeit großgeschrieben. Nach der Krise, im Zuge derer unzählige Unternehmen in Konkurs gegangen oder nur knapp daran vorbeigeschlittert sind, fand in den Unternehmenszentralen ein Umdenken statt. Nicht nur bei den Banken war die Devise Bilanzverkürzung. **Der neue Leitsatz heißt Entschuldung**. Unternehmen stellten bei verbesserter Geschäftslage keine neuen Mitarbeiter ein, reorganisierten ihren Betrieb und begannen damit, ihre Schulden zu tilgen. Der weiter schwache Arbeitsmarkt in den USA ist ein Beleg dafür, dass dieser Prozess noch in vollem Gange ist. Vergleicht man die Bilanzen der Unternehmen der letzten Jahre mit den aktuellen Zahlen, ist der Erfolg dieser Politik überaus deutlich feststellbar. Die Kassenbestände sind signifikant angeschwollen.

Bleiben wir zunächst noch in den USA. Das Land hat die höchste Konsumquote innerhalb der Industrienationen. Aktuell hängen mehr als 70% der Wirtschaftsleistung der USA vom Konsum ab. Andererseits war die Sparrate der US-Bürger lange Zeit mit ca. 2% sehr niedrig. Hinzu kommt, dass die Verschuldung der **Privaten** im weltweiten Vergleich zu Europa überdurchschnittlich hoch liegt. Die für viele Amerikaner existenzielle Krise hat auch dort zu einem Umdenken geführt. Die Rückführung der Schulden, nicht nur bei den „unglücklichen Hauskäufern“, sondern auch bei der Breite der Bürger, hat hohe Priorität. Insbesondere unter hoher Arbeitslosigkeit überwiegt der Sicherheitsgedanke.

**Banken und Versicherer** waren mit Abstand die größten Nutznießer des neuen Geldes. Neben den Banken, die vor dem Zusammenbruch gerettet wurden, wurde die Masse der Mittel dafür aufgewendet, um die Banken liquide zu halten. Normalerweise leihen sich Banken gegenseitig Geld und gleichen somit Schwankungen in deren Beständen aus. Während der Krise und noch lange Zeit danach fand das nicht mehr statt. Die Banken vertrauten sich untereinander nicht mehr. Fiele ein Kontrahent um, so wäre das ihm geliehene Geld in größter Gefahr. Hier mussten die Zentralbanken einspringen, die den Geschäftsbanken Geld gegen Sicherheiten zur Verfügung stellten – also der klassische Fall der Geldschöpfung. Zusätzlich kaufte die US-Notenbank die problembehafteten hypotheckenbesicherten Anleihen auf. Unter anderem führte also auch die Austrocknung des Interbankenhandels zur Ausweitung der Zentralbankbilanzen. Bei Rückgabe der Sicherheiten wird dieses Geld jedoch wieder eingesammelt und es findet eine Reduktion statt. Nur ein Teil der Institute konnte die Staatshilfen schon wieder komplett zurückzahlen.

Die Finanzkrise, bei der die globale Finanzwelt vor dem Abgrund stand, hat in der Folge auch die Regulierer auf den Plan gerufen. Banken müssen nun unter anderem mehr Eigenkapital vorhalten. Je wichtiger und systemdominanter die Banken sind, desto höher sind die Anforderungen. Banken sind unter anderem auch deshalb dazu übergegangen, ihre aufgeblähten Bilanzen zu verkürzen und die Verschuldung zurückzuführen. Die Geschäftsbanken sind weiterhin schon aus eigenem Interesse – eine Rettung durch den Staat kommt die Banken teuer zu stehen – darauf bedacht, ihre Substanz zu stärken. Die Komplet- oder Teilverstaatlichung von Banken führte jedoch auch dazu, dass die Lasten auf den Staat übertragen wurden, der dafür neues Geld bereitstellen musste.

Schließlich kommen wir zu den (Schulden)**Staaten**. Und hier – Ehre, wem Ehre gebührt – also zu den USA. Die griechischen Schulden sind im Vergleich dazu wirklich Peanuts. Die Verschuldung der USA liegt aktuell bei über 14 Billionen US-Dollar, die griechischen Schulden machen etwa ein 42stel davon aus. Gegenwärtig streiten die Parteien in Washington um eine Anhebung der Schuldengrenze. Die regierenden Demokraten unter Obama müssen die Schuldengrenze anheben, sonst droht die Zahlungsunfähigkeit des Landes. Die Republikaner sehen sich bereits im Wahlkampf und halten dagegen. Ein, wenn auch nur temporärer, Zahlungsausfall der USA würde mit Sicherheit die Regierung zu Fall bringen. Ein Zahlungsausfall würde daneben jedoch weitreichende finanzielle und wirtschaftliche Konsequenzen nach sich ziehen. Maßgebliche Ratingagenturen wie Standard & Poors drohten bereits, bei einer „Nichtanhebung der Schuldengrenze das Rating für die nächsten fälligen Anleihen vom aktuellen Spitzenrating „AAA“ auf „D“ und damit auf „Zahlungsausfall“ herabzustufen“.

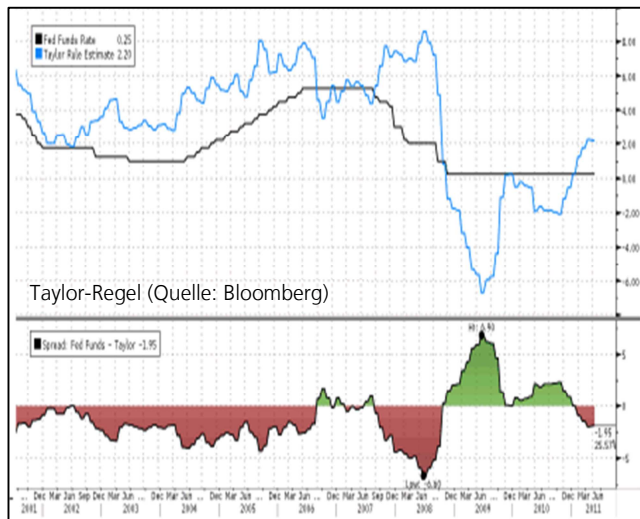
Bei den europäischen PIIGS-Ländern – wir berichteten dazu mehrfach – können sich zwischenzeitlich Griechenland, Irland und Portugal nur noch durch europäische und internationale Finanzhilfe über Wasser halten. Italien und Spanien konnten sich hingegen der Sippenhaftung bis jetzt entziehen. Infolge der dramatischen Situation dieser Länder hat ein globales Umdenken stattgefunden. Quer über die Staaten der europäischen Gemeinschaft hinweg haben nahezu alle höher verschuldeten Staaten teilweise scharfe Sparmaßnahmen ergriffen bzw. beschlossen. Die USA sind mitten in diesem Prozess und Japan hat ebenfalls Maßnahmen ergriffen. Das große Erdbeben, der Tsunami und die folgende Atomkatastrophe führen dort jedoch aktuell wieder zu einer weiteren Verschuldung. Dennoch muss konstatiert werden, dass nahezu die halbe Welt im Begriff ist einzusparen. Dies ist die umfassendste Austeritätspolitik (Sparpolitik), die jemals umgesetzt wurde.

All die vorgenannten Maßnahmen münden insgesamt in ein sogenanntes **Deleveraging** (Rückführung des Fremdkapital-Hebels). Insbesondere die Sparmaßnahmen der Unternehmen und Privaten, aber auch zunehmend der Staaten führen zu einer Reduzierung der Geldmenge. Aufwändige Untersuchungen der Wirtschaftswissenschaftler Rogoff und Reinhart zeigten, veröffentlicht im Buch „This Time is Different“, dass solche „Deleveraging-Prozesse“ sogar immer wieder zu **deflationären Phasen** führten.

In unserer Betrachtung fehlen nun noch die **Finanzinvestoren**. Wenn die insbesondere in den USA extrem stark ausgeweitete Geldmenge nicht zum großen Teil in der Realwirtschaft angekommen ist, stellt sich die Frage, ob dieses Geld nicht etwa von Investoren in die Finanzmärkte umgeleitet wurde. Plakativ betrachten wir die Veränderung der Marktkapitalisierung der New York Stock Exchange, gemessen am NYSE Composite Index. Bei den diesjährigen Höchstständen der Börse lag die Marktkapitalisierung (also der Wert aller dort notierten Aktien) etwa bei 18 Billionen USD. Im März 2009, zum Markttief, lag die Marktkapitalisierung bei ca. 9 Billionen USD. Hier sind also allein 9 Billionen USD an Kurswertsteigerungen geschaffen worden. Nun sind diese Wertsteigerungen natürlich nicht mit Zuflüssen in den Markt gleichzusetzen, dennoch ist dies ein wichtiges Indiz dafür, dass überschüssiges Geld von den Finanzmärkten aufgesogen wurde. Daneben flossen in diesem Zeitraum immense Summen in den Rohstoffmarkt und speziell in Gold als wiederentdeckter Anlageklasse. Die Fachsprache nennt diese Art der Inflation **Vermögenspreisinflation**. Inflation im Sinne von Geldentwertung ist das aber nicht. Dennoch sind solche Entwicklungen sehr genau zu beobachten. Die Gefahr, die daraus erwachsen kann, sind neue Blasen an den Finanzmärkten. Dass eine Vermögenspreisinflation jedoch in reale Inflation mündet, ist eher unwahrscheinlich.

## Inflationsprognose über das Output Gap

Die Ergebnisse dieser Erklärungsversuche zur Beurteilung und Prognose von inflationären Tendenzen waren den Forschern nicht ausreichend und führten zur Betrachtung der Produktionslücke, des sogenannten Output Gap. Hierbei wird zunächst untersucht, wie hoch die Auslastung der Produktion gegenwärtig ist. Für ein Land werden hierzu die Zahlen zur gesamten Wirtschaftsleistung



herangezogen. Die gemessene Auslastung wird dann mit dem Wert verglichen, der unter einer „Normal-Konjunktur“ im langfristigen Trend-Potenzial zu erwarten wäre. Ein positiver Wert zeigt eine Überhitzung und damit Inflationstendenzen, ein negativer Wert zeigt Überkapazitäten und damit eher fallende Preise an. Wie stark nun die entsprechende Richtung ausgeprägt sein wird, ist schließlich wieder von der Geldpolitik abhängig.

Bestandteile des Indikators sind aktuelle Inflation und Inflationsziel sowie der Realzins. Dies alles wird in der Taylor Regel zusammengefasst, die anzeigt, ob die Geldpolitik und damit der Leitzins angemessen ist oder nicht. Liegen die Leitzinsen niedriger als der Wert

der Taylor-Regel, so führt dies gewöhnlich zu Inflation! Nach einer leicht deflationären Phase während der Krise liegt nun der Wert für die USA in einem Bereich, der leichte Inflation für die Zukunft anzeigt. Der Leitzins müsste demnach auf ca. 2,2% ansteigen, um hier entgegenzuwirken.

### Fazit:

In unserer komplizierten Wirtschaftswelt kann ein unmittelbarer Zusammenhang von Geldmengenausweitung und Inflation im Sinne von Geldentwertung nicht mehr als pauschal zutreffend betrachtet werden. Überschüssiges Geld fließt insbesondere in unsicheren Konjunkturphasen nicht unmittelbar in den Wirtschafts- und Gütersektor und kann folglich nicht als preistreibend erachtet werden. Sparsbemühungen Privater, von Unternehmen, Banken und Staaten führen zu einem Deleveraging-Prozess, der eher in die Gegenrichtung, also deflationär wirkt. Nicht zuletzt übt auch der Finanzsektor hier ein Korrektiv aus und zieht überschüssiges Geld auf sich. Enden jedoch diese gegenläufigen Prozesse, wird bei einer weiter anhaltenden Geldschwemme ein höherer Inflationsdruck sehr wahrscheinlich. Können die Zentralbanken dann die Geldmengenausweitung nicht wieder zurückführen, wäre im Extremfall auch eine Hyperinflation möglich. Aus heutiger Sicht halten wir das für wenig wahrscheinlich. Plausibel erscheint eher die sich aus der Taylor-Regel ergebende Einschätzung, die gegenwärtig auf eine „leichte Inflation“ hinweist.

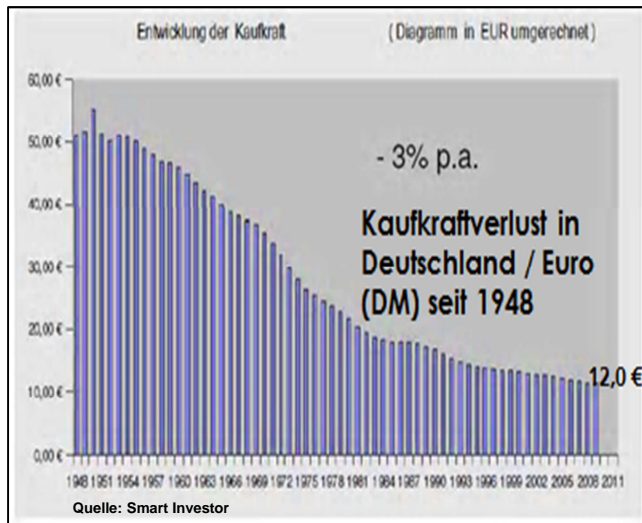
Im Folgenden versuchen wir, die Gewinner und Verlierer von Inflationsphasen auszumachen. Für die Hyperinflation, das bedeutet Inflationsraten im zweistelligen Bereich pro Monat, betrachten wir die Zeit der Weimarer Republik mit ihrer Hyperinflation 1922 / 1923. Für Erkenntnisse zu gemäßigten Inflationsphasen im Bereich von über 5% pro Jahr greifen wir auf Erkenntnisse verschiedener statistischer Auswertungen und bestehender Analysen zurück.

### Wer sind die Verlierer bei einer Hyperinflation?

Die Geschichte zeigt, dass Rentner, Pensionäre, Sparer, Arbeitnehmer, auch Anleger, die ihre Gelder in als mündelsicher geltenden Anlagen investiert hatten (Hypotheken- und Staatsanleihen), die größten Verlierer in der Phase der Hyperinflation waren. In der Hyperinflation 1922/23 brach sogar das gesamte Kreditvermittlungsgeschäft der Hypothekenbanken zusammen. Auch der Hypothekensock war nicht mehr werthaltig, Versicherungen erlitten das gleiche Schicksal!

## Die Verlierer einer gemäßigten oder schleichenden Inflation?

Auch die sogenannte „schleichende Inflation“, darunter versteht man relativ geringe Inflationsraten über einen langen Zeitraum, kann bei Sparern zu nicht unerheblichen Vermögensverlusten führen.



Selbst eine sehr geringe Preissteigerungsrate von 1,57%, wie sie für die letzten 10 Jahre in Deutschland zu ermitteln war, führte zu einem Kaufkraftverlust von über 14%. Liegt die Inflationsrate bei 4%, wären gemessen an der Kaufkraft von 1000 Euro nach 10 Jahren nur noch 675 Euro übrig!

In der nebenstehenden Grafik ist der schleichende Kaufkraftverlust seit der Einführung der DM 1948 ersichtlich (seit der Euro-Einführung gelten die Werte für den Euro). In den letzten 60 Jahren hat sich so die Kaufkraft von ursprünglich 50 auf nur noch 12 pro Einheit verringert, und das bei einer relativ geringen Rate von ca. 3% pro Jahr.

Hauptverlustfaktor bei **Anleihen** ist der Kaufkraftverlust des Rückzahlungswertes der Anleihe. Je länger zudem die Laufzeiten der Anleihen sind, desto größer wird der Verlust auf den Zinskupon. Kaufen Sie heute eine 10-jährige Bundesanleihe mit ca. 2,9% Zinskupon und die Inflation steigt linear von 2,3% auf 8%, dann erleiden Sie nach der ersten Zinszahlung bei jeder weiteren Zinszahlung einen Verlust an Kaufkraft, der im letzten Jahr dann ca. 5,7% beträgt! Der Zinskupon, der die Inflation ausgleichen sollte, verharrt auf dem festgelegten Wert, während die Inflationsrate immer weiter steigt. Verkaufen Sie die Anleihe während der Laufzeit, erleiden Sie je nach Höhe des aktuellen Marktzinsniveaus Kursverluste. Besser schneiden in einem solchen Fall noch Kurzläufer oder inflationsgeschützte Anleihen ab. Nach Rückzahlung der Anleihe können Sie dann zu den aktuell höheren Marktzinsen neue Anleihen erwerben. Ähnlich funktionieren auch inflationsindexierte Anleihen, bei denen der jeweilige Zins der Inflationsrate angepasst wird.

## Wer sind die Gewinner bei einer Inflation bzw. der Hyperinflation?

Vor allem waren es die **Besitzer von Sachwerten**. Hauseigentümer, Landwirte, Arbeitnehmer, die in Naturalien bezahlt werden konnten. Für den **Hausbesitzer** wirken jedoch ganz unterschiedliche Einflüsse. In einem eigengenutzten und abbezahlten Haus wird es sich in solch unsicheren Zeiten am besten leben lassen. Als Vermieter, so zeigt die Vergangenheit, werden die Mieteinnahmen jedoch gravierend sinken (Verkehrte Welt, Meyer, Vandenhoeck & Rupprecht, 1998). Eine weitere Gefahr ergibt sich bei einem Auslaufen des fixierten Zinssatzes, etwa bei der Darlehensverlängerung. Die Zinslast wird sich mit dem Neuabschluss gravierend erhöhen, während die Mieteinnahmen – im Extremfall durch staatliche Eingriffe – kaum steigen dürften. Abgesehen davon werden sich in solchen Phasen viele Mieter die Wohnungen nicht mehr leisten können und nicht mehr oder nur teilweise Mietzins bezahlen. Können vom Eigentümer die Zins- und Tilgungsleistungen trotz allem weiter beglichen werden, wird eine Immobilie den zwischenzeitlichen Wertverlust (hoher Zins => geringere Bewertung) wieder aufholen und dem „Werterhalt-Charakter“ gerecht werden. Die vermeintliche Sicherheit einer Immobilie ist in Hyperinflationsphasen sehr differenziert zu betrachten. Um mittels Immobilien optimal für eine Inflationsphase gerüstet zu sein, kommt es auf die Finanzierungsstruktur an. Kreditverlängerungen in der Hochzinsphase können im negativen Fall auch zum Ruin führen. Äußerst riskant ist in solchen Fällen auch eine Finanzierung über eine Fremdwährung. Die Zinsen müssten dann von dem Geld aufgebracht werden, das gerade seinen Wert verliert. Gehen die Kreditlaufzeiten mit festem Zins über die Hochinflationsphase hinaus, hat man jedoch alles richtig gemacht. Zins und Kredit werden mit „geringwertigem“ Geld bezahlt, aber

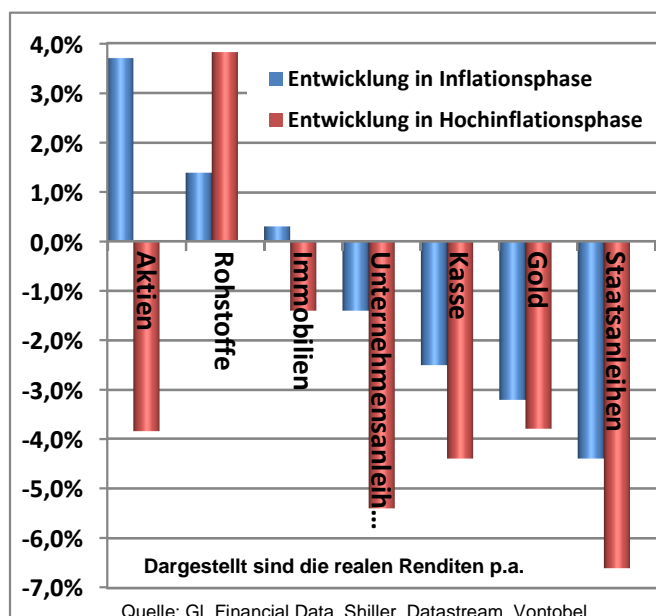


die Immobilie erhält nach einer solchen Phase den realen Wert. Am sichersten stellen sich die Immobilienbesitzer, die das Objekt schuldenfrei besitzen.

Natürlich sind für die Zielerreichung des Inflationsschutzes bei Immobilien viele besondere Aspekte zu beachten. Auch bei einer gemäßigten Inflation können **Immobilien** jedoch nicht immer vor einem Wertverlust schützen. So gibt der Baufinanzierungsexperte Prof. K. Fleischer von der Hochschule München zu bedenken, dass bei Preisen von 6.000 bis 8.000 Euro / qm zum Beispiel in den Münchner Toplagen kaum mehr mit weiteren Steigerungen zu rechnen sei (HB 19.05.11). Andererseits wurde in weiten Teilen Deutschlands aufgrund von Steuersubventionen Ende der 80er- und Anfang der 90er-Jahre unverhältnismäßig viel gebaut, sodass in bestimmten Teilen immer noch Überhänge vorhanden sind. Hinzu kommt der demographische Wandel in Deutschland, der mit einer schrumpfenden Bevölkerung einhergeht. Immobilieninvestments aus Anlegersicht sollten daher äußerst durchdacht und mit Experten geplant werden. Schlechte Lagen, Veränderungen der Bebauung, Umsiedelung von Industrie oder Veränderung des soziodemographischen Umfelds können die Investition in Sicherheit schnell in ein großes Verlustgeschäft umkehren und das trotz des im Allgemeinen werterhaltenden Charakters dieser Anlageklasse.

Kommen wir wieder zurück zu den Gewinnern in Hyperinflationsphasen. Gewinner waren auch all jene, die ihr Vermögen oder ihr Ersparnis im „stabilen“ Ausland angelegt hatten. Wer mit ausländischen Devisen in der Lage war, bei den Notverkäufen im Inland mitzumischen, der konnte am Ende als Krisengewinner dastehen.

Die **Aktien** sind in diesem Zusammenhang nur schwer einzuordnen. Per Saldo hatten auch ihre Besitzer Geld verloren, aber weitaus weniger als die Besitzer von Papiergeld. Einer der Hintergründe dafür ist, dass in einer Krise mit Hyperinflation auch viele Unternehmen ihren Zahlungen nicht mehr nachkommen können, insbesondere dann, wenn sie auf Lieferungen aus dem Ausland und generell auf Rohstoffe angewiesen sind. Bei einer Hyperinflation empfehlen sich also nur in eingeschränktem Rahmen Investitionen in Inlandsaktien.

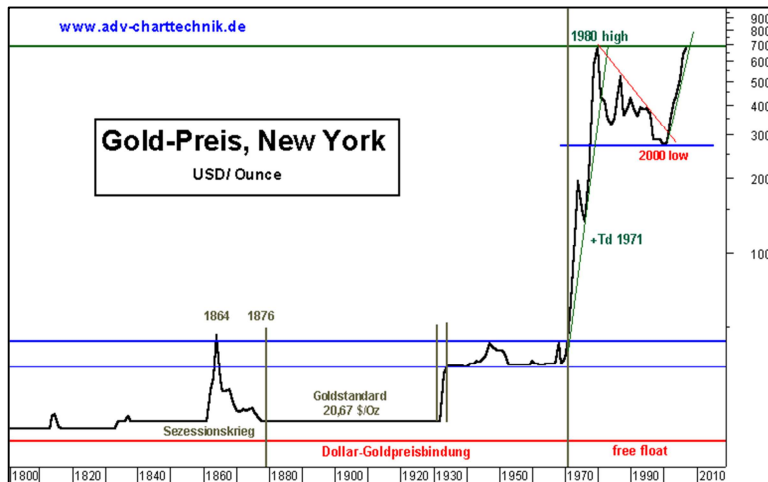


Bei mittlerer Inflation hingegen schneiden Aktien im Vergleich zu anderen Anlageklassen in der Regel sehr gut ab. Auch bei hoher Inflation bewahren Aktien insbesondere auf lange Sicht ihren Wert, wenngleich zwischenzeitlich auch größere Verluste anfallen können. Nach einer Normalisierung der Hochinflationsphase zeigt sich diese Überlegenheit. Eine Analyse der Credit Suisse über die letzten hundert Jahre zeigt, dass Aktien bei einer Inflationsrate von 2-4% p.a. die höchste Bewertung genossen und damit zu den Gewinnern gehörten.

Nebenstehender Chart verdeutlicht das Verhalten der wichtigsten Anlageklassen noch einmal. Die Analyse basiert auf Daten, die 110 Jahre zurückreichen und bezieht sich auf die amerikanischen Märkte.

Bei den Ergebnissen für Gold ist zu berücksichtigen, dass über lange Phasen Gold und US-Dollar fixiert waren. Daher bilden die Ergebnisse für Gold hier nicht das freie Spiel der Märkte ab. Eine Betrachtung der Daten nach Aufhebung des Bretton-Wood-Systems ist jedoch zu kurz, um als statistisch signifikant zu gelten.

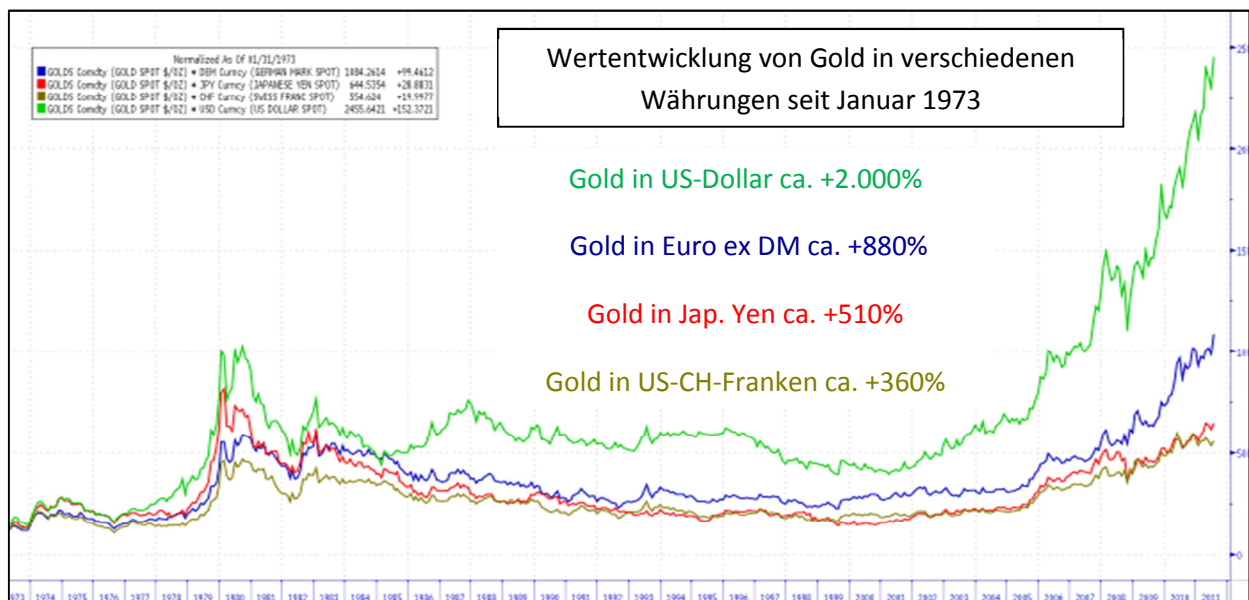
Die Analyse der **Goldpreisentwicklung** lässt keine eindeutigen Schlüsse im Hinblick auf eine Überlegenheit in Inflationsphasen zu. Eine 200-Jahres-Betrachtung (Chart) lässt nur drei nachhaltige Aufwertungsphasen erkennen. Die erste relevante ist in den 1930er-Jahren zu verzeichnen und wurde vom Staat bestimmt, bis 1973 war dann der Goldpreis zum US-Dollar fixiert (Bretton-



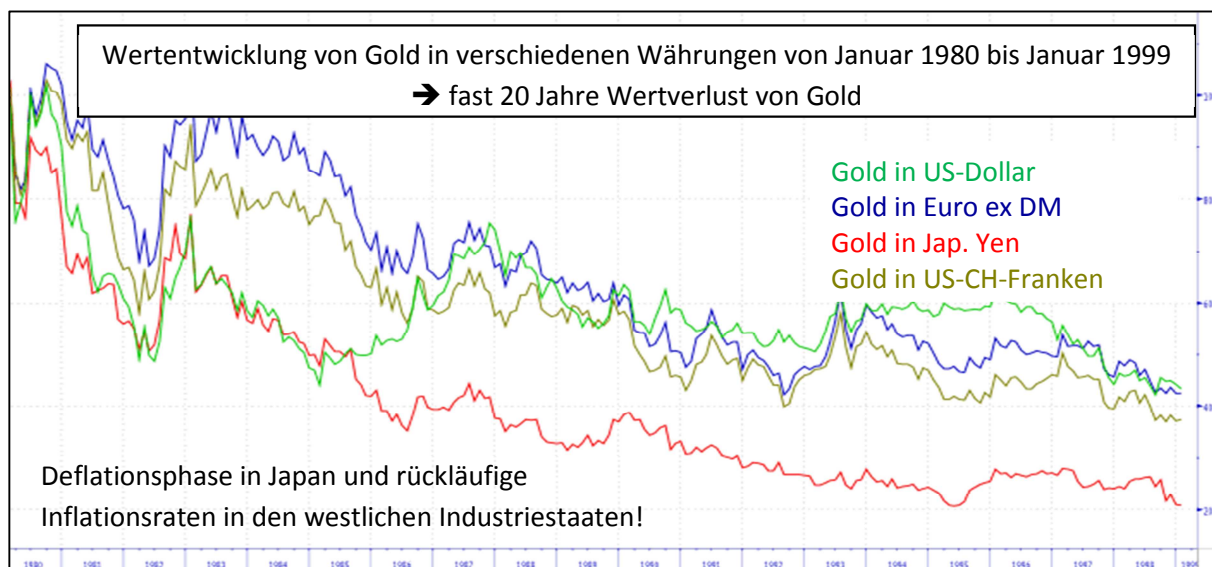
Woods). Als diese Fixierung aufgehoben wurde, führten die meisten Länder flexible Wechselkurse ein. Damit begann die zweite Aufwertungsphase in einer Zeit, in der höhere Inflationsraten zu messen waren. Die dritte Aufwertungsphase nach dem Platzen der Technologieblase fand dann jedoch in einer Niedriginflationsphase statt. Die Vergangenheit zeigt aber auch, dass Goldanleger in Inflationsphasen auch über bestimmte Zeiträume Verluste erleiden können.

Über lange Zeiträume hingegen kann Gold die Wertsicherungsfunktion ausspielen. Weiter lässt sich erkennen, dass Gold insbesondere in Krisenzeiten Sicherheit bietet. Auch in Deflationsphasen, in denen Anleihen und Schuldverschreibungen mit zunehmend höheren Risiken behaftet sind, bietet Gold somit Sicherheit. Deflationsphasen gehen oft mit Wirtschaftskrisen einher und haben daher oft negative Auswirkungen auf die Bonität von Anleiheemittenten. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass bei Gold keine regelmäßigen Erträge fließen, auf der anderen Seite Lagerkosten und evtl. Versicherungskosten anfallen.

Der folgende Chart zeigt die Wertentwicklung von Gold gegenüber verschiedenen Währungen. Hier wird deutlich, dass Gold gegenüber dem im Vergleich schwachen US-Dollar am meisten zugelegt hat. Gegenüber dem relativ starken Schweizer Franken konnte Gold hingegen nur gering an Wert gewinnen.



Dass Gold in Deflationsphasen oder Phasen mit zurückgehenden Inflationsraten schlecht abschneiden kann, sehen Sie im nachfolgenden Chart auf der nächsten Seite. Gegenüber allen Währungen hat Gold (von seinen bisherigen Höchstkursen im Januar 1980) teilweise deutlich an Wert verloren. Gegenüber dem Japanischen Yen sogar um fast 80%!



**Rohstoffe** können hingegen definitiv als die Gewinner, insbesondere in Hoch-Inflationsphasen, ausgemacht werden. Gerade in den Jahren mit der höchsten Inflation können Rohstoffe gegenüber allen anderen wichtigen Anlageklassen ihre Überlegenheit ausspielen. In Deflationsphasen hingegen verlieren Anleger mit Rohstoffen. Ein Hintergrund dafür ist, dass in solchen Phasen, die i.d.R. mit schlechten Konjunkturphasen und Rezessionen einhergehen, die Nachfrage nach Rohstoffen deutlich sinkt und somit schnell Überkapazitäten zutage treten. Dies wiederum führt zu Preiskämpfen und deutlichen Zugeständnissen der Produzenten.

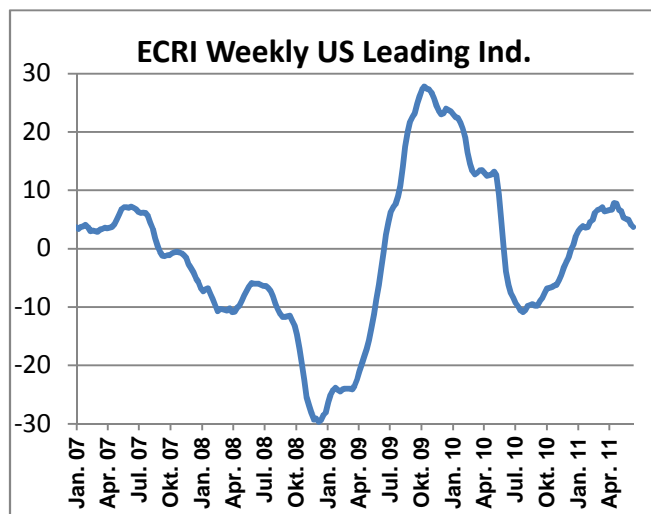
Auch die Investition in **Kunst** kann in Inflationsphasen der Werterhaltung dienen. Aus diesem Grunde investiert beispielsweise die British Rail seit Langem mit ihrem Pensionsfonds in Kunst. Nach Ansicht einschlägiger Experten kann Kunst (Kunstobjekte) ebenfalls in die Kategorie Sachwerte eingeordnet werden. Doch ebenso wie Aktien unterliegen Kunstobjekte stark den konjunkturellen Schwankungen. Während der Finanzkrise mussten viele zum Verkauf stehende Werke Verluste hinnehmen, die den Einbrüchen an den Aktienmärkten nicht nachstanden. So hatte beispielsweise der „AMR 12 MMA POST WAR ART 50 INDEX“, in dem 50 Blue-Chip-Künstler vertreten sind, in der Zeit von September 2008 bis November 2009 nahezu 60% Wertverlust zu verzeichnen. Als Folge mussten 40% der bestehenden Kunstfonds während dieser Zeit aufgeben (Fine Art Wealth Management). Experten raten daher auch von der Investition in Kunstfonds ab, wenngleich Kunst auch als Anlageklasse in den Bereich „Alternative Anlagen“ eingeordnet wird. Da nicht nur Kenner und Sammler den Markt gestalten, ist ein gut beratener Direktkauf hier einem Investment in Form eines Fonds vorzuziehen.

Nach unserer Abhandlung zum Thema Inflation und den möglichen Anlagethemen in einem solchen Umfeld, kommen wir im Folgenden auf die aktuelle wirtschaftliche Lage zurück. Dabei befassen wir uns mit dem leidigen Thema Schuldenkrise und möglichen Lösungsansätzen. Unsere Einschätzung der Situation und die Risiken für unser Marktszenario stellen wir am Ende des Berichts dar.

### Die Konjunktur in den USA befindet sich in einer Wachstumsdelle

Nach einer sehr positiven Entwicklung zum Jahresende 2010 konnte das erste Quartal in 2011 die Erwartungen nicht mehr erfüllen. Auch das Wachstum des zweiten Quartals fiel nach ersten Zahlen verhalten aus und lässt Zweifel aufkommen, ob für das Gesamtjahr noch ein Wachstum von 3% erreicht werden kann. Seit einiger Zeit lässt sich zudem eine Stimmungsverschlechterung sowohl bei den Konsumenten als auch bei den Unternehmen feststellen.

Das von Goldman Sachs noch zum Jahreswechsel für die USA aufgestellte Wachstumsziel von 3,4% ist aus jetziger Sicht nicht mehr zu erreichen. Dazu beigetragen hat nicht nur das Auslaufen des Quantitative Easing 2, mit dem bis Ende Juni insgesamt US-Anleihen im Wert von 600 Mrd. USD von der Notenbank zurückgekauft wurden, sondern auch das Ausbleiben von merklichen Neueinstellungen der Unternehmen. Der Arbeitsmarkt in den USA ist weiterhin schwach, was dazu führt, dass der wichtige Konsum der Privaten nicht anspringt. Die Unternehmen verdienen zwar prächtig, dies wird auch die aktuelle Berichtssaison noch zeigen, aber das Vertrauen in einen stabilen Aufschwung ist immer noch nicht zurückgekehrt.



Der ECRI Leading Indicator, der sieben wichtige Wirtschaftsindikatoren auf wöchentlicher Basis zusammenfasst, zeigt eine Abschwächung an. Trotz guter Auftragslage vermeiden viele Unternehmen Neueinstellungen und versuchen weiter, ihre Produktion über noch ungenutzte Kapazitätsreserven und Straffungen zu steigern. Andere Bereiche wie der Bankensektor, der zwischenzeitlich Rekordgewinne verbuchen konnte, ist nun dabei, erneut Stellen abzubauen. Regulierungsmaßnahmen des Staates und international hochgesetzte Eigenkapitalvorschriften werden die Gewinnssituation der Banken deutlich beeinträchtigen.

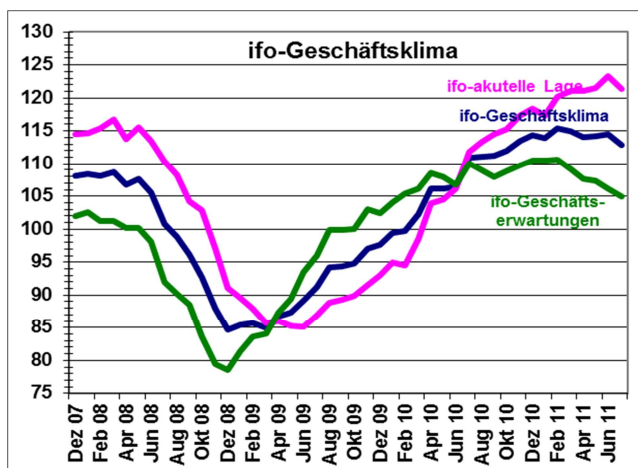
Auch der wichtige Immobilienmarkt in den USA liegt immer noch am Boden. Nach zwischenzeitlichen Stabilisierungstendenzen zeigen hier die wichtigen Indikatoren seitwärts oder sogar wieder nach unten. Einige Marktbeobachter gehen davon aus, dass wohl erst im Laufe des Jahres 2012 bei der Preisentwicklung ein Boden gefunden werden kann.

Konnte seit der Hypothekenkrise über eine Null-Zins-Politik und über die Aufblähung der Notenbankbilanz (Geld drucken) der Kollaps abgewendet und die Wirtschaft wieder in Gang gebracht werden, so wird das in naher Zukunft kaum mehr möglich sein. Nicht nur, weil die Spielräume fehlen, sondern auch, weil gegenwärtig mehr Augenmerk auf die Inflation und deren Risiken gelegt wird. Die aktuelle Diskussion um die Anhebung der Verschuldungsgrenze auf über 14,3 Billionen Dollar zeigt, dass selbst in dem Land der unbegrenzten Möglichkeiten doch nicht mehr alles möglich ist. Zu erschreckend sind die Erfahrungen aus dem Lehrstück „Europäische Peripherie“ mit seinem griechischen Drama. Wenn man dieser Krise etwas Gutes abgewinnen will, dann die Erkenntnis, dass der Markt inzwischen eine lasche Haushaltspolitik schnell abstruft und Konsequenzen erzwingt. Das haben endlich auch die Politiker begriffen.

### Deutschland ist weiter das Zugferd in Europa

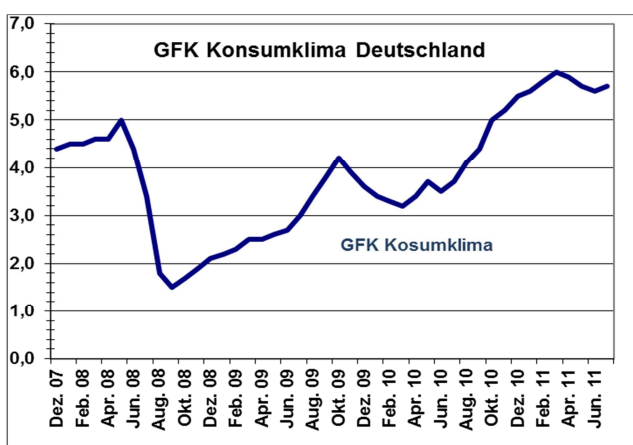
Ohne die Zugkraft Deutschlands sähe es düster aus auf dem alten Kontinent. So führt die deutsche Sonderkonjunktur nicht nur zu einer Unterstützung der Nachbarländer und insbesondere der osteuropäischen Nachbarn, sondern auch hinsichtlich der Schulden- und Währungsfrage, die allseits diskutiert wird, trägt die Wirtschafts- und Finanzmacht Deutschland zu einer Stabilisierung bei. Das politische „Hick-Hack“ um die zu ergreifenden Maßnahmen muss hier jedoch ausgenommen werden. Diese Uneinigkeit und Unklarheit sowie das im Gesamtkontext fehlende Zukunftskonzept für die Problemländer führt regelmäßig zu Wellen der Verunsicherung an den Finanzmärkten, die dann prompt von Spekulanten benutzt werden, um aus der Krise Profit zu schlagen.

Die wirtschaftlichen Daten sehen für Deutschland weiter sehr gut aus, wenngleich sich das Land auch nicht gegen einen weltweiten konjunkturellen Abschwung stemmen kann.



Der wichtige ifo-Geschäftsklimaindex liegt aktuell etwas schwächer, aber noch auf Spitzenniveaus. Der Indikator zur aktuellen Lage zeigt erstmals einen Rückgang. Die Erwartungskomponente fällt seit einigen Monaten, was auf diesen Levels jedoch nicht verwundern sollte. Betrachtet man die Entwicklung in der Vergangenheit, so kann dies als Indiz für einen noch zwei Jahre weiter andauernden Aufschwung gesehen werden.

Wichtig für eine weiter positive Wirtschaftsentwicklung in Deutschland ist jetzt der Übergang vom exportgetriebenen Aufschwung hin zu einer stärkeren Binnenkonjunktur. Schenkt man diesbezüglich der Stimmung im Einzelhandel Glauben, dann zeichnet sich aktuell genau diese Entwicklung ab. Die letzten verfügbaren Zahlen zeigen ein Wachstum des Privatkonsums um 2,1%, was für deutsche Verhältnisse schon als sehr gut zu bewerten ist. Auch die Kreditvergabe der Banken an Private wächst wieder mit einer Rate von fast 5% und ist damit eine wichtige Stütze für den Aufschwung. Untermauern können diese These auch die letzten Arbeitsmarktdaten. So stieg die Zahl der Erwerbstätigen im Juni auf über 40 Millionen, dabei fiel die Arbeitslosenquote auf unter 2,9 Mio. und ist damit so niedrig wie seit fast 20 Jahren nicht mehr. Auf der anderen Seite werden beachtliche Lohnzuwächse erwartet. Das Institut „Kiel Economics“ prognostiziert einen Lohnzuwachs in diesem Jahr von 2,4% und im nächsten Jahr von 4% pro Arbeitsstunde. Für eine gute Entwicklung des Konsums sind das wichtige Voraussetzungen.



Weiter von überragender Bedeutung sind jedoch die Exportaussichten. Hier liegen die Auftrags-eingänge aus dem Ausland immer noch auf hohem Niveau, waren aber zuletzt rückläufig. Damit verspüren nicht nur die USA, sondern auch die Europäer die Abschwächung der Bestelltätigkeit, die jedoch auch noch aufgrund des Wirtschaftseinbruchs in Japan beeinträchtigt ist. Insgesamt liegen die Auftragseingänge der deutschen Industrie auf Boom-Niveau. Wir erwarten aber, dass sich dieses Level nicht lange halten kann und auch hier eine Abschwächung eintreten wird. Für das Jahr 2012 gehen wir daher eher wieder von geringeren Zuwachsraten im BIP aus.

## Perspektiven für das 2. Halbjahr 2011

Selten waren die Börsen so von der Politik abhängig wie in der aktuellen Phase, und obwohl Börsenentwicklungen im weiteren Sinne auch nicht berechenbar sind, führt diese Konzeptlosigkeit und Uneinigkeit der Politik zu äußerst nervösen Märkten und zu einer völligen Verunsicherung der Marktteilnehmer. Lassen sich konjunkturelle Entwicklungen noch einigermaßen prognostizieren, zumindest wenn sie nicht zu weit in die Zukunft reichen, so können politische Entscheidungen zur Bewältigung der Schuldenkrise kaum vorhergesehen werden. Zu vielfältig sind die Interessenslagen, zu unterschiedlich die Ausgangslagen der verschiedenen Länder. Hinzu kommen der oftmals mangelnde Sachverstand und der Mangel an Führungskraft. Nicht verwunderlich, dass die Bevölkerung inzwischen um ihr Geld fürchtet und sich oftmals in vermeintlich sichere Anlagen flüchtet.



## Die Märkte werden sich wieder beruhigen

Neben Griechenland prägte Italien in der letzten Zeit die Stimmung an den Finanzmärkten. Obwohl das Land deutlich stärker ist als die anderen Krisenländer und eine geringere Verschuldung aufweist, gingen Spekulanten und Investoren dazu über, massiv italienische Staatsanleihen zu verkaufen. In der Folge stiegen die Renditen für 10-jährige italienische Staatsanleihen auf über 6%, was mehr als das Doppelte der Zinsen für deutsche Staatsanleihen ist. Die italienische Aktienbörse brach daraufhin Anfang Juli um über 15% ein. Die Angst, dass sich Italien nicht mehr refinanzieren kann, sehen wir zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht untermauert. Die Finanzlage ist deutlich stabiler und die Neuverschuldung im laufenden Jahr wird etwa bei 3,4% liegen. Die von Griechenland liegt bei knapp 10%.

Neben dieser europäischen Schuldenkrise spiegeln sich auch die amerikanischen Diskussionen um eine Anhebung der dort geltenden Schuldengrenze an den Märkten wider. In den USA muss bis zum 2. August eine Lösung gefunden werden, sonst können Anleihen nicht mehr bedient werden. Wir gehen davon aus, dass eine Lösung gefunden wird, auch wenn es knapp werden sollte. Eine Einigung wird einer der Faktoren sein, die die Börsen wieder in etwas ruhigeres Fahrwasser bringen sollten.

Noch während dabei waren, diesen Bericht zu redigieren, kam aus Brüssel die Meldung, dass sich die EU-Regierungschefs, die EZB, die Banken und der IWF bei einem Sondergipfel auf die Konditionen des zweiten Hilfspakets geeinigt haben. Diese „schnelle Einigung“ hat uns überrascht, so hatten wir nicht bereits am ersten Tag damit gerechnet. Endlich wurden für Griechenland Beschlüsse gefasst, die das Land und die EU weiterbringen. Die EU zeigt damit, dass ihr die Währungsunion wichtig ist und sie gegen Spekulationen und andere Angriffe verteidigen wird. Das hat Signalwirkung an den Märkten, wenngleich die Beschlüsse nicht so weitreichend sind, wie wir und andere Marktteilnehmer sich das gewünscht hätten. Der Euro hat mit den Beschlüssen wieder deutlich an Wert gewonnen. Seit Jahreswechsel hat unsere Gemeinschaftswährung mehr als 7% an Wert gegenüber dem US-Dollar zugelegt.

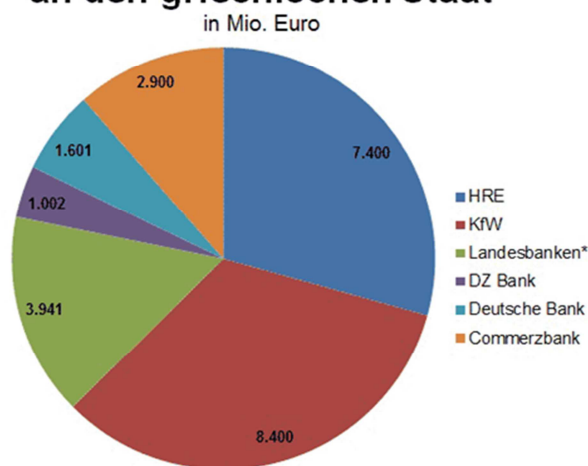
Griechenland wird nun vom Krisenfonds EFSF und vom IWF neue Kredite zu günstigen Konditionen bekommen. Die Zinsen werden auf erträgliche 3,5% reduziert, die Laufzeiten verlängert, teilweise sogar bis auf 30 Jahre. Wichtiger und bis zuletzt strittigster Punkt war die Beteiligung von Banken und Versicherungen. Diese werden sich zunächst mit einem Volumen von 37 Mrd. Euro beteiligen. Über die nächsten acht Jahre soll der private Sektor sogar einen Beitrag von 106 Mrd. Euro aufbringen. Die Banken werden nach Aussagen von Josef Ackermann (als Sprecher der Privatbanken) auf ihre Bestände an griechischen Anleihen Verluste von 21% erleiden. Technisch betrachtet wird das einen Zahlungsausfall Griechenlands bedeuten. Diese Anleihen werden dann jedoch unmittelbar in neue, besicherte Anleihen umgewandelt, sodass nur kurzfristig mit einer Herabstufung auf „D“ seitens der Ratingagenturen gerechnet wird. Durch die Maßnahmen kalkulieren die Experten mit einer Schuldenreduzierung um ca. 26 Mrd. Euro bis 2014. De facto wurde also ein Schuldenschnitt beschlossen, wenngleich der Schritt deutlich unter den Erwartungen von Finanzwissenschaftlern lag. Deswegen wird die Kritik an den Beschlüssen zunächst auch nicht verstummen.

Weitere wichtige Beschlüsse betreffen den Krisenfonds EFSF, der zukünftig als „Europäischer Währungsfonds“ nach dem Vorbild des IWF ausgebaut werden soll. Zudem kann der EFSF nun selbst am Sekundärmarkt griechische Anleihen zu Marktpreisen – aktuell mit einem Abschlag von ca. 40% - aufkaufen. Auch diese Möglichkeit wurde ausgiebig diskutiert. Wir waren seit Langem der Meinung, dass dies ein wichtiger Weg ist, um die Schulden zu reduzieren. Bei Fälligkeit kann Griechenland die Titel mit entsprechendem Abschlag zurücknehmen. Auch der griechische Staat könnte selbst mit vom Stabilitätsfonds geliehenem Geld eigene Anleihen deutlich unter pari zurückkaufen. Griechenland wäre einen Teil seiner Schulden los und der Fonds hätte keine Verluste produziert.

Der aus unserer Sicht jedoch wichtigste Beschluss, der kaum Beachtung in den Medien fand, ist die geplante Wirtschaftsregierung. Wir vertreten seit Langem die Ansicht, dass nur durch eine zentral koordinierte Wirtschafts- und Steuerpolitik eine gemeinsame Währung ihre Berechtigung hat und langfristig bestehen kann (vgl. Quartalsbericht zum 30.09.2010). Die EU-Präsidentschaft hat nun den Auftrag, die zuletzt ins Stocken geratenen Verhandlungen mit Macht voranzutreiben.

Ohne Schuldenerlass und -streckung hätte das Land diese Last nicht mehr lange tragen können. Ein solcher (weicher) Schuldenschnitt bedeutet zwar eine Zäsur für alle Beteiligten und alle Gläubiger müssen mit Verlusten rechnen, doch weiter neue Hilfspakete zu schnüren, in Verbindung mit einer weiteren Verschärfung der Sparmaßnahmen, war politisch kaum mehr durchsetzbar. Die Verschärfung der Sparmaßnahmen führt zu einer weiteren Kontraktion der Wirtschaft. Durch den Rückgang der Wirtschaftsleistung werden die Schulden noch größer, da die Steuereinnahmen fehlen und auch das Bruttoinlandsprodukt schrumpft. An diesem wiederum werden jedoch die Schulden gemessen.

### Forderungen deutscher Banken an den griechischen Staat



Quelle: CEP, Juni 2011

ÖkonomenBlog

Die Last des Schuldenschnitts tragen nun auch die Banken, Versicherungen und die „Geberstaaten“. Sollten Banken durch die Beschlüsse in Schwierigkeiten kommen, stehen weitere 20 Mrd. als Finanzspritzen zur Verfügung, für die Refinanzierung weitere 35 Mrd. EUR. Aus deutscher Sicht sind neben der KfW, der Bad Bank der HRE und den Landesbanken die Deutsche Bank, Postbank und Commerzbank am stärksten betroffen. Insgesamt lagen die Forderungen dieser Banken gegenüber Griechenland bei 25,3 Mrd. Euro. Davon entfallen auf die „Staatsinstitute“ KfW und HRE alleine 15,8 Mrd. Euro. (Angaben der Bundesbank). Bezogen auf das jeweilige Eigenkapital der anderen privaten Banken, wäre dies zu verkraften. Deutlich höhere Bestände halten

jedoch französische und belgische Banken. Am stärksten darunter leiden dürften eindeutig die griechischen Banken, die allesamt zu stützen wären.

Erlauben Sie uns noch ein Wort zur Währung Euro: Auch wenn einige Medien eine Währungskrise sehen, ist davon am Markt nichts zu verspüren. **Der Euro ist im Gesamtkontext weiterhin eine stabile Währung.** Die aktuelle irrationale Fluchtbewegung in den CHF bereitet der Schweizer Wirtschaft enorme Probleme. Wenn in Deutschland die DM wieder eingeführt würde, dann würde deren Außenwert im Vergleich zu den wichtigen Handelspartnern ebenfalls deutlich nach oben springen. Dies würde zwar unsere Reisen verbilligen, aber unserer wichtigen Exportindustrie würden die Aufträge wegbrechen, da unsere Autos und Maschinen zu teuer wären. Deutschland, bisher noch Konjunkturlokomotive, würde wohl schnell in eine Abwärtsspirale gleiten!

#### Fazit:

**Wir gehen von einer Lösung im US-Schuldenstreit aus und glauben, dass die Beschlüsse des Euro-Gipfels für Griechenland eine wirkliche Entlastung bringen. Damit werden wichtige Grundlagen für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends an den Kapitalmärkten gelegt. Den Euro sehen wir zum jetzigen Zeitpunkt nicht gefährdet. Ob die Umsetzung der Griechenland-Beschlüsse in den nächsten Wochen erneut vom Markt getestet wird, ist schwer vorherzusehen – über die Parlamente müssen die Beschlüsse noch ratifiziert werden. Wir glauben jedoch, dass nun die Grundlagen für eine Stabilisierung geschaffen wurden. Dazu gehört auch die Tatsache, dass der EFSF bereits präventiv am Markt agieren kann.**

Das Durchsickern der Ergebnisse des Euro-Gipfels hat bereits zu einer Erleichterungsrallye geführt. Die von uns erwartete Anhebung der Verschuldungsgrenzen in den USA, einhergehend mit den notwendigen Sparbeschlüssen, könnte einen weiteren Mühlstein von den Börsen abwerfen, denn Aktien sind weiter günstig bewertet und die Gewinnentwicklung ist sehr positiv. Daneben fehlt es an Anlagealternativen, da die Renditen an den Rentenmärkten sehr gering sind und die Anleger zunehmend erkennen, dass Staatsanleihen nicht mehr generell als sicher gelten. Möglicherweise wird die leichte Konjunkturabschwächung noch über den Sommer hinweg anhalten; für das vierte Quartal erwarten wir jedoch wieder eine Verbesserung, wenngleich die Wachstumsraten wohl schwächer ausfallen werden. Können sich die Politiker vernünftig einigen, werden die Börsen zum Jahresende deutlich höher stehen als zur Jahresmitte.

#### Die Risiken für unser Szenario:

Die Risiken für unser optimistisches Szenario liegen in einem erneuten Übergreifen der Schuldenkrise auf Italien und/oder Spanien. Dies würde nicht nur zu einer noch größeren Beunruhigung der Finanzmärkte führen, sondern die Angst vor einem Zusammenbruch wäre dann auch berechtigt. Wenn Italien und Spanien wirklich vom Strudel erfasst werden, hilft kein Rettungsschirm mehr.

Große Probleme würde auch ein temporärer Zahlungsausfall der USA mit sich bringen. Das immer noch vorhandene Grundvertrauen in ein starkes Amerika wäre dann stark erschüttert, mit deutlichen Folgen für den Einsatz des US-Dollars als die Reservewährung der Notenbanken und somit der Währungsstabilität.

Konjunkturell liegen die Risiken in einer ausgeprägteren Delle der US-Wirtschaft, die ein weiteres, kostspieliges Stimulierungsprogramm mit sich bringen könnte. Auch eine nicht in den Griff zu bekommende Inflation in China würde die globale Konjunktur gefährden. Weitergehende Bremsmaßnahmen der chinesischen Zentralregierung könnten in einem solchen Fall zu einem abrupten Wachstumseinbruch (Hard-Landing) mit Folgen für die globale Wirtschaftsentwicklung führen.

#### Disclaimer

Alle Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Die Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Etwaige Empfehlungen stellen lediglich Meinungen dar, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden können. Daneben können die in unseren Publikationen vertretenen Meinungen auch von aktuell umgesetzten Anlagestrategien der DR. HELLERICH & CO GmbH abweichen. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen können. Quellen für Graphiken, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden. Die Vervielfältigung dieser Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung von DR Hellerich & CO GmbH.