

Inflation – steht sie vor der Tür?

Die Inflationsrate einer Volkswirtschaft, d.h. der Anstieg des Preisniveaus für Waren und Dienstleistungen, ist für Anleger von besonderer Bedeutung. Denn die Inflation verringert die Kaufkraft und schmälert die Renditen von Aktien- und Rentenpapieren. Der nachfolgende Artikel beschäftigt sich mit dem Inflationsszenario in den USA und gibt Antwort auf Fragen, die im aktuellen Umfeld viele Anleger bewegen:

- Beschleunigt sich die Inflation?
- Weshalb erwartet man eine höhere Inflation?
- Wieso ist es bisher noch nicht zur Inflation gekommen?
- Wann kehrt die Inflation zurück?
- Wie hoch wird die Inflation steigen?

Kernaussagen

- Der Inflationsdruck könnte sich durch die rasche Ausweitung der Geldmenge und die enormen Haushaltsdefizite künftig erhöhen. Aufgrund der schwachen US-Konjunktur, des Schuldenabbaus und der zögerlichen Kreditvergabe der Banken dürfte die Inflation in naher Zukunft jedoch noch auf einem sehr geringen Niveau verharren.
- Wann und wie stark der Inflationsdruck zunimmt, hängt von der Exit-Strategie der Federal Reserve und von anderen Faktoren ab. Allerdings ist das Risiko schon höher, dass die Inflationsraten in den kommenden Jahren von ihrem derzeit niedrigen Niveau aus steigen werden.
- Eine hohe Arbeitslosigkeit macht Preisanstiege, wie sie durch Lohnkostensteigerungen in den 70er Jahren verursacht wurden eher unwahrscheinlich. Dagegen ist ein Szenario wie Anfang 2008, ausgelöst durch steigende Rohstoffpreise, durchaus vorstellbar.
- Anleger können sich gegen eine höhere Inflation absichern, indem sie Kapital in Anlageklassen umschichten, die sich in der Vergangenheit in Zeiten einer erhöhten oder steigenden Inflation gut behauptet haben.

Beschleunigt sich die Inflation?

Trotz aller Schlagzeilen in den Medien blieb die tatsächliche Inflation bisher gedämpft. Dies geht zu einem großen Teil auf den Einfluss der weltweiten Finanzkrise und Wirtschaftsrezession zurück. Im Juni 2009 sank der Verbraucherpreisindex (CPI) in den USA gegenüber dem Vorjahr um 1,2 Prozent.¹ Das war der stärkste Preisrückgang seit 1950. Die Grund dafür war vor allem der drastische Rückgang der Energiepreise im vergangenen Jahr. Sollten die Rohölpreise auf ihrem derzeitigen Niveau verharren, dürfte sich der Trend in der zweiten Jahreshälfte 2009 jedoch wieder umkehren. Die Kerninflation (ohne Lebensmittel und Energie) lag im Juni unter 1,8 Prozent, ein Hinweis darauf, dass der Inflationsdruck momentan gering ist (siehe Abbildung 1, Seite 2).

Weil sich der Inflationsdruck üblicherweise erst mit einiger Verzögerung in den Endpreisen für Waren und Dienstleistungen niederschlägt, sagen Kennzahlen wie der Verbraucherpreisindex meist wenig darüber aus, in welche Richtung sich die Inflation entwickelt. Genauere Hinweise können marktbasierende Inflationsindikatoren liefern, die auf die Zukunft ausgerichtet sind. Insgesamt zeigt sich, dass die Erwartungen der Anleger im Jahr 2009 optimistischer geworden sind (siehe Abbildung 1 nächste Seite). Realgüter wie Gold und Rohöl, die sich in einem inflationären Umfeld traditionell besser behaupten dürften als andere Werte, konnten sich von ihren Tiefständen Ende 2008 auf breiter Front erholen. Die Renditen langfristiger Schatzanleihen haben sich im laufenden Jahr nahezu verdoppelt. Wenn man sich die Renditen auf inflationsindexierte Anleihen (TIPS = Treasury Inflation Protected Securities) ansieht, sind die Inflationserwartungen für die nächsten fünf Jahre gestiegen. Ende 2008 war der Markt noch von einer Deflation für die kommenden fünf Jahre ausgegangen.²

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gibt es allerdings noch keine Anzeichen, dass die Inflation stärker anzieht. Der Rohölpreis je Barrel liegt um 50 Prozent unter dem Vorjahresniveau, die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen bleiben auf ihrem niedrigen Niveau und inflationsgeschützte Anleihen prognostizieren für die nächsten fünf Jahre eine Inflationsrate von nicht mehr als 1,4 Prozent. Soweit signalisiert der Aufwärtstrend dieser Inflationsindikatoren lediglich, dass die Deflationsgefahr nach Meinung der Anleger im laufenden Jahr abgenommen hat.

ABBILDUNG 1

Auf die Zukunft ausgerichtete marktbasierende Inflationsindikatoren signalisieren steigende Inflationserwartungen für 2009 während die aktuellen Indikatoren einen geringen Inflationsdruck in der US-Konjunktur anzeigen.		
	Tief 2008	Juli 2009		Tief 2008	Juli 2009
Goldpreis	USD 712,00	USD 953,00	Verbraucherpreisindex (CPI)	5,4 %	- 1,2 %
Rohölpreis	USD 34,00	USD 64,00	Kerninflation	2,6 %	1,8 %
Renditen 10-jähriger US-Anleihen	2,08 %	3,61 %	Herstellerpreisindex (PPI)	9,8 %	- 4,3 %
5-Jahres-Inflationsrate in TIPS	- 2,23 %	1,40 %	Kernrate der privaten Konsumausgaben	2,4 %	1,9 %

Goldpreis: London Bullion Market, Nachmittags-Fixing-Kurs pro Feinunze Gold in US- Dollar; Rohölpreis: Light sweet crude oil (WTI, Cushing, OK), erster auslaufender Futures-Kontrakt. Quelle: Haver Analytics, FMRCo (MARE), Stand: 20.7.2009

Der Verbraucherpreisindex (Consumer Price Index, CPI) ist ein Maß für die durchschnittliche Veränderung von Preisen, die städtische Verbraucher für eine Korb von Waren und Dienstleistungen bezahlen. Die Kerninflation beinhaltet allesaußer Lebensmittel und Energie.

Der Herstellerpreisindex (Producer Price Index, PPI) für Waren misst die durchschnittliche Veränderung von Preisen im Inland produzierter und konsumierter Waren. Der Index beinhaltet sowohl Konsumgüter als auch Ausrüstungen, ausschließlich Dienstleistungen.

Kernrate der privaten Konsumausgaben (Core PCE deflator): Der Index für private Konsumausgaben misst den durchschnittlichen Anstieg von Preisen für alle privaten US-Konsumgüter ausschließlich Lebensmittel und Energie.

Quelle: Haver Analytics, FMRCo (MARE), Stand: 30.6.2009

Weshalb erwartet man eine höhere Inflation?

In der Vergangenheit ging die Inflationsgefahr häufig von sich überhitzenden Volkswirtschaften aus, wenn die steigende Nachfrage die Preise nach oben trieb. Heute gibt es zwar keine Anzeichen für eine besonders starke Wirtschaft oder für eine kostentreibende Inflation, doch aus Sicht der Monetaristen zeichnen sich am Horizont bereits dunkle Inflationswolken ab. Milton Friedman, der wohl einflussreichste moderne Monetarist sagte einmal: "Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen." Damit meinte er, dass das Preisniveau in einer Volkswirtschaft in erster Linie von Änderungen in der zur Verfügung stehenden Geldmenge und ihrer Verwendung bestimmt wird. Friedman definierte Inflation als „zu viel Geld, dem zu wenig Waren und Dienstleistungen gegenüberstehen“. „Eine übermäßige Ausweitung der Geldmenge ohne entsprechendes Wirtschaftswachstum“ ist sozusagen die Lehrbuchbeschreibung von „Inflation“.

Im Zuge der Maßnahmen, mit denen die US-amerikanische Politik auf die Finanz- und Wirtschaftskrise Ende 2008 reagierte, wurden Umstände geschaffen, die das mittelfristige Inflationsrisiko erhöhen. Das gilt insbesondere für den astronomischen Anstieg der Geldmenge, mit dem die Federal Reserve quasi unbegrenzt Liquidität in den Geldmarkt fließen ließ, um damit den Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern. Gegenüber dem Vorjahr hat sich die monetäre Basis in den USA auf rund 1,7 Billionen US-Dollar verdoppelt. Mit außergewöhnlichen Maßnahmen wie unkonventionellen Kreditprogrammen oder dem Kauf von Hypothekenspapieren und Staatsanleihen versuchte die amerikanische Notenbank dem Deflationsdruck gegenzusteuern, der sich infolge der Finanzkrise und des Schuldenabbaus der Verbraucher aufgebaut hatte. Das Kreditvolumen reicht jedoch bei weitem über das hinaus, was die Wirtschaft in einem normalen Umfeld für ihre Transaktionen braucht.

Verstärkt wird das Problem dadurch, dass sich die US-Regierung massiv verschuldet, um ihr enormes und ständig weiter anwachsendes Haushaltsdefizit finanzieren zu können. Aus historischer Sicht erliegen die Zentralbanken in hoch verschuldeten Volkswirtschaften gerne der Versuchung, das Defizit dadurch „wegzuinflationieren“, dass sie die Geldmenge exzessiv ausweiten. Sie werfen die Druckerpresse an, um ihre Kredite mit billigem Geld leichter

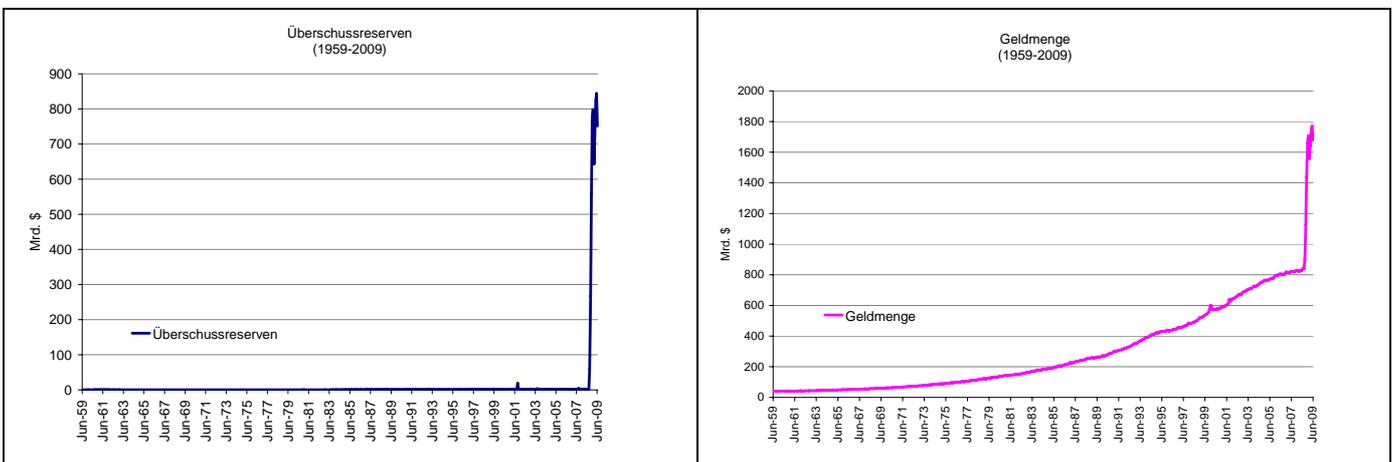
bedienen zu können. Inzwischen macht sich die Sorge breit, das steigende US-Haushaltsdefizit könne mit der Erhöhung des Zahlungsmittelumschs finanziert werden anstatt durch Staatsschulden. Diese Befürchtung hat die Fed zweifellos verschärft, als sie im Rahmen ihrer Politik der Geldmengenerweiterung (Quantitative Easing) langlaufende US-Staatsanleihen kaufte. Auch wenn es vermutlich nicht das erklärte Ziel der Federal Reserve ist, die Staatsschulden in Wertpapiere umzuwandeln, hat die Geschichte vielfach gezeigt, dass eine hohe Staatsverschuldung Druck auf die Zentralbanken ausübt, ihre Volkswirtschaften nach Möglichkeit per Inflation gesunden zu lassen — sei es nun in Deutschland der 20er Jahre oder in Simbabwe im Jahr 2008.

Wieso ist es bisher noch nicht zur Inflation gekommen?

Obwohl die Notenbanken technisch gesehen viel neues Geld geschaffen haben, kam ein großer Teil davon bisher noch gar nicht zum Einsatz. Ökonomen benutzen den Begriff der „Umlaufgeschwindigkeit“ um zu beschreiben, wie schnell das Geld in der Wirtschaft von Hand zu Hand geht. Beim Thema Inflation geht es nämlich nicht nur um die zur Verfügung stehende Geldmenge, sondern auch um die Verwendung dieses Kapitals. Bei langsamer Umlaufgeschwindigkeit kann die zusätzliche Geldmenge regelrecht versickern.

Wie Abbildung 2 unten zeigt, beinhaltet die bislang beispiellose Ausweitung der Geldmenge im vergangenen Jahr vor allem eine massive Erhöhung der Bankreserven. Ein Großteil dieser Reserven sind so genannte Überschussreserven, also überzählige Beträge, welche die erforderlichen Mindestreserven der Geschäftsbanken bei der Federal Reserve übersteigen. Bankreserven werden häufig auch als „High Powered Money“ bezeichnet, denn wenn sie verliehen werden, haben sie einen Multiplikatoreffekt auf die Geldversorgung. Dies kann zu einer ausufernden Geldmengenexpansion führen, weil die Gelder auf dem Weg durch die Wirtschaft ausgeliehen, ausgegeben, deponiert und wieder ausgeliehen werden. Momentan allerdings lagert der Löwenanteil der höheren Bankreserven ungenutzt bei der Federal Reserve. Das bedeutet, dass die sinkende Umlaufgeschwindigkeit der steigenden Geldmenge einen wesentlichen Teil ihrer Wirkung genommen hat.

ABBILDUNG 2: Die massive Ausweitung der Geldmenge in den USA (links) im vergangenen Jahr resultierte in erster Linie aus einem bis dahin beispiellosen Anstieg der Bankreserven (rechts), der den Inflationsdruck erhöhen könnte. Aufgrund der allgemein zögerlichen Kreditvergabe der Banken ist es bisher allerdings noch nicht zu einer solchen Entwicklung gekommen.



Angepasste Geldmenge, nicht saisonbereinigt

Quelle: Federal Reserve Board, Haver Analytics, Stand: 30.6.2009.

Angepasste Überschussreserven der Kreditinstitute, nicht saisonbereinigt

Quelle: Federal Reserve Board, Haver Analytics, Stand: 30.6.2009

Die Geldumlaufgeschwindigkeit ist gesunken, weil die Banken nur zögerlich neue Kredite vergeben. Die Kapitalstände bleiben in der Regel geschwächt, wachsende Kreditausfälle zehren an den Gewinnen, und die Sanierung der Bankbilanzen genießt Vorrang vor der Vergabe neuer Kredite. Die Überschussreserven beinhalten demnach sowohl das Potenzial für eine zukünftige Inflation wie auch eine Erklärung dafür, weshalb es - trotz der rapiden Ausweitung der Geldmenge - bislang noch nicht zu einer solchen Entwicklung gekommen ist.

Inzwischen lastet ein beträchtlicher Druck auf den Preisen, was auf die hohen Ressourcenüberschüsse (z.B. nicht ausgelastete Ressourcen wie Arbeitskräfte) und den fortgesetzten Schuldenabbau bei Haushalten und Unternehmen zurückzuführen ist. Nachdem die Arbeitslosigkeit auf den höchsten Stand seit 26 Jahren gestiegen ist und die Verbraucher mehr sparen und weniger ausgeben, besteht kaum Gefahr, dass es zu einer Erhöhung der Löhne oder Konsumgüterpreise kommt.³

Wann kehrt die Inflation zurück?

Die Inflationsgefahr nimmt zu, sobald sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes stabilisiert und die Banken anfangen, die Überschussreserven, die sie derzeit noch bei der Notenbank lagern, zu verleihen. Das wird vermutlich dann der Fall sein, wenn die Konjunktur wieder Fahrt aufnimmt, die Banken ihre Bilanzen durch steigende Gewinne sanieren können und potenzielle Kreditnehmer mit einer besseren Bonität aufwarten können.

Ob die Beschleunigung der Umlaufgeschwindigkeit zu einer deutlich höheren Inflation führt, hängt davon ab, ob es der Fed rechtzeitig gelingt, die Liquidität wieder abzuziehen, die sie den Märkten im Augenblick zusätzlich zur Verfügung stellt. Theoretisch gesehen kann die Federal Reserve Maßnahmen ergreifen, um die Geldbasis zu verringern und zu einem normaleren Niveau zurückzukehren. In der Praxis aber dürfte dies aufgrund der bislang beispiellosen Ausweitung der Geldmenge eine echte Herausforderung darstellen.

US-Notenbankchef Ben Bernanke sagte am 21. Juli vor dem Kongress, die Federal Reserve sei durchaus in der Lage, die außerordentlichen Kreditprogramme und Liquiditätslinien, die sie während der Krise bereitgestellt habe, zu beenden. Sie könne die Überschussreserven im Bankensystem austrocknen und die langfristigen Wertpapiere (Hypotheken und Schatzbriefe), die sie gekauft habe, wieder verkaufen. Andererseits ist die Bestimmung des richtigen Zeitpunktes eine extrem heikle Angelegenheit. Wenn die Zentralbank ihre finanzielle Unterstützung zu rasch zurückzieht, kann die Wirtschaft in eine Rezession zurückfallen, ähnlich wie 1937/38. Die Politik wird darauf drängen, dass eine Erholung der Wirtschaft sichergestellt ist, bevor die Notenbank auf die Bremse tritt. Dieses Timing erhöht jedoch das Risiko, zu lange zu viel Geld im System zu lassen. In Anbetracht des enormen Liquiditätsumfanges, der zurückgeholt werden muss, dürfte es nahezu unmöglich sein, den optimalen Zeitpunkt zu bestimmen.

Wie hoch wird die Inflation steigen?

Das hängt nicht allein von der amerikanischen Notenbank ab, sondern auch von der Konjunktur. Angesichts des hohen Ressourcenüberschusses (d.h. nicht ausgelastete Ressourcen), den wir in den kommenden beiden Jahren noch in der Wirtschaft haben dürften, könnte sich die Deflationsgefahr, die immer noch nicht vollständig gebannt ist, im System verlagern. Momentan rechnet man beispielsweise damit, dass die Arbeitslosigkeit in den USA auf über 10 Prozent ansteigen wird, wobei der Höhepunkt irgendwann im Jahr 2010 erreicht sein dürfte. Die Kapazitätsauslastung ist so niedrig wie noch nie, d.h. es wartet eine Menge ungenutztes Produktionsvermögen in der verarbeitenden Industrie. Dieser Überschuss muss sich erst deutlich verringern, bevor Löhne und Preise wieder steigen.

Da Löhne auch weiterhin der wichtigste Kostenfaktor der Unternehmen bleibt, macht der geringe Lohndruck den Ausbruch einer zweistelligen Inflation im Stil der 70er Jahre kurz- bis mittelfristig eher unwahrscheinlich. Während der Wochenlohn eines US-Arbeiters von 1975 bis 1981 jährlich um über 7 Prozent stieg, betrug die Verbraucherpreis-inflation im gleichen Zeitraum durchschnittlich mehr als 9 Prozent. Der Höhepunkt von 14 Prozent im Jahr wurde 1980 erreicht.³ Es ist kaum damit zu rechnen, dass Lohnzuwächse dieser Größenordnung die Inflation in den kommenden Jahren nach oben treiben.

Ein plausibleres Szenario für einen raschen Preisanstieg bieten Schwellenländer wie China und Indien. In ihnen sind keine so hohen Überschusskapazitäten vorhanden und die Nachfrage nimmt kontinuierlich zu. In den vergangenen zehn Jahren wurden die Preise für Rohstoffe wie Erdöl eher vom wachsenden Bedarf der Schwellenländer als von steigenden US-Löhnen getrieben. Infolge des Preisanstiegs bei Rohstoffen erreichte die Verbraucherpreis-inflation in den USA in der Jahresmitte 2008 mit 5,4 Prozent den höchsten Stand seit 18 Jahren, und das obwohl sich die US-Konjunktur zu diesem Zeitpunkt bereits seit sechs Monaten in der Rezession befand.³

Sollte es der Federal Reserve nicht gelingen, die Liquidität schnell genug wieder abzuziehen, sobald sich die Umlaufgeschwindigkeit erhöht, dürfte das Preisniveau steigen. Solange die US-Wirtschaft unter ihrer möglichen Wachstumsrate bleibt, steht eine rasant um sich greifende, breit angelegte Inflation nicht zu befürchten. Die anhaltende Konjunkturschwäche wird jedoch nicht gänzlich verhindern, dass die Inflation anzieht. Dieser Anstieg wird dann allerdings eher wie im Jahr 2008 und nicht im Stil der 70er Jahre ausfallen.

Auswirkungen für Anleger

Wie lange es letztendlich dauern wird, bis sich der Inflationsdruck aufgebaut hat und wie stark er ausfällt, bleibt abzuwarten. Diejenigen, die sich bei den aktuell niedrigen Inflationsraten wohlfühlen, unterschätzen wohl, wie stark sich Druck aufbauen kann. Diejenigen hingegen, für die der Ausbruch einer heftigen Inflation kurz bevor steht und auch unvermeidbar ist, lassen womöglich außer Acht, dass gegenläufige Trends die Inflation länger niedrig halten könnten als derzeit viele Anleger glauben. Doch wenn man von den aktuell niedrigen oder sogar negativen Inflationsraten ausgeht, dürfte in den nächsten Jahren grundsätzlich ein Anstieg der Inflation zu erwarten sein.

¹ Der Rückgang des Verbraucherpreisindex im Juni 2009 war der niedrigste seit Februar 1950. Quelle: Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics, FMRCo(MARE), Stand: 30.06.2009

² Die erwartete Inflationsrate – oder der TIPS Break-Even-Punkt – ist der Unterschied zwischen der Rendite einer nominalen Schatzanleihe und einer vergleichbaren inflationsindexierten Anleihe. Sie steht für die Erwartung des Marktes, wie die Inflation aussehen könnte während der Laufzeit einer fünfjährigen Anleihe.

³ Quelle: Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics, FMRCo (MARE), Stand: 30.06.2009

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. 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 Finanzmarktaufsicht vom 24. Juni 2009 darf Fidelity Funds 105 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: August 2009. MK4801