

## Zwei Seiten derselben Medaille: Alle reden von Deflation. Was ist mit der Inflation?

Volkswirtschaften rund um den Globus stehen an einem Wendepunkt. Nachdem im vergangenen Sommer Angst vor einer galoppierenden Inflation herrschte, heißt das Schreckgespenst heute Deflation. Was wir bisher gesehen haben, ist allerdings eher eine Disinflation, d.h. eine Verlangsamung des Inflationsprozesses. Noch steigen die Preise. Was aber passiert, wenn sie anfangen zu fallen?

Regierungen und Notenbanken haben noch nie dagewesene Geldmengen in die Wirtschaft gepumpt oder vorgeschlagen, dies zu tun, um die Weltkonjunktur anzukurbeln. Wenn die Stimulierungsversuche fehlschlagen, könnten wir in eine lang anhaltende Deflation abrutschen. Sollte das Ganze jedoch zu gut funktionieren, droht uns das Gegenteil. Es wäre denkbar, dass die Preise kurzfristig einbrechen, um dann einen kräftigen Sprung nach oben zu machen und die Inflation auf einen neuen Höchststand zu treiben. Wirtschaftswissenschaftler und Strategen sind geteilter Meinung darüber, welches Zukunftsbild wahrscheinlicher ist. Wie begründen sie ihre Standpunkte, und wie kann ein Anleger sein Portfolio sowohl für das eine wie auch für das andere Szenario fit machen?

### Kernaussagen

- Weltweit gehen die Preisindizes gegenüber dem Vorjahr zurück.
- Sollte es fiskalpolitisch nicht gelingen, die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu erhöhen, müssen wir mit einer Deflation rechnen.
- Wenn die Maßnahmen jedoch greifen, besteht die Gefahr einer erneuten und - durch die rapide Ausweitung der Geldmenge - wesentlich höheren Inflation.
- Anleger sollten beide Argumente bedenken. Da allerdings niemand weiß, in welche Richtung das Pendel letztendlich ausschlägt, sollte man sein Portfolio so aufstellen, dass es sich sowohl in dem einen wie auch in dem anderen Fall gut entwickeln kann.

### Inflation? Das war gestern

Im Juli letzten Jahres belief sich die Verbraucherpreisinflation im Euroraum annualisiert auf eine Rate von 4,4 Prozent. Die hohen Rohstoffpreise forderten ihren Tribut. Sie trieben die Teuerungsrate auf den höchsten Stand in der Geschichte der Europäischen Zentralbank und damit über die Grenze von zwei Prozent, die sich die EZB zur Sicherung der Wirtschaftsstabilität selbst gesetzt hat. Im Januar sank die Rate auf 1,7 Prozent, weil die Rohstoffpreise aufgrund der weltweit rückläufigen Nachfrage wieder normale Niveaus erreichten.

Ein Prozentpunkt macht aber noch keine Deflation aus. Als Deflation bezeichnet man den anhaltenden Rückgang des gesamten Preisniveaus für Waren und Dienstleistungen. Müssen wir uns also Sorgen machen? Ist eine Deflation wahrscheinlich? Nach Aussagen der Notenbank anscheinend nicht. Ben Bernanke, der Präsident der amerikanischen Federal Reserve, wird nicht müde zu betonen, Deflation sei derzeit kein Thema. Er hält die Maßnahmen von Notenbank und Regierung für ausreichend, um die US-Konjunktur wieder anzukurbeln, bevor Nervosität und Rezession zu Angst und Depression werden.

### Wer zwischen zwei Übeln wählen muss, nimmt lieber das, was er schon kennt

Als Ben Bernanke noch Wirtschaftsprofessor in Princeton war, sagte er einmal, die Deflation stelle eine viel größere Bedrohung für die moderne kreditgetriebene Wirtschaft dar als die Inflation. Inzwischen sind die Zentralbanken seit mehr als dreißig Jahren im Kampf gegen die Inflation geübt. Man weiß, wo man den geldpolitischen Hebel ansetzen muss, um inflationäre Tendenzen unter Kontrolle zu halten und macht sich keine Sorgen, wenn die Zinsen drastisch gehoben oder gesenkt werden müssen. Und so riskiert man lieber, dass sich der Gedanke an eine Rückkehr der Inflation in den Köpfen festsetzt als die Vorstellung, die Wirtschaft werde durch fortwährend fallende Preise in die Knie gezwungen.

Darüber hinaus könnte die Inflation gerade jetzt einen Ausweg aus der Misere bieten. Nachdem die Regierungen weltweit dazu gezwungen waren, enorme Mengen an Liquidität in den Markt zu pumpen, um die Weltwirtschaft am Laufen zu halten, dürften sie jetzt froh sein, wenn eine hohe Teuerungsrate die Schulden abwertet.

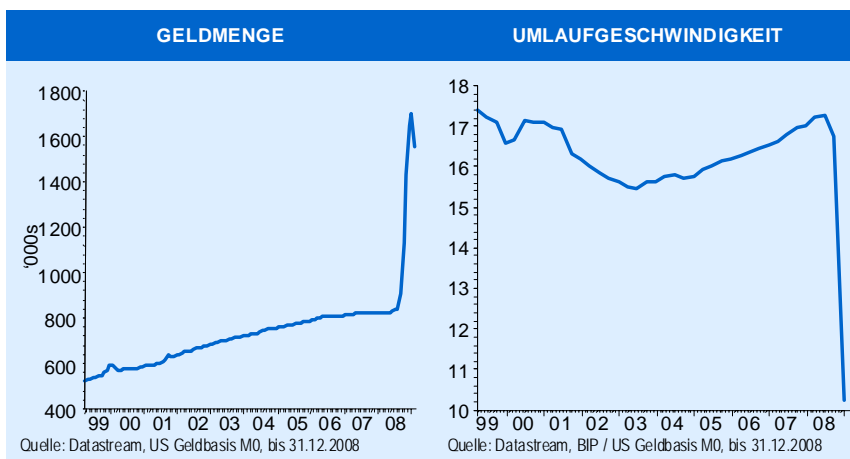
### Alles schon mal dagewesen

Was aber, wenn der Chef der amerikanischen Notenbank und seine Kollegen rund um den Globus sich irren, und die Deflation doch die Oberhand gewinnt? Deflation ist kein neues Phänomen. Wie nur allzu oft in diesen Tagen kann man einen Vergleich mit der Großen Depression in den 1930er Jahren ziehen. Auch damals war die schwierige Wirtschaftslage eng mit der schwachen Performance des Aktienmarktes verknüpft. Erst mit dem Zweiten Weltkrieg und der Abkehr der USA vom Goldstandard konnte die Malaise beendet werden. Ein Beispiel aus der jüngeren Geschichte bietet Japan, das in den 1990er Jahren in eine Deflationsspirale geriet. Nachdem die Immobilienblase geplatzt war, sanken die Preise über einen Zeitraum von fast sieben Jahren, und das Bankensystem litt unter der Last fauler (unverkäuflicher) Wertpapiere. Es brauchte Jahre, um die Banken zu rekapitalisieren und die Konjunktur wiederzubeleben. Kritiker behaupten, man habe nicht entschlossen genug gehandelt.

### Haben wir getan, was getan werden muss?

Heute kann man die Reaktionen kaum zaghaft nennen. Billionen von Dollar werden aufgewendet, um die Weltwirtschaft wieder anzukurbeln. Nach Schätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) entsprechen die Ausgaben der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer 3 Prozent ihres Bruttoinlandsproduktes<sup>1</sup>. Nachdem die Mittel der konventionellen Geldpolitik ausgeschöpft sind – die Zinsen sind bereits bei Null –, greifen nun einige Notenbanken zum Mittel der „quantitativen Lockerung“. Angewandt wurde die Politik der Mengenlockerung erstmals in den 1990er Jahren von der japanischen Notenbank. Die Bank von England hat damit begonnen, Anleihen in Höhe von zunächst 75 Milliarden Pfund zurückzukaufen. Weitere 75 Milliarden Pfund stehen bereit, falls dies noch nicht ausreichen sollte. Auch Japan ist mit im Boot und kauft ebenfalls Unternehmensanleihen auf. Und während die amerikanische Federal Reserve an der Börse für bis zu 300 Milliarden Dollar langlaufende Staatsanleihen des amerikanischen Staates erwirbt, scheut einzig die EZB davor zurück, dieses Mittel auszuprobieren.

Genau hier liegt das Problem. Niemand weiß, ob nun eine Deflation oder eine Inflation kommt, und wie die Geschichte ausgeht. Wir haben keinerlei Erfahrungswerte. Die Medizin wirkt bestimmt. Aber sie ist nicht erprobt und es existiert auch kein Hinweis darauf, wie hoch sie dosiert sein sollte. Vor uns liegt eine gewaltige Aufgabe, und es kann einige Zeit dauern, bis sich die Maßnahmen ihren Weg durch das System gebahnt haben. Bislang haben die großen Programme kaum direkten Einfluss auf die Kreditmärkte gezeigt. Zwar hat sich die Geldmenge im Zuge der staatlichen Übernahme von Bankschulden drastisch erhöht, doch ist dieses Geld nie in den Umlauf zurückgeflossen und hat dadurch die Kreditkrise gelindert oder die Rezession verringert. Es steckt weiter in den Bilanzbüchern der Banken, weil diese versuchen, ihre Kapitalstärke wieder aufzubauen. Die Finanzinstitute sind heute ebenso zögerlich in der Kreditvergabe wie noch vor sechs Monaten. Die Umlaufgeschwindigkeit ist gesunken, während die Geldmenge zugenommen hat. Solange sich daran nichts ändert, wird eine Deflation immer wahrscheinlicher.



### Während das Schreckgespenst der Deflation durch die Medien geistert...

Wäre es tatsächlich so tragisch, wenn es zu einer Deflation käme? Nicht unbedingt. Die Kaufkraft der Haushalte würde steigen - alle bekämen mehr für ihr Geld. Dabei ist die Deflation schon eine Weile da, auch wenn dies nicht in den Schlagzeilen erscheint und deshalb nicht realisiert wird. Wir freuen uns heute, dass die PCs viel günstiger und leistungsstärker geworden sind als vor zehn Jahren. Bei anderen Industriegütern haben wir die Deflation aus Fernost importiert, weil Billigerhersteller wie China und Indien zur Fabrik der Welt geworden sind.

Wer mit solchen Argumenten konfrontiert wird, nimmt die Deflation vielleicht gar nicht als Bedrohung wahr. Wenn die Deflation jedoch verhindert, dass das Geld seinen Besitzer wechselt (Argument der Umlaufgeschwindigkeit), dann werden in Folge weniger Waren gekauft, die Produktion geht zurück, die Arbeitslosigkeit steigt, weniger Geld kommt in Umlauf, noch weniger Waren werden gekauft und so weiter und so weiter. Aus eben diesem Grund würden die Regierungen der Inflation den Vorzug geben.

### ...lauert unter der Oberfläche die Inflation

Die massive Geldmengenausweitung, mit der die Politik die aktuelle Krise bekämpft, enthält das Potenzial für eine gewaltige Inflation. Wenn das Geld erst in Umlauf ist, wie kann es dann wieder aus dem Markt gezogen werden, ehe die Konjunktur überhitzt? Aufgrund der verzögerten Wirkung von wirtschaftspolitischen Instrumenten dürfte es schwierig werden, den richtigen Zeitpunkt für die Einleitung von restriktiven Maßnahmen abzusichern. Sämtliche Rettungspakete rund um den Globus zielen darauf ab, die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu erhöhen. Das könnte jedoch in einer Überhitzung enden, weil die Ausweitung viel zu schnell erfolgt. Hyperinflation droht. Alles hängt davon ab, dass es gelingt, die Zügel wieder anzuziehen, bevor die Inflation vom Schritt über den Trab in den Galopp übergeht.

### Gut aufgestellt für das Eine...

Wenn die Deflation kommt, muss man vor allem darauf achten, welche Auswirkungen dies auf die Psyche hat. Solange sich der Preisrückgang auf einen einzigen Sektor beschränkt, während die Preise insgesamt steigen, ist ein Anreiz vorhanden, Geld auszugeben. Sobald die Preise jedoch auf breiter Front nachgeben, ändert sich das. Sparen wird zum Gebot der Stunde - trotz niedriger Zinssätze. Japan betrieb jahrelang eine Nullzinspolitik und kam dennoch nicht so schnell aus der Deflation heraus. Kaufvorhaben werden verschoben, weil man davon ausgeht, dass die Preise weiter fallen. Warum heute kaufen, was morgen billiger zu haben ist?

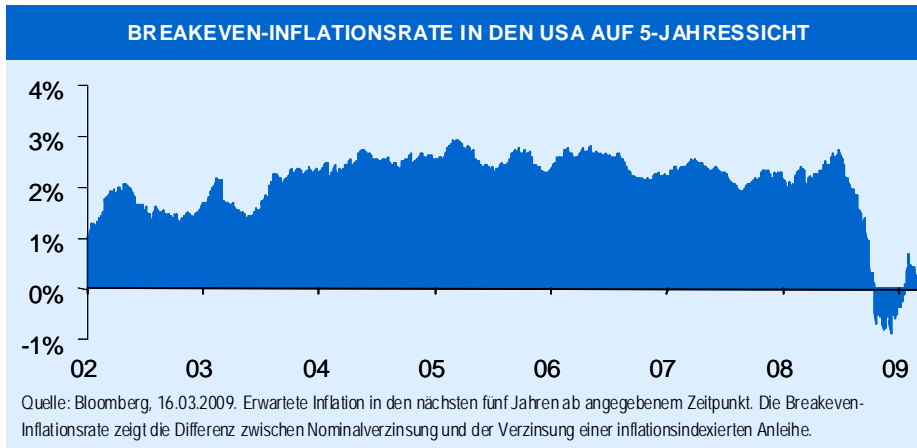
Angesichts des aktuell niedrigen Zinsniveaus wechseln zunehmend mehr Sparer zu Nicht-Finanzinstrumenten, um den Wert ihres Vermögens zu erhalten. Nicht immer gilt die Devise „Nur Bares ist Wahres“. Die klassische Gold-Position als Absicherung gegen den Crash ist Standard geworden. Die Anleger flüchten immer häufiger in sichere Staatspapiere. Obwohl die Preise und Bewertungen seit letztem Herbst nach oben geklettert sind, dürfte die Nachfrage nach dieser Anlageform unverändert hoch bleiben, weil die Unsicherheit über die weitere konjunkturelle Entwicklung fort dauert. In einer Welt, in der sich mit Bargeld nur bescheidene Gewinne erzielen lassen, sind Schuldverschreibungen mit fester Verzinsung heiß begehrt.

Wenn der Zinssatz nahe Null liegt und die Preise fallen, wächst die Schuldenlast. Kredite werden mit Sicherheiten unterlegt, die im Wert fallen, während die eigentlichen Kreditkosten stetig ansteigen. In einer Deflationsspirale gilt es deshalb, jede Art von Fremdfinanzierung zu meiden. Dessen sollten sich die Regierungen bewusst sein, wenn sie die Staatsverschuldung massiv ausweiten, um Rettungspakete zu schnüren. Die niedrigsten Verschuldungsraten sind interessanterweise in den Schwellenmärkten zu finden, wo der Kreditboom nie die Euphorie erreicht hat wie in den westlichen Industrienationen. Ausgerechnet die Regionen, die traditionell als Räume mit erhöhtem Risiko wahrgenommen werden, könnten helfen, den Deflationsdruck zu mindern.

Das Thema Fremdkapital und Risiko führt uns zurück zum Aktienmarkt. Sollte sich die Deflation durchsetzen, stehen der Börse harte Zeiten bevor. Das bedeutet jedoch nicht, dass man den Aktienmarkt vollständig meiden sollte. Einige Unternehmen sind besser aufgestellt als andere, eine Deflation zu überleben. Preismacht gewinnt zunehmend an Bedeutung. Branchen mit unelastischer Nachfrage wie Bildung, Grundbedarfsgüter oder Gesundheit dürften sich besser halten als andere. Gleichzeitig führen Branchen, in denen die Wettbewerbsintensität gering ist, die Anleger früher oder später zu den Marktführern, d.h. zu Large Caps mit starken Bilanzen.

### ...wie für das Andere

Wenn jedoch plötzlich die Inflation wieder anzieht, sollten die Anleger auch darauf vorbereitet sein. Momentan scheint das aber noch nicht der Fall zu sein. Ein Blick auf die Breakeven-Inflationsrate der USA zeigt, dass die Inflationserwartungen für die kommenden fünf Jahre eher gering sind.



Im Vergleich zu früher werden inflationsgeschützte Anleihen (sogenannte TIPS) heute auf unglaublich niedrigem Niveau gehandelt. Anleger, die es für möglich halten, dass die Inflation dramatisch ansteigt, können entweder darauf warten, dass dies eintrifft und die Bewertungen nach oben schnellen, oder sie können schon heute damit beginnen, ein inflationsgeschütztes Depot aufzubauen.

Eine Rückkehr der Inflation dürfte darüber hinaus auch den Immobilien- und Aktienmärkten zugute kommen. Die sind sozusagen „von Natur aus“ geschützt, weil sie in der Regel schneller wachsen als die Inflation. Innerhalb der Aktienmärkte ist es eine naheliegende Strategie, nach den Ursachen der Inflation zu suchen. Wenn sich die plötzliche Ausweitung der Geldmenge in einer Steigerung der Industrieproduktion niederschlägt, werden Rohstoffe davon profitieren. Auch hier dürften die Schwellenmärkte zu den Gewinnern zählen, und rohstoffreiche Länder werden eine steigende Nachfrage nach ihren Produkten verbuchen. Darüber hinaus werden sich Nutznießer der Inflation gut entwickeln. Unternehmen mit unelastischer Nachfrage sind in der Lage, höhere Produktionskosten weiterzugeben und so ihre Gewinnmargen beizubehalten. Auch regulierte Branchen wie Versorger können angesichts steigender Inflation eine Erhöhung ihrer Preise rechtfertigen.

### Fazit

Welches Argument Sie für überzeugender halten, hängt weitgehend davon ab, wie Sie die staatlichen Rettungsmaßnahmen beurteilen. Wenn Sie nicht glauben, dass genug getan worden ist – oder dass genug an den richtigen Stellen getan worden ist – heißt der wahrscheinlichere Gewinner Deflation. Wenn Sie jedoch der Ansicht sind, man habe zu viel des Guten getan und zu wenig dafür, die Zügel in der Hand zu behalten, wenn die Rettungsmaßnahmen erst einmal greifen, dann sollten Sie Ihr Portfolio inflationsfest machen.

In so unsicheren Zeiten wie heute kommt es entscheidend darauf an, sich möglichst breit aufzustellen. Auch wenn manche Kritiker behaupten, die Diversifikation habe in der aktuellen Krise versagt. Die meisten Investments seien im Wert gefallen, nur liquide Mittel nicht. Bargeld dürfte auch eine gute Anlageform sein, wenn wir auf ein deflationäres Umfeld zusteuern - aber eben nicht die einzige. Mit Gold wären Sie vermutlich besser bedient. Und auch die ein oder andere Anleihe oder Aktie dürfte sich gut entwickeln. Sollte jedoch eine Reflation gelingen, wollen Sie mit Sicherheit keine hohen Barreserven halten, sondern in die Anlageformen investiert sein, die zur Zeit gemieden werden – in Immobilien, Rohstoffe und Aktien.

Heute eröffnet sich die seltene Chance, Vermögenswerte zu extrem günstigen Bedingungen zu kaufen, die zudem Schutz vor einer möglichen Inflation bieten. Sollten Sie nicht wenigstens ein paar davon in Ihrem Portfolio haben - nur für den Fall, dass die staatlichen Maßnahmen Erfolg zeigen?

<sup>1</sup>Quelle: IWF, "The state of public finances", 06. März 2009

Quelle, sofern nicht anders angegeben, ist Fidelity. Bei dieser Unterlage handelt es sich um eine Marketingunterlage. Weitere Details zu den mit einer Fondsanlage verbundenen Chancen und Risiken finden Sie in unserer Broschüre „Basisinformationen über die Vermögensanlage in Investmentfonds“ (nur für Deutschland), die Sie gesondert bei Fidelity anfordern können. Detaillierte Informationen zu Fonds entnehmen Sie bitte dem jeweiligen vereinfachten Verkaufsprospekt. Eine Anlageentscheidung sollte in jedem Fall auf Grundlage der Prospekte, des letzten Geschäftsberichtes und - sofern nachfolgend veröffentlicht - des jüngsten Halbjahresberichtes getroffen werden. Diese Unterlagen sind die allein verbindliche Grundlage des Kaufes. Alle genannten Meinungen sind, sofern nicht anders angegeben, die von Fidelity. Fidelity veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und erteilt keine Anlageempfehlung. Bitte beachten Sie, dass diese Ansichten nicht länger aktuell sein können und Fidelity daraufhin bereits reagiert haben kann. Wie bei allen Aktieninvestments kann der Wert der Anteile schwanken und wird nicht garantiert. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Erträge. Für Deutschland: Die Prospekte, den Geschäftsbericht und den Halbjahresbericht erhalten Sie kostenlos bei Ihrem Anlageberater oder FIL Investment Services GmbH, Postfach 200237, 60606 Frankfurt/Main oder über [www.fidelity.de](http://www.fidelity.de). Für Österreich: Die Prospekte, den Geschäftsbericht und den Halbjahresbericht erhalten Sie kostenlos bei Ihrem Anlageberater oder bei FIL Investments International – Zweigniederlassung Wien, Schottenring 16, A-1010 Wien oder bei der österreichischen Zahlstelle Bank Austria Creditanstalt AG, Vordere Zollamtsstraße 13, A-1030 Wien. Für die Schweiz: Fidelity Funds ist eine offene Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Gemäß dem Erlass der Eidgenössischen Bankkommission vom 11. September 2008 darf Fidelity Funds 95 ihrer Anteilsklassen in der Schweiz vertreiben. Wir empfehlen Ihnen, Anlageentscheidungen nur aufgrund detaillierter Informationen zu fällen. Investitionen sollten auf Basis des aktuellen Verkaufsprospektes getätigt werden. Der Prospekt sowie der aktuelle Jahres-/Halbjahresbericht sind kostenlos bei den berechtigten Vertriebsstellen, beim europäischen Service-Center in Luxemburg oder beim Vertreter in der Schweiz (Fortis Foreign Fund Services AG, Rennweg 57, Postfach, CH-8021 Zürich) erhältlich. Zahlstelle für die Schweiz ist die Fortis Banque (Suisse) S.A., Niederlassung Zürich, Rennweg 57, CH-8021 Zürich. Fidelity, Fidelity International und das Pyramiden-Logo sind eingetragene Warenzeichen von FIL Limited. Alle Angaben ohne Gewähr. Sollten Sie in Zukunft keine weiteren Marketingunterlagen von uns erhalten wollen, bitten wir Sie um Ihre schriftliche Mitteilung an den Herausgeber dieser Unterlage. Herausgeber für Deutschland: FIL Investment Services GmbH, Postfach 200237, 60606 Frankfurt/Main. Herausgeber für Österreich: FIL Investments International – Zweigniederlassung Wien, Schottenring 16, A-1010 Wien. Stand: April 2009. MK4318