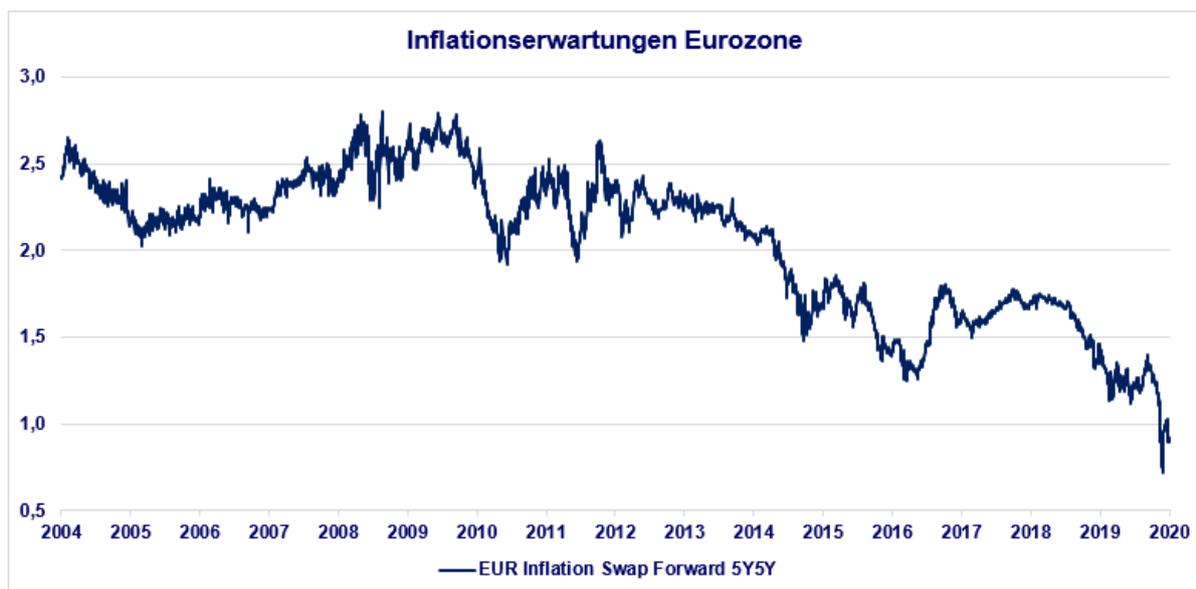


Billionen für den Corona-Wiederaufbau: Kehrt die Inflation zurück?

Die Corona-Krise hat Regierungen und Notenbanken weltweit veranlasst, Rettungsprogramme nie zuvor gesehenen Ausmaßes zu lancieren. Viele Anleger stellen sich in Anbetracht der gewaltigen Summen nun die Frage, ob eine Rückkehr der Inflation unausweichlich geworden ist.

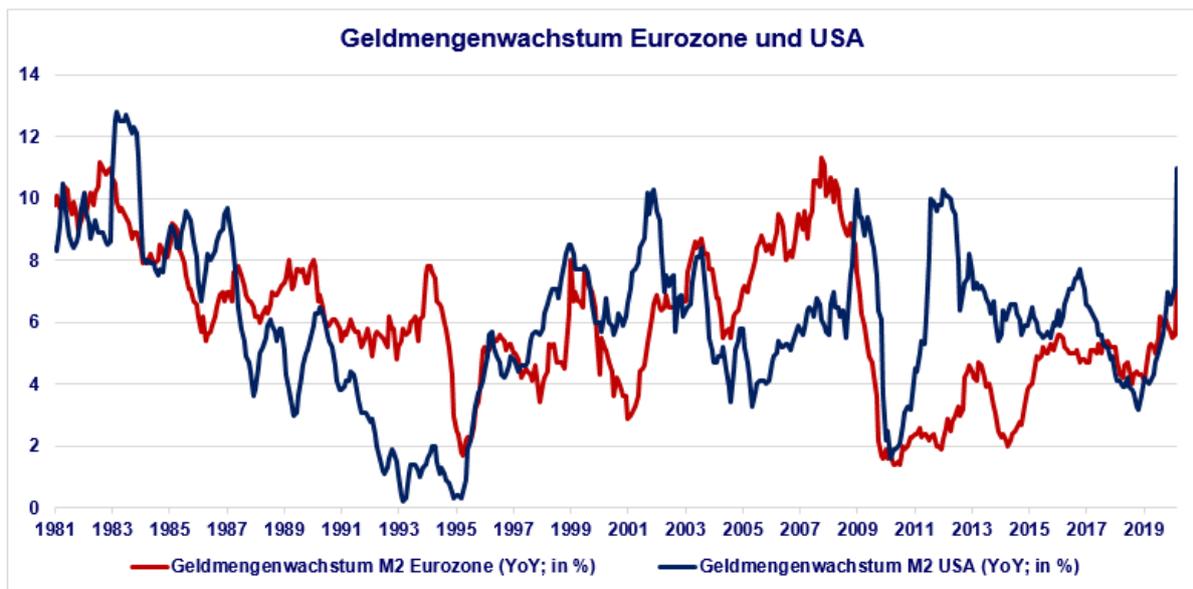
Zunächst wirken die direkten realwirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie erst einmal deflationär. Eine tiefgreifende globale Rezession, welche vermutlich die Wachstumseinbußen der Finanzkrise 2008/09 deutlich in den Schatten stellt und eher in der Großen Depression der 1920er Jahre ihr Vorbild sucht, ist per Definition ein deflationärer Schock: Steigende Arbeitslosigkeit, rückläufige Investitionen, wegbrechende Nachfrage, Insolvenzen und Verunsicherung der Unternehmen und Verbraucher bremsen die Inflation aus.

Dieser Effekt lässt sich aktuell in den marktbasiernten Inflationserwartungen ablesen. Sie lagen zuletzt bei unter 1%.



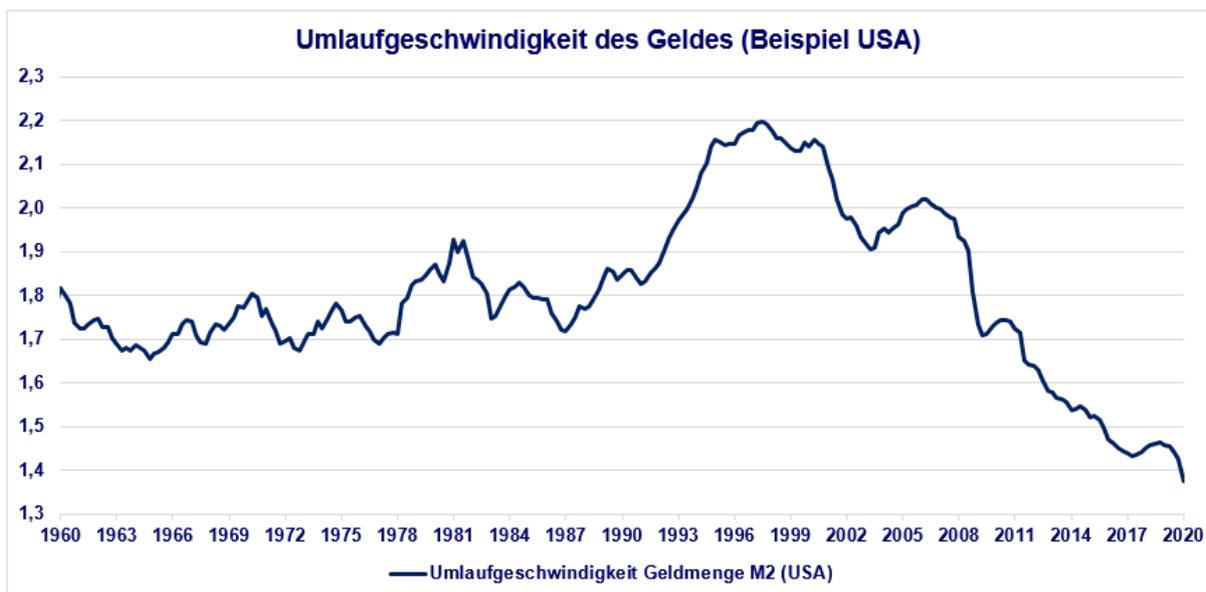
Quelle: Bloomberg; 27.04.2004 - 30.04.2020

Gleichzeitig werden in kaum beschreibbarer Geschwindigkeit neue Geldmengen geschaffen.



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis (Daten USA); Eurostat, Bloomberg (Eurozone); monatl. Daten; Jan. 1981 - Mrz. 2020

Dieses neue Geld trifft momentan noch auf eine darniederliegende Wirtschaft. Damit Inflation entstehen kann, bedarf es realwirtschaftlicher Nachfrage. In einer gelähmten Wirtschaft ohne Nachfrage kann aber auch mit den größten vorstellbaren Geldmengen kaum Inflation entstehen. Man spricht vom Multiplikatoreffekt bzw. der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Weil das Tempo, in dem Geld den Besitzer wechselte (also im Umlauf war), in den letzten Jahren gering blieb, verharren auch die Inflationsraten auf scheinbar niedrigem Niveau.



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis; vierteljährliche Daten; Q1 1959 - Q4 2019

Wird ein Ende der Corona-Krise absehbar, kann sich das schnell ändern. Denn dann trifft die wiederbelebte Nachfrage auf ein gegenüber der Vorkrisenzeit verknapptes Angebot an Gütern. Die Produktionsausfälle während des Lock-Downs, unterbrochene Lieferketten und eine strategische Neuausrichtung von Lieferketten erhöhen die Wahrscheinlichkeit für aufkommenden Preisdruck. Die Preisentwicklung bei einigen

frischen Lebensmitteln Anfang 2020 ist ein früher Vorbote für Entwicklungen, die im 2. Halbjahr 2020 auch auf breiter Front Einzug halten könnten.

Grundsätzlich wird der Trend zur Deglobalisierung und Rückbesinnung auf lokale Verfügbarkeit und Versorgungssicherheit in Lieferketten („Onshoring“) die disinflationären Effekte der Globalisierung der letzten beiden Dekaden auslaufen lassen. Auch die Nachrüstung versäumter Grundausstattung und mangelnder Leistungsqualität im Gesundheitswesen, die uns in der Corona-Krise in einigen Ländern schmerzlich vor Augen geführt wurde, wird mit spürbaren Kostensteigerungen einhergehen.

Daher ist es nicht abwegig, zu fragen, ob sich die Eintrittswahrscheinlichkeit der Rückkehr einer als besiegt geglaubten Inflation nicht tatsächlich erhöht hat. Treffen die aktuell aus dem Nichts entstehenden Geldmengen auf höhere Nachfrage, bleibt der inflationäre Druck nicht mehr durch eine rückläufige Umlaufgeschwindigkeit gedämpft. Die von den Notenbanken ausgebrachte Saat der Inflation könnte schlussendlich aufgehen, wenn nach einer langen Zeit der Dürre nun doch der nötige Niederschlag in Form höherer Multiplikatoreffekte fällt.

Bevor wir uns der Frage widmen, welche Implikationen ein überraschender Inflationsschub für ein Portfolio hätte, wollen wir zunächst untersuchen, ob die Verbraucherpreisindizes als gängige Inflationsmaßstäbe den für Anleger relevanten Kaufkraftverlust überhaupt verlässlich repräsentieren.

Verbraucherpreisindex, Warenkorb und Messung der Inflation

Die optisch niedrigen Inflationsraten der vergangenen Jahre vermitteln den Eindruck von vorherrschender Preisstabilität. Wie passt das aber zusammen mit dem Gefühl vieler Verbraucher einer deutlich höheren Teuerung und abenteuerlichen Preissteigerungen etwa bei Immobilien?

Es gilt mit Blick auf die Inflationsraten zu unterscheiden, was diese messen können und was nicht. Außerdem gilt es zu unterscheiden zwischen knappen Gütern und beliebig vermehrbaren Gütern. Letztere unterlagen im Trend der letzten Jahre preisdämpfenden Effekten der Globalisierung und Technologisierung und vergünstigten sich mit sinkenden Herstellungskosten und Produktivitätssteigerungen. Nicht beliebig vermehrbare, knappe Güter wie Immobilien, land- und agrarwirtschaftliche Nutzfläche, Unternehmensbeteiligungen, Kunst, Antiquitäten oder Oldtimer verzeichneten hingegen deutliche Preissteigerungen.

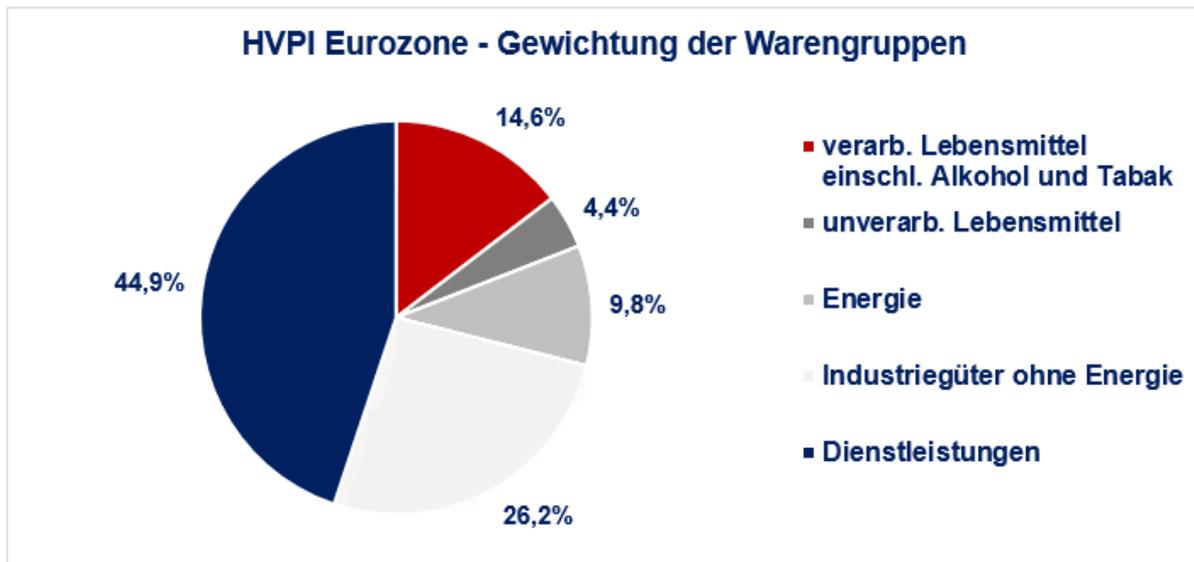
Aus dem vermeintlichen Ausbleiben von Konsumentenpreisinflation über die letzten Jahre kann also nicht der Schluss gezogen werden, es habe Preisstabilität vorgeherrscht. Die Geldpolitik hatte über die letzten Jahre eine Steuerungswirkung, wo Inflation angefacht wird und wo nicht. Dass Null- und Negativzinspolitik entgegen ihrer Intention zu erhöhten Sparquoten führen, ist inzwischen gut dokumentiert. Dieser Effekt wirkt klar deflationär auf die ausgewiesenen Verbraucherpreisindizes. Die geldpolitischen Fehlanreize der Notstandspolitik und die resultierende Fehlallokation von Kapital haben eine vergleichbare Wirkung im Unternehmenssektor: Statt sinnvolle Investitionen vorzunehmen, welche langfristig zu realwirtschaftlicher Nachfrage, Wachstum und zu Inflation führen würden, ist der Anreiz für Unternehmen höher, betriebswirtschaftlich fragwürdige Übernahmen zu tätigen oder gar in die zweifelhafte Praxis von

Aktienrückkaufprogrammen einzusteigen. Beides wirkt inflationär auf Aktienpreise, langfristig aber inflationsbremsend bei realwirtschaftlichen Preisen.

Der „richtige“ Ausweis einer allgemeinen Teuerung in einem Verbraucherpreisindex ist von hoher Bedeutung, weil sich nur so ein korrekter Referenzpunkt für ökonomisch sachgerechte Preise, etwa für Löhne oder eben Notenbankzinsen ergeben kann.

Damit Preisstabilität gewährleistet sein kann, müssen Preise auch repräsentativ gemessen werden können. Dieser Anspruch ist praktisch kaum erfüllbar, weil sich in einer freien Marktwirtschaft die Präferenzen und das Kaufverhalten der Verbraucher unterscheiden und es nie einen vollkommen perfekt repräsentativen Warenkorb geben kann. Hinzu kommen wesentliche Veränderungen im Kaufverhalten, die sich im Zeitablauf ergeben. Sofortbildkameras, Telefonzellengebühren und Videorekorder, die in den frühen 90er Jahren selbstverständliche Bestandteile des Warenkorbs waren, finden heute ihre Entsprechung in einem einzigen Produkt. Der Anteil für Lebensmittel am Gesamtbudgets eines Haushalts unterliegt seit Jahrzehnten dem gleichen starken Abwärtstrend wie eben dessen Gewichtung in den Warenkörben der Verbraucherpreisindizes.

Die spezifische Zusammensetzung des Warenkorbs an sich ist immer diskutabel. Erschwert wird die Messmethodik des heute für die EZB-Politik verbindlichen HVPI (Harmonisierter Verbraucherpreisindex) aber sowohl durch Konstruktionsmängel als auch durch einige fragwürdige methodische und statistische Methoden.



Quelle: Eurostat; April 2020

Die Hauptkritik, derer sich der HVPI zurecht ausgesetzt sieht, ist die Nichtberücksichtigung von Wohneigentum. Da die Geldpolitik der letzten Jahre gerade bei realen Sachwerten stark preistreibend gewirkt hat, fehlt ein essentieller Preisdatenpunkt. Gerade die sehr hohen Wohneigentumsquoten in südlichen Euroländern zeigen, dass der Verzicht auf die Erhebung eines für Haushalte so bedeutenden Preises wie der eigenen Immobilie die Inflationsrate vermutlich strukturell unterzeichnet. Weil auch andere Vermögenswerte fehlen, ist die Vermögenspreis-inflation nicht Bestandteil der offiziell berechneten Konsumentenpreis-inflation. Sie wirkt allenfalls indirekt und zeitverzögert, wenn zum Beispiel höhere Mieten beginnen, sich in den Statistiken niederzuschlagen.

Viele Dienstleistungskategorien, die in den letzten Jahren überproportionale Preissteigerungen aufgewiesen haben, beispielsweise im Bereich staatlich administrierter Gebühren und Abgaben werden nicht berücksichtigt. Ebenso sind die stark steigenden Kosten der Bildungs- und Gesundheitssysteme nur unzureichend repräsentiert.

Der Verdacht, dass Staaten ein Interesse haben könnten, möglichst geringe Inflationsraten auszuweisen, erhärtet sich bei genauer Betrachtung der Veränderungen in der Messmethodik. Mit der Neuberechnung und Neuzusammensetzung von Warenkörben findet sich ein ganzes Arsenal an statistischen Möglichkeiten, wie sogenannte „Qualitätsverbesserungen“ preisdämpfenden Charakter entfalten können.

Es ist freilich schwierig, gute, zuverlässige und konsistente Methoden für die korrekte Erfassung von Innovationen, Modellwechseln oder schwankende Füllmengen zu finden, auffällig ist jedoch, dass einige der praktizierten Verfahren nicht nur willkürlich anmuten, sondern z.B. in den USA auch eine dauerhafte, strukturelle Verringerung der ausgewiesenen Inflationsraten zur Folge hatte.

Insbesondere die Methode der „hedonistischen Anpassung“ (inflationsmindernder Effekt von vermeintlichen Qualitätsverbesserungen – aber keine Bereinigung möglicher Qualitätsverschlechterungen) und die Substitutionen starker Preistreiber im Warenkorb durch günstigere Produkte erscheinen fragwürdig. In den USA berechnet der Informationsdienst shadowstats.com eine alternative Inflationsrate, die der vor 1980 angewandten Inflationsmethodik folgt und zum Schluss kommt, dass die tatsächliche Teuerung in den vergangenen Jahren zwischen 8 und 10% und damit deutlich oberhalb der offiziellen Inflationsraten gelegen hat.

Gefühlte Inflation

Die Diskussion um politisch gewünschte, „ausgewiesene“ und real „gefühlte“ Inflationsraten ist alt. Die Konstante dabei ist stets, dass letztere von vielen Verbrauchern als bedeutend höher empfunden wird.

Gerade in den Jahren unmittelbar nach der Eurobargeldeinführung bestand in Deutschland die verbreitete Wahrnehmung, die tatsächliche Preissteigerung liege deutlich über der amtlich ausgewiesenen Teuerung („Teuro“-Debatte). Der verstorbene Statistikprofessor Hans-Wolfgang Brachinger der Uni Freiburg (Schweiz) gelangte mit seinem „Index der wahrgenommen Inflation“ zu der These, das Teuerungsempfinden der Verbraucher hänge stark von den tatsächlichen Kaufhäufigkeiten von Waren und Dienstleistungen ab.

Wenn Waren des täglichen Bedarfs, wie Bier, Gemüse oder Taschentücher im Preis steigen, führt diese Teuerung bei Verbrauchern zu einer höheren Wahrnehmung als bei entsprechenden Preisänderungen langlebiger Konsumgüter, die nur im Abstand vieler Jahre angeschafft werden, wie etwa Waschmaschinen oder TV-Geräte.

Im Januar 2002 erreichte sein berechneter Index der wahrgenommen Inflation einen damaligen Höchstwert von 11 % gegenüber einer ausgewiesenen Inflation von gerade einmal 2,1%. Auch in den Folgejahren notierte der Index meist deutlich oberhalb der offiziellen Inflationsraten, begründet durch ein Teuerungsempfinden der Verbraucher bei Gütern mit hoher Kauffrequenz, insbesondere bei Lebensmitteln.

Brachingers These der Kaufhäufigkeit ist umstritten, weil sie empirisch kaum dokumentiert ist. Andere Untersuchungen gehen davon aus, dass das Preisempfinden, welches vom Verbraucherpreisindex abweicht, vor allem durch die Budgetwirksamkeit auf die Verbraucher bestimmt wird, zugespitzt: „Eine Mieterhöhung ist wichtiger als höhere Leberwurstpreise“ⁱⁱⁱ.

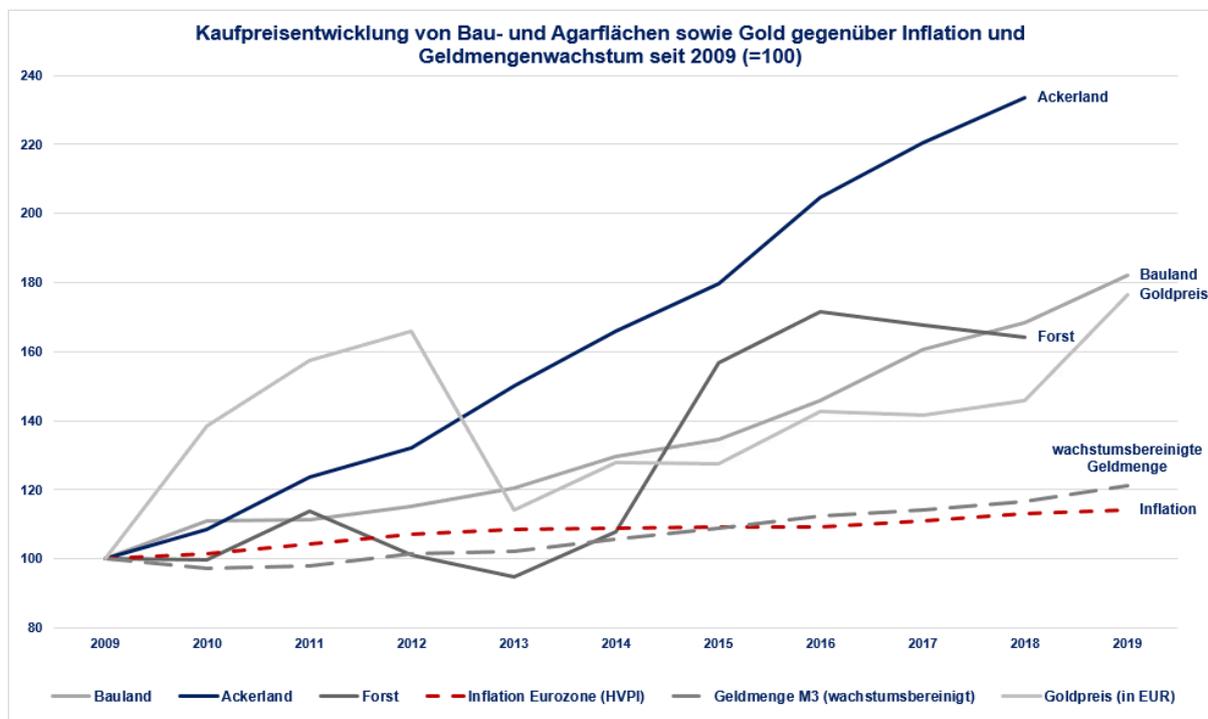
In jedem Fall ist feststellbar, dass viele Preistreiber, welche als sowohl „kaufhäufig“ und budgetwirksam gelten können, in der Erfassung der Konsumentenpreisinflation außen vor bleiben, etwa Kosten für Krankenversicherungen oder die Höhe kommunaler Gebühren und Abgaben.

Das entscheidende Defizit der Verbraucherpreisindizes bleibt aber, dass sie keine Aussage für eine breitere Teuerung zulassen, welche auch den Erwerb von Grund und Boden und von Vermögenswerten umfasst. Es besteht also eine „Schatteninflation“, die systematisch nicht erfasst ist.

Alternative Messverfahren: Geldmengen, Forst und Ackerland

Der Kaufkraftverlust einer Gesamtgesellschaft und damit die „wahre“, breite Inflation entspricht immer dem Maß, in dem die bestehende Geldmenge verwässert wird. Die Inflation entspricht der (vorsätzlichen, also nicht zufälligen) Geldmengenausweitung.

Die Ausweitung der Geldmenge, bereinigt um das Wirtschaftswachstum, lag in der Eurozone im Zeitraum von 1999 bis 2018 im Schnitt bei 3,8% und damit oberhalb der ausgewiesenen Konsumentenpreisinflation. Die monetäre Basis ist schneller angestiegen, als beispielsweise Tariflöhne, Renten oder Zinseinkünfte Schritt halten konnten, definitorisch für einen real erlittenen Kaufkraftverlust.



Quelle: Destatis (Bau- und Ackerland), Gutachterausschüsse in der BRD (Forst); Eurostat/Bloomberg (HVPI, M3); jährl. Daten; 2009-2019 (teilw. nur bis 2018)

Geldmengen, die nicht in Form von Verbraucherpreisinflation wirksam werden können (weil entsprechende Preissteigerungen nicht gemessen werden, nicht ausgewiesen werden oder schlicht nicht vorhanden sind, z.B. aufgrund der geringen Umlaufgeschwindigkeiten des Geldes) suchen sich andere Wege, auf denen sie natürlicherweise zu Teuerung führen. Das kann entweder der Fall sein für alle liquiden Kapitalmarktinstrumente („Alles-Blase“ in Aktien, Renten, usw. bis Februar 2020), oder aber auch für weniger liquide Sachwerte. Die Preissteigerungen bei deutschen Immobilien über die letzten Jahre sind hierfür Anhaltspunkt genug.

Stadt	Preis je qm in Euro 2015	Preis je qm in Euro 2019	Veränderung
München	6.034	8.993	+49,0%
Frankfurt am Main	3.814	6.701	+75,7%
Stuttgart	4.238	6.324	+49,2%
Potsdam	3.322	6.164	+85,6%
Berlin	3.303	5.578	+68,9%
Hamburg	3.868	5.507	+42,4%
Düsseldorf	3.767	5.470	+45,2%
Erlangen	3.534	5.416	+53,3%
Regensburg	3.628	5.411	+49,1%
Freiburg im Breisgau	4.580	5.349	+16,8%

Quelle: Destatis, Kaufpreise bei Wohnimmobilien je qm.

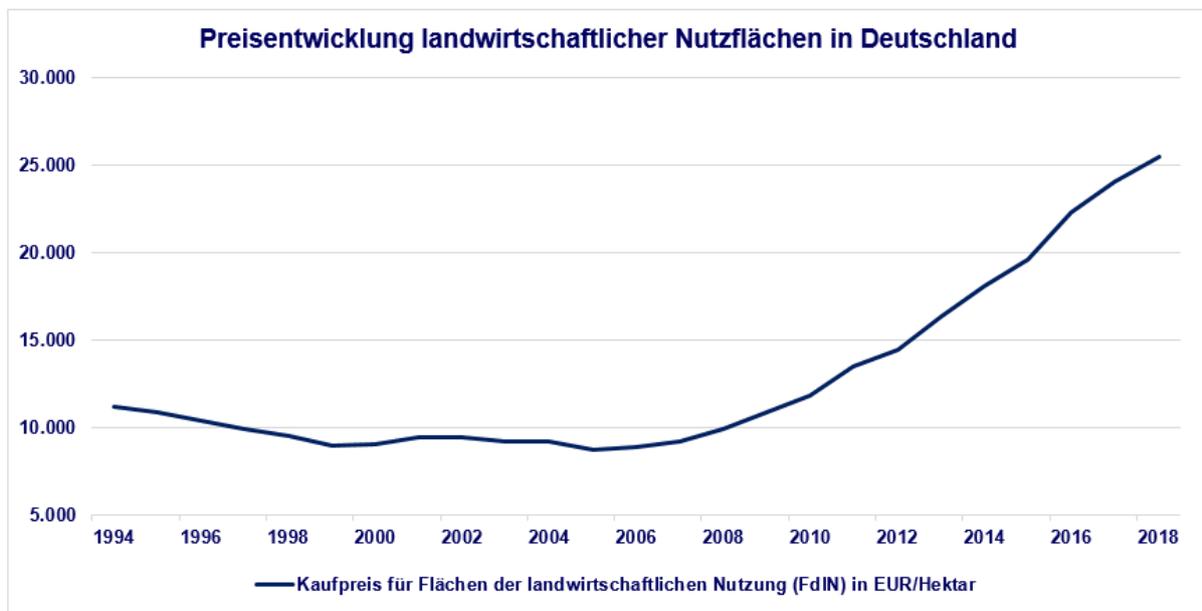
Ein historisch sehr guter und bewährter Maßstab zur Identifizierung der „wahren“ Teuerung ist neben Gold auch das knappe, nicht vermehrbare Angebot von land- und forstwirtschaftlichen Flächen, welche hochgradig inflationsreagible Ertragsströme versprechen. Ihre Preise sind, wie die Geldmengenausweitung selbst, ein sehr viel besserer Maßstab der Inflation als Verbraucherpreisindizes.

Die Preisbildung von Wald und Ackerflächen unterliegt kurzfristig sicherlich auch anderen Faktoren als singular der Geldmengeninflation. Das Zinsniveau an sich bestimmt die Preise. Niedrige Zinsen treiben die Nachfrage nach realen Anlagegütern, so auch bei forst- und landwirtschaftlichen Flächen. Kurzfristig können Wetterereignisse oder Kalamitäten (z.B. der Borkenkäferbefall bei mit Fichtenbewuchs dominierten Forstflächen) negative Preiseffekte hervorrufen. Bestimmte regulatorische Rahmenbedingungen spielen eine Rolle: In Deutschland erhöhten die subventionierten Fleischtöpfe der erneuerbaren Energien stark die Nachfrage nach Flächen zum Anbau für Biogasanlagen-verwertbare Erzeugnisse. Nachdem immer mehr Investoren Ackerflächen für sich entdeckt hatten und es zu hohen Preissteigerungen gekommen war, schoben umgekehrt manche Behörden der Spekulation mit Ackerflächen den regulatorischen Riegel vor. In Bayern etwa sah sich die Landesregierung 2017 veranlasst, die Genehmigungspflicht für Käufe von Nichtlandwirten von 2 ha Fläche auf 1 ha herabzusetzen.

Die Preise für Ackerland lagen bei Transaktionen des Jahres 2018 im Schnitt bei 24.485 Euro je Hektar. Mit 37.846 Euro/ha waren sie in den alten Bundesländern höher als mit durchschnittlich 15.720 Euro/ha in den neuen Bundesländernⁱⁱⁱ. Die niedrigsten Preise wies das Saarland (9.706 Euro/ha) auf, die höchsten Preise wurden in Bayern gezahlt

(64.909 Euro/ha), wobei im Regierungsbezirk Oberbayern die Preise oberhalb der 100.000-Euro-Marke lagen (im Schnitt bei 106.279 Euro/ha). Große Unterschiede bestanden in Hessen: Wurden im Regierungsbezirk Gießen lediglich 11.731 Euro/ha gezahlt, mussten Käufer in Südhessen (RB Darmstadt) 23.215 Euro/ha aufwenden.

Zum Zeitpunkt der großen Finanzkrise (2009) hatte der Hektarpreis für landwirtschaftlich genutzte Flächen in Deutschland noch bei durchschnittlich 10.908 Euro gelegen. Mit einer jährlichen Preissteigerungsrate von 9,9% haben sich die Preise bis 2018 damit in weniger als 10 Jahren mehr als verdoppelt! Besonders hohe Preissteigerungen waren über die letzten Jahre in Mecklenburg-Vorpommern und Brandenburg zu beobachten.



Quelle: Destatis; jährliche Daten; 1994-2018

Schauen wir in der Historie noch etwas weiter zurück, erkennen wir deutlich, dass die Preiskurve für landwirtschaftliche Nutzflächen erst nach 2008, also nach Aktivwerden der Notenbanken mit globalen Liquiditätsprogrammen, steil ansteigt. Bis zur Finanzkrise 2008 verlief der Preistrend in Deutschland, analog zu Wohnimmobilien, relativ flach. Es scheint also durchaus plausibel, dass die Geldpolitik der EZB als primärer Preistreiber bei Ackerland identifiziert werden kann. Das neu geschaffene Geld, welches keine realwirtschaftliche Inflation erzeugt hat, suchte sich seinen Weg in reale Sachwerte – Gold, Aktien und eben nicht vermehrbare Flächen – und erzeugte dort Vermögenspreisinflation.

Interessant dabei ist, dass das Verhältnis von durchschnittlichen Pachterlösen zu Kaufpreisen – anders als bei Immobilien – recht stabil blieb. Weil die Pachtsteigerungen mit der Kaufpreisentwicklung weitgehend Schritt halten konnte, blieb die „Pachtrendite“ in den alten Bundesländern (letzter verfügbarer Wert: 1,52% im Jahr 2016^{iv}) in etwa auf dem Niveau der 1990er Jahre (1,51% im Jahr 1999). In den neuen Bundesländern war hingegen ein klarer Abwärtsdruck auf die Renditen erkennbar. Waren 1999 noch 3,16% erzielbar, hatte sich dieser Wert mit 1,75% bis 2016 an das Niveau des alten Bundesgebietes angenähert.

Preise wie sie inzwischen in Oberbayern oder im Münsterland (85.766 Euro/ha) gezahlt werden, zeigen auch, dass den Ertragsmöglichkeiten Grenzen gesetzt sind. Gerade unter

Hinzurechnung der Erwerbsnebenkosten dürften die „Pachtrenditen“ zwischenzeitlich vielfach deutlich unter 1% liegen. Gleiches trifft auf Regionen zu, in denen aufgrund klimatischer Bedingungen, Bodengüte und Beschaffenheit die Kaufpreise zwar niedriger sind, die Pachtpreise aber bei deutlich unter 200 Euro je Hektar liegen. Die Kaufmotive der Rentabilität treten dort in den Hintergrund, der Gedanke des Kapitalschutzes steht bei nichtlandwirtschaftlichen Käufern (die immer noch eine klare Minderheit ausmachen) dann im Vordergrund.

Es wird klar, dass knappe Bodenflächen wie Bauland, Ackerfläche oder Forst gut geeignet sind, den realen Werterhalt zu gewährleisten und vor jener „Schatteninflation“ zu schützen, die in der Konsumentenpreis-inflation nicht abgebildet wird. Die deutlichen Preissteigerungen bei Bodenpreisen sind höchst relevant, weil sie zur Folge haben, dass sich Menschen mit gleichbleibenden realen Einkommen bzw. gleich bleibenden realen Vermögen immer weniger Anteile dieser langfristig wertstabilen und werterhaltenden Vermögenswerte kaufen können.

Schutz vor Geldentwertung in Form von Wald oder Weizenfeld ist aber ein Luxusgut, welches nicht jedem Anleger, der Zuflucht vor Inflation sucht, auch zugänglich ist. Darin zeigt sich die höchst ungerechten Verteilungs- und Steuerungswirkungen der Inflation an sich.

„Wahre“ Preisstabilität

Die Inflation insgesamt führt zu keiner Mehrung des Wohlstands einer Gesellschaft, sie erzeugt lediglich vorhersehbar einige (wenige) Gewinner und (viele) Verlierer. Sie bewirkt einen laufenden Vermögenstransfer vom Sparer hin zu Besitzern realer Vermögenswerte, zu Schuldnern und dem Staat. Die Verwässerung der Kaufkraft einer Währung durch Geldmengenausweitung heute ist im Prinzip nichts anderes als die gängige Münzverschlechterung im Mittelalter. Weitgehend unbemerkt ist Inflation ein Hauptmechanismus für die oft beklagte ungleiche Vermögensverteilung. Sie begünstigt das „1%“ zu Lasten der „99%“. Weil sie leistungsfreie Zugewinne ermöglicht und gleichzeitig praktisch unbemerkt enteignet, ist sie unmoralisch und auch aus christlicher Perspektive als unethisch zu werten.

Das Alte Testament formuliert in Sprüche 11:1 den Anspruch an ein wertiges Zahlungsmittel:

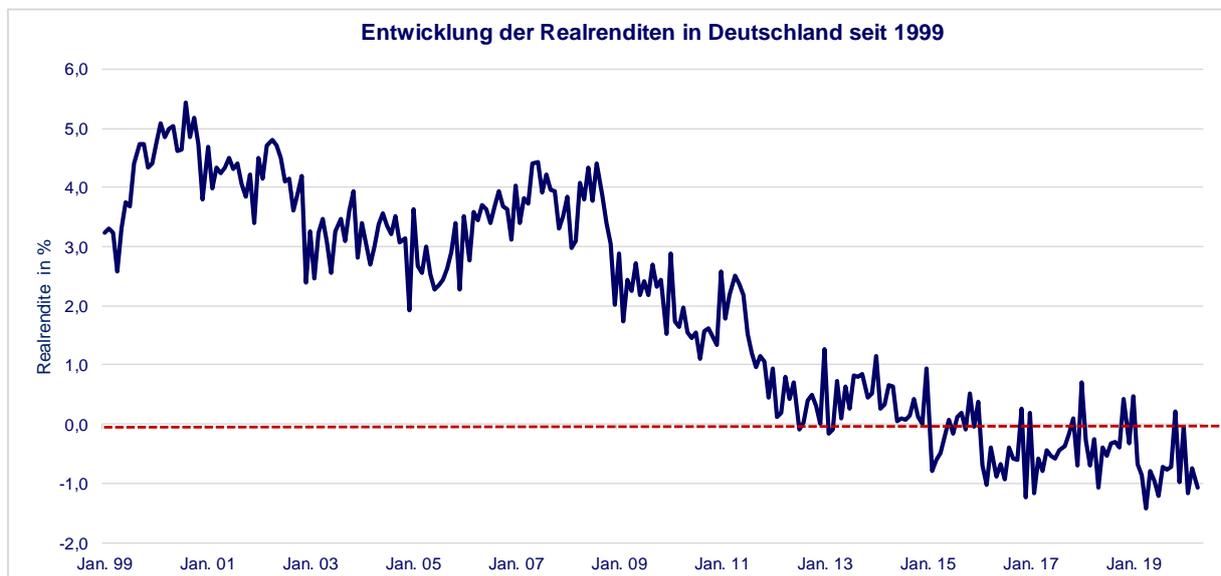
„Falsche Waage ist dem HERRN ein Gräuel; aber ein volles Gewicht ist sein Wohlgefallen“

Ein Papiergeldsystem, welches beliebig ausweitbare Geldmengen ermöglicht, kann dieser Vorgabe nicht gerecht werden. Seine ungleichen Verteilungseffekte („Cantillon Effekt“) der Geldmengenschöpfung bringen die Waage in ein dauerhaftes Ungleichgewicht. Inflation schafft Ungerechtigkeiten, entmutigt verantwortungsbewusstes Handeln (Sparen) und ermutigt Spekulation und Verschuldung. Die resultierenden Boom-Bust-Zyklen einer Volkswirtschaft mit künstlich verstärkten, verschuldungsgetriebenen Scheinaufschwüngen und umso schlimmeren Krisen als Korrekturmechanismus vorheriger Übertreibungen produzieren ebenfalls Verlierer (Selbständige, Arbeitnehmer, ...), welche meist noch zusätzlich unter den

Markteingriffen und Ungleichgewichten später installierter „Rettungsprogramme“ leiden.

Insofern ist kaum eine vernünftige Begründung zu finden, warum eine Volkswirtschaft eigentlich eine kontinuierliche Geldmengenausweitung benötigen soll und warum ein Ziel für „Preisstabilität“ bei 2% und nicht bei 0% verankert sein soll. Verbraucher haben eine Präferenz für konstante oder fallende Preise. Es ist schwer vorstellbar, warum ein Verbraucher freiwillig einen jährlichen Kaufkraftverlust akzeptieren sollte. Ein Guthaben von 1.000 Euro ist bei einer Inflation von 2% nach 20 Jahren auf eine Kaufkraft von gerade noch 673 Euro entwertet.

Die Bezeichnung Geldwertstabilität ist inkompatibel mit Inflationsraten, die höher als Null liegen. Das gilt umso mehr dann, wenn es keine Möglichkeit gibt, ein Sparguthaben real zu erhalten. Herrschen negative Realrenditen vor, liegt also der Anlagezins unterhalb der laufenden Geldentwertung, spricht man von finanzieller Repression, die den Sparer vorsätzlich zu enteignen sucht.



Quelle: Bloomberg, Rendite 5-jährige Bundesanleihen abzüglich HVPI %, Stand: 04.05.2020

Blick in die Geschichte und Implikationen für ein Anlageportfolio

Historisch finden sich leider wenige Beispiele zu Währungsregimen, welche den Widrigkeiten von Kriegen, Inflation, Begehrlichkeiten, politischen Verwerfungen und Rezessionen dauerhaft trotzen konnten.

Im Gegenteil war die Versuchung stets groß, sich einem gefühlten oder tatsächlichen Mangel mit geldpolitischen Taschenspielertricks zu entledigen. So ist die Geschichte voll von Gelddruckexperimenten, um Krisen zu bewältigen oder Staatshaushalte am Laufen zu halten.

Bereits Goethes Faust, nicht nur ein literarisches Meisterwerk, sondern überdies ein frühes Lehrbuch der Ökonomie und Geldpolitik, greift dieses Motiv auf. Die Politik (Kaiser) beklagt Budgetzwänge und Knappheiten, die daraus entstanden sind, dass über die Verhältnisse gelebt wurde. Mephisto ist um Rat und Tat indes nicht verlegen und steht mit einer Lösung aus dem Bereich der Finanzalchemie bereit:

Kaiser:

*Dadurch sind unsre Mängel nicht erledigt,
Was willst du jetzt mit deiner Fastenpredigt?
Ich habe satt das ewige Wie und Wenn;
Es fehlt an Geld, nun gut, so schaff' es denn!*

Mephistopheles:

*Ich schaffe was ihr wollt und schaffe mehr;
Zwar ist es leicht, doch ist das Leichte schwer.*

Mephisto gelingt es, die politischen Entscheidungsträger davon zu überzeugen, „Papierzettel“ auszugeben, denen vermeintlich im Kaiserreich verborgenes Gold als Pfand zugrunde liegt. Die politisch unbequeme Knappheit von wertigen Zahlungsmitteln ist damit beseitigt, „Weh ist in Wohl“ gewandelt. Der Kaiser verkündet erfreut: „Zu wissen sei es jedem, der's begehrt: Der Zettel hier ist tausend Kronen wert“^{vi}

Mephistos Papiergeldexperiment konnte natürlich kein dauerhafter Erfolg beschieden sein, eben weil keine Begrenzung der Geldmenge vorgesehen war. Das wusste Goethe, der seinerzeit als Kämmerer oder Finanzminister am Hof von Herzog Karl-August von Sachsen-Weimar-Eisenach fungierte. Das Herzogtum war faktisch pleite, weil die Eskapaden und Verschwendungssucht des Herzogs für Feste, Umzüge, Spiele, Jagd und Gelage den Staatshaushalt enorm belasteten. Der Ausweg der Notenpresse schien daher verheißungsvoll. Goethe setzte sich eher für die Konsolidierung des Haushalts ein, wusste er doch, dass sämtliche Papiergeldexperimente der Zeit in umliegenden Fürstentümern und Königreichen in die Katastrophe führten.

Wie in der realen Welt, ging Mephistos Finanzalchemie auch im „Faust“ natürlich absehbar schief. Zwar rief sie zunächst einen rauschhaften Scheinaufschwung hervor, mündete dann aber doch in Hochinflation und Zusammenbruch des Geldsystems.

Die Verlockung, Mängel und Knappheit mit Finanzalchemie zu beseitigen, ist zeitlos. Ein weiteres Beispiel sind die Experimente von John Law, dem eigentlichen Erfinder des „Quantitative Easing“. Law wurde 1715 nach dem Tod Louis XIV Berater und später Superminister des Thronfolgers. Frankreich war mit hohen Schulden und Zinslasten aus Kriegen und Bauprojekten nahezu bankrott. Law warf die Druckerpresse an, senkte die Zinsen auf ein Rekordtief und fachte mit dem betrügerischen Schneeballsystem seiner Mississippi Gesellschaft eine gigantische Spekulationsblase an.



John Law, Quelle: Wikipedia

Der kreditfinanzierte Boom brachte einen Scheinwohlstand hervor und führte zu explodierenden Immobilienpreisen in Paris. Viele Spekulanten wurden über Nacht reich. Erstmals tauchte der Begriff „Millionär“ im Sprachgebrauch auf. Die Nachfrage nach Luxusgütern, etwa vergoldeten Kutschen, stieg sprunghaft an. Am Ende wuchs Geldmenge und Inflation so schnell an, dass das Experiment außer Kontrolle geriet. Law musste außer Landes fliehen und entging nur knapp dem Lynchmord.

Die historischen Muster der Geldexperimente gleichen sich



Quellen: eigene Darstellung, Deutschlandfunk, Wikipedia, Handelsblatt, Fox News, Syda Productions – stock.adobe.com, F. Romero-flickr.com, Obier ([https://commons.wikimedia.org/wiki/File:ManifGiletsJaunesVesoul_17nov2018_\(cropped\).jpg](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:ManifGiletsJaunesVesoul_17nov2018_(cropped).jpg)), <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/legalcode>

Es besteht tatsächlich kein Mangel an historischen Beispielen, wie die jeweils herrschende Elite versuchte, sich Vorteile aus verschiedenen Formen der Geldmengenverwässerung zu verschaffen oder schlicht einen unvermeidbaren Zusammenbruch des Geldsystems noch eine Zeit lang heraus zu zögern. Frühe Techniken waren die Münzverschlechterung durch die schleichende – aber meist nicht unbemerkt bleibende - Herabsetzung des Edelmetallanteils in Münzen. Der Verfall des Römischen Reichs beschleunigte sich beispielsweise durch den Vertrauensverlust in das minderwertige Geld. Die Verzweiflungstaten der Weimarer Republik führten zu Hyperinflation und blieben nicht ohne weitreichende politische Folgen.

Langfristig haben die allermeisten Währungen nicht überlebt. Keiner Papiergeldwährung gelang es dauerhaft, ihre Kaufkraft zu erhalten. Wie von Voltaire festgestellt^{vii}, kehrt „Papiergeld früher oder später zu seinem inneren Wert zurück – null“. Auch der Euro hat gemessen in Gold seit seiner Einführung 1999 mehr als 80% an Kaufkraft eingebüßt^{viii}.

Die Geschichte begründet durchaus ein gesundes Maß an Misstrauen oder zumindest Skepsis gegenüber der Fähigkeit von Königen, Kämmerern, Herzogen, Ministern und Notenbankverantwortlichen die Geldwertstabilität nachhaltig zu gewährleisten.

Auch die letzten Jahre zeigen, dass sich die „Währungshüter“ durchaus schwertun, nach einer einmal eingeführten Notstandspolitik eine angemessene Normalisierung herbeizuführen. Gerade gegen den Widerstand der Kapitalmärkte scheint es nahezu unmöglich geworden zu sein, Ankaufprogramme auslaufen zu lassen und Zinsen wieder auf ein Normalmaß zurückzuverankern. Die Notenbanken sind zu Gefangenen ihrer eigenen Fehler der Vergangenheit geworden. So wird die Notstandspolitik weit über den Notstand hinaus beibehalten, sie wird zum Normalzustand.

Um den globalen Schuldenbergen Herr zu werden, ist der Weg der Inflationierung stets der gewünschte und unter allen Alternativen meist der politisch bequemste. Mit noch größerer Staatsverschuldung in Folge der Corona-Notmaßnahmen wird die politische Versuchung, auch erhöhte Inflationsraten „laufen zu lassen“ noch größer sein, als vor der Krise teilweise implizit schon kommuniziert. Mit Blick auf die Inflation wird oft der Ketchupflaschen-Vergleich bemüht: Ist zu viel „Luft“ im System (= zu geringe Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, welche die Notenbanken nicht kontrollieren können), kommt beim anfänglichen Schütteln und Drücken zunächst lange nichts. Je mehr Druck aber aufgewendet wird, desto wahrscheinlicher wird es jedoch, dass am Ende eine sehr viel größere Menge Ketchup auf dem Teller landet, als beabsichtigt.

Bei Sichtbarwerden der realwirtschaftlichen Corona-Schäden im 2. Halbjahr könnte für Regierungen und Notenbanken die Versuchung groß sein, noch einmal „nachzulegen“. Die bereits jetzt schon großen Summen der Corona-Hilfen könnten dann schließlich ihr inflationäres Potential entfalten.

Für eine Rückkehr höherer Inflationsraten sind viele Anlageportfolien nicht vorbereitet.

Gerade die Anleihenlastigkeit vieler institutioneller Portfolien würden die Anleger durch eine Inflationsüberraschung empfindlich treffen. Stiftungen und Investoren mit hochgradig inflationsreagiblen Verbindlichkeiten sind daher aufgefordert, in verschiedenen Geldentwertungsszenarien zu denken.

Höhere Inflation bedeutet auch nicht notwendigerweise steigende Zinsen, welche dem Anleger zumindest mit Verzögerung auch wieder die lang erhofften Anlagemöglichkeiten in Papiere mit höheren Coupons ermöglichen würden. Eine gewisse Monetarisierung der durch die Corona-Folgen noch höheren und noch weniger tragfähigen Staatsverschuldung in vielen Euroländern erfordert weiterhin niedrige Zinsen. Daher gibt es keine Garantie und wohl wenig Hoffnung auf ein konsequentes Gegensteuern der EZB mit Leitzinsanhebungen, sollte die Inflation tatsächlich anspringen. Die Zinsen werden vermutlich auch weiterhin auf sehr niedrigem Niveau verharren, die EZB hat alle Instrumente, um dies auch unabhängig von einer höheren Inflationsprämie, die die Märkte einfordern könnten, zu gewährleisten. Der Realzins würde noch negativer, die finanzielle Repression noch weitreichender.

Die zerstörerische Wirkung von Inflation auf ein Rentenportfolio wäre also nominal zunächst noch nicht einmal zwangsläufig zu beobachten, sondern wäre erst dann feststellbar, wenn beispielsweise die Erträge des Anleiheportfolios die enteilten Kosten einer Stiftung zu ihrer Zweckverwirklichung nicht mehr zu decken vermag.

Inflationsgeschützte Anleihen haben in Deutschland noch immer einen eher exotischen Status. Sie haben auch den Nachteil, dass sich ihre Inflationskompensation natürlich an den offiziellen Konsumentenpreisindizes orientiert und die ebenfalls relevante

„Schatteninflation“ eben gerade nicht vergütet. Edelmetalle zur Inflationsabsicherung fehlen in vielen Portfolien meist ganz.

Häufig verlassen sich Anleger zum Schutz vor Inflation vor allem auf Immobilien und Aktien. Immobilien können dieser Rolle gerecht werden, wenn gewährleistet ist, dass die zu erwartenden Erträge im Umfang der Inflation mitwachsen können. Zunehmende politische Markteingriffe lassen daran zumindest Zweifel zu.

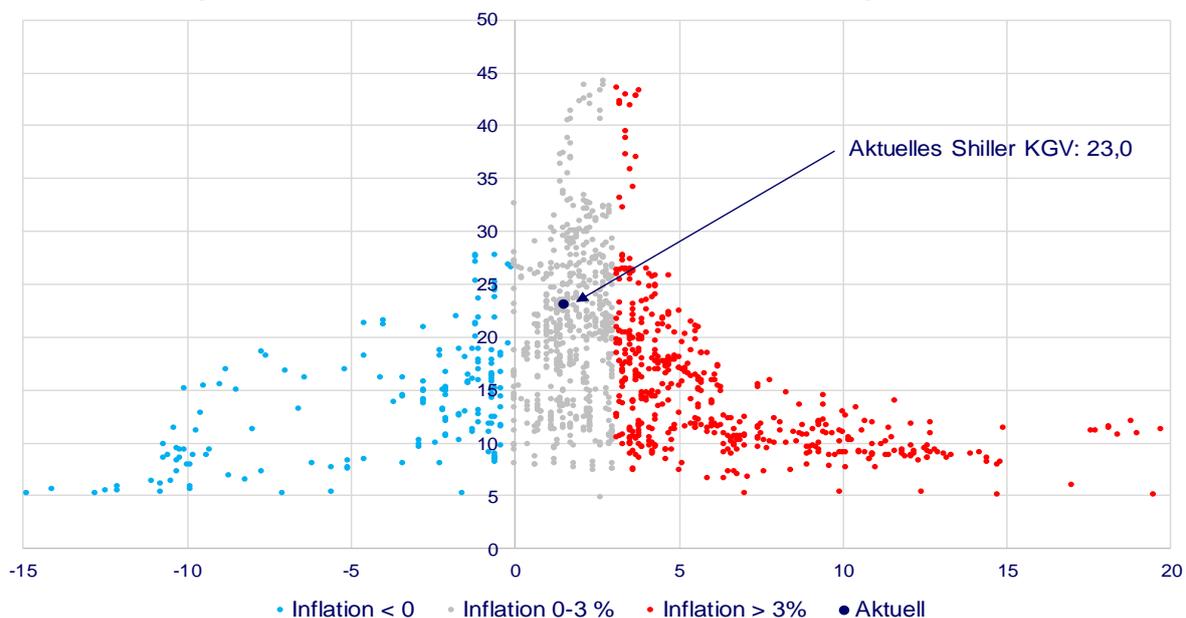
Aktien haben historisch die Funktion als inflationsschützender Portfoliobaustein zwar in unterschiedlichem Ausmaß, aber überwiegend recht gut erfüllen können. Nachstehende Auswertung zeigt, wie sich US-Aktien historisch in Phasen unerwarteter Inflationsschübe verhalten haben:

Beginn	Ende	Inflation zu Beginn der Periode in %	Inflation zum Ende der Periode in %	Inflation im Durchschnitt in %	Ertrag des S&P 500 in %	Ertrag des S&P 500 in % p.a.
31.10.1949	31.05.1951	-2,9	9,3	2,6	54,5	31,7
30.06.1955	30.04.1958	-0,7	3,6	2,1	17,8	6,0
28.02.1965	30.04.1970	1,0	6,1	3,6	10,8	2,0
30.06.1972	31.12.1974	2,7	12,3	7,4	-29,9	-13,2
31.12.1976	31.03.1980	4,9	14,8	8,8	12,5	3,7
31.12.1986	31.10.1990	1,1	6,3	4,3	43,0	9,8
31.07.2009	30.09.2011	-2,1	3,9	1,7	19,7	8,7

Quelle: Bloomberg

Mit heute bereits sehr hohen Aktienmarktbewertungen ist aber anzumerken, dass sich Anleger keinesfalls auf weitere Bewertungsausweitungen verlassen können. Denn historisch gibt es keinen linearen Zusammenhang zwischen Inflationsraten und Aktienmarktbewertungen. Es besteht ein „Sweet Spot“ für Kurs-Gewinn-Verhältnisse bei niedrigen, aber positiven Inflationsraten. In einem solchen Umfeld billigen die Marktteilnehmer den Aktienmärkten tendenziell höhere Bewertungen zu. Sobald die Inflation diese Wohlfühlzone aber in Richtung Deflation oder aber höherer Inflation verlässt, geht dies zu Lasten der Aktienmarktbewertungen. Der Zusammenhang, der historisch typischerweise zwischen Inflation und Aktien-KGV bestand, ist nicht linear, sondern formt ein „umgekehrtes Y“.

Zusammenhang Inflation (x-Achse) und Aktienmarktbewertung (Shiller-KGV, y-Achse):



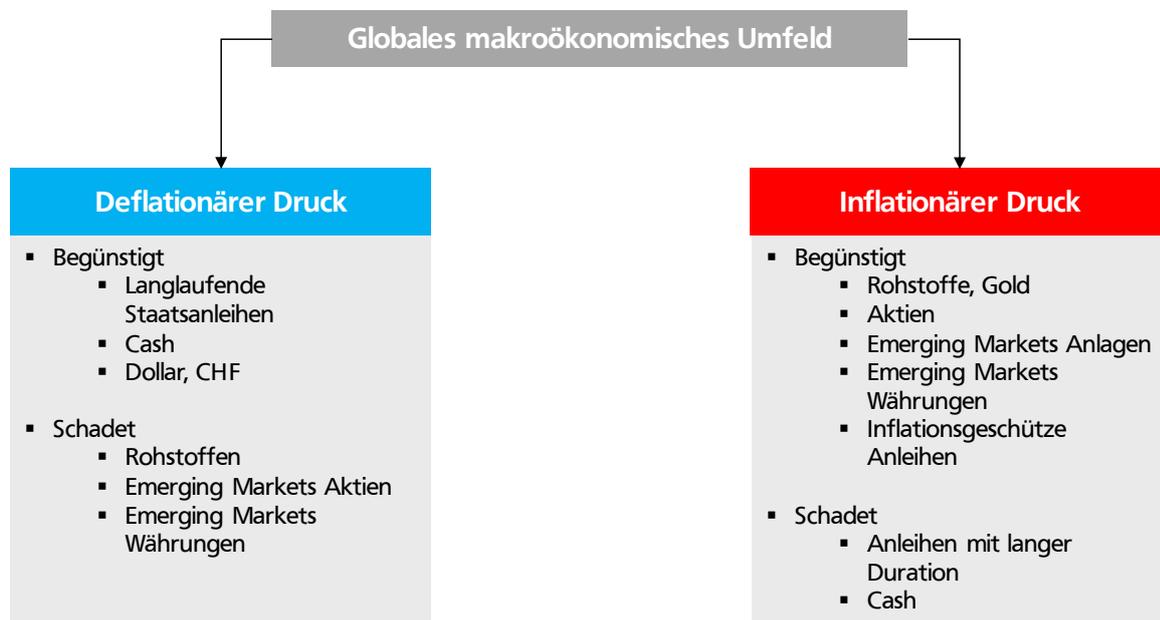
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.1920-30.04.2020

Mögliche Zugewinne der Aktien müssen dann vollständig von den Unternehmensgewinnen getragen werden. Dabei trennt sich allerdings die Spreu vom Weizen. Unterschiedliche Unternehmen sind je nach Geschäftsmodell, Branchenzugehörigkeit oder Land unterschiedlich stark in der Lage, höhere Erzeugerpreise tatsächlich an Kunden weiterzureichen (bzw. generell eigene Kostensteigerungen an Kunden weiterzureichen). Regulierte Branchen mit langfristigen Preisbindungen – wie etwa Versorger – dürften sich in einer Hochinflationsphase eher als ungünstige Anlagen erweisen, während Unternehmen mit großer Preisfestsetzungsmacht sowie Unternehmen im Roh- und Grundstoffbereich sehr viel besser von einer Inflationierung profitieren könnten.

Anleger, die mit einer Rückkehr der Inflation rechnen, sind daher gut beraten, bei der Aktienauswahl hochgradig differenziert vorzugehen.

Anleger, die die dafür notwendigen Kapazitäten haben, sollten über den Direkterwerb nachweislich werterhaltender Vermögenswerte wie Gold, Forst oder Landwirtschaftsflächen nachdenken.

Weil es unmöglich ist, kommende Inflationsraten korrekt zu prognostizieren, erachten wir es für wichtig, ein Gesamtvermögen für sowohl deflationären Druck, der in einer Volkswirtschaft präsent sein kann, als auch für kaufkraftgefährdenden inflationären Druck auszurichten. Unterschiedliche Vermögenswerte weisen typischerweise unterschiedliche Sensitivitäten gegenüber nicht erwarteter, also zuvor nicht eingepreister Inflation auf.



Quelle: Eigene Darstellung

In unserem Mischfonds BKC Treuhand Portfolio (WKN A0YFQ9) verfahren wir daher nach dem Prinzip, stets prognosefrei – ohne diskretionären, also meinungsbasierten Eingriff – sowohl in auf Deflation reagible Anlageklassen zu investieren, als auch reale Werte zu halten, die das Portfolio vor Inflationsüberraschungen schützen können.

Bernhard Matthes, CFA, Bereichsleiter BKC Asset Management

Fußnoten:

ⁱ https://de.wikipedia.org/wiki/Index_der_wahrgenommenen_Inflation

ⁱⁱ Hoffmann, Johannes & Leifer, Hans-Albert & Lorenz, Andreas. (2005). Index der wahrgenommenen Inflation oder EU-Verbraucherumfragen? Zu einem Ansatz von Hans Wolfgang Brachinger. Wirtschaftsdienst 85, 706-714 (2005). <https://doi.org/10.1007/s10273-005-0440-5>

ⁱⁱⁱ Statistisches Bundesamt, Kaufwerte für landwirtschaftliche Grundstücke, August 2019

^{iv} <https://www.bauernverband.de/situationsbericht/3-agrarstruktur>

^v Goethe, Johann Wolfgang von: Faust. Der Tragödie zweiter Teil, Kapitel 4

^{vi} Goethe, Johann Wolfgang von: Faust. Der Tragödie zweiter Teil, Kapitel 13

^{vii} <https://www.aporismen.de/zitat/4909>

^{viii} „Gold: Zuverlässiger Schutz vor Negativzinsen und Garant für den Kaufkraftehalt“, https://www.bkc-am.de/content/dam/f4307-0/BKC_PM/PDF/2019-11%20Bernhard%20Matthes%20zu%20Gold.pdf

Fondsdaten BKC Treuhand Portfolio

	I-Tranche	T-Tranche	S-Tranche
WKN/ISIN:	A0YFQ9 / DE000A0YFQ92	A141VM / DE000A141VM3	A2H5XV / DE000A2H5XV2
Auflegungsdatum:	04.01.2010	21.03.2016	25.01.2018
Ertragsverwendung:	ausschüttend	thesaurierend	ausschüttend
Vertriebszulassung:	Deutschland, Österreich	Deutschland	Deutschland
Erwerbsbeschränkung:	keine	keine	nur erwerbbar von steuerbegünstigten Anlegern im Sinne von § 5 Abs. 2 der Besonderen Anlagebedingungen
Kapitalverwaltungsgesellschaft:	Universal-Investment-Gesellschaft mbH		
Verwahrstelle:	DZ Bank AG		
Fondsberater:	Bank für Kirche und Caritas eG		
Fondskategorie:	Mischfonds, defensiv, internationale Ausrichtung		
Benchmark:	12-Monats-Euribor, zzgl. 70 Basispunkte		
Fondsgeschäftsjahr:	01.01. bis 31.12.		
Ausgabeaufschlag:	bis zu 2,00%		
Laufende Kosten:	0,73%	0,73%	0,71%

Die Chancen im Einzelnen:

- Gut geeignetes Basisinvestment mit breiter Streuung in verschiedenen Anlageklassen
- Defensive Grundstruktur der Anlagen, die überwiegend Richtung und Wertentwicklung der europäischen Rentenmärkte nachvollziehen sollen
- Das aktive Management versucht einen Mehrertrag gegenüber einer passiven Anlage zu generieren
- Prinzipien der nachhaltigen Geldanlage werden im Managementprozess berücksichtigt
- Ertrag einer reinen Festgeldanlage soll über lange Zeiträume übertroffen werden

Die Risiken im Einzelnen:

- Fondsvermögen ist den allgemeinen Markt-, Kurs-, Bonitäts- und Währungsrisiken der im Bestand befindlichen Wertpapiere ausgesetzt
- Erhöhte Schwankungsbreite gegenüber reinen festverzinslichen Anlagen
- Negative Gesamtperformance möglich - Anleger sollten einen Anlagehorizont von mindestens fünf Jahren und eine erhöhte Risikotoleranz aufweisen



Kontakt:

Bernhard Matthes, CFA

Bereichsleiter Asset Management

Bank für Kirche und Caritas eG

Telefon: 05251 121-2741

E-Mail: bernhard.matthes@bkc-paderborn.de



*Die Bank
von Mensch zu Mensch*



Disclaimer:

Dieses Dokument wurde von der Bank für Kirche und Caritas erstellt, unterliegt ihrem Urheberrecht und ist ausschließlich zur aktuellen Information ihrer Kunden bestimmt. Jede darüber hinausgehende Nutzung oder Weitergabe bedarf unserer schriftlichen Genehmigung sowie der Beachtung der gültigen Rechtsvorschriften. Es handelt sich hier weder um ein Angebot zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren noch um eine Bewertung oder Analyse. Die komprimierten Informationen entsprechen nicht zwangsläufig denen anderer Anbieter. Wir haben diese Informationen aus zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne die Informationen selbst zu verifizieren und können deshalb die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit nicht zusichern. Die Informationen sind datumsbezogen und nicht als Basis für eine Investitionsentscheidung geeignet. Diesbezüglich beraten wir Sie gern.

Wichtiger Hinweis zu Risiken von Anlageprodukten:

Bei der vorliegenden Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung i.S.d. § 63 Abs. 6 S. 1 WpHG. Sie dient lediglich der allgemeinen, unverbindlichen Information für den Vertrieb innerhalb der Bundesrepublik Deutschland und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse dar. Des Weiteren stellt sie weder ein Angebot, noch eine direkte oder indirekte Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Investmentfondsanteilen, Derivaten, etc. dar. Die Geeignetheit der genannten Produkte muss jeder Anleger auf Basis eigener Prüfung gegebenenfalls unter Hinzuziehung qualifizierter Berater klären. Hinsichtlich der steuerlichen Auswirkungen sollte der Anleger im Vorfeld einen Steuerberater konsultieren. Diese Werbemitteilung ersetzt insbesondere nicht die Lektüre der Vertrags- und Verkaufsunterlagen, wie etwa „Basisinformationen über Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen“. Vorübergehende Wertverluste können jederzeit eintreten, aber auch darüberhinausgehende Wertverluste bis zum Totalverlust sind möglich. Verkaufsprospekte und die wesentlichen Anlegerinformationen sind in deutscher Sprache kostenlos bei der Bank für Kirche und Caritas sowie im Internet unter www.universal-investment.de erhältlich.