

# Schoellerbank Analysebrief

## Ausgabe Nr. 237, Oktober 2013

### Presseinformation

Wien/Salzburg, 4. Oktober 2013

Wir behandeln folgendes Thema:

### **Angst vor Inflation? Wie kann Vermögen davor geschützt werden?**

- Mit den stimulierenden Maßnahmen der Zentralbanken nach der Finanzkrise 2008 wurde Inflationsangst zum großen Thema der letzten Jahre. Die weitverbreitete Befürchtung war, dass die lockere Geldpolitik eine ausufernde Geldentwertung zur Folge haben könnte.
- Die bisherigen Inflationszahlen zeichnen aber ein anderes Bild. Trotz niedriger Zinsen und reichlicher Zentralbankliquidität verharrten die Inflationsraten kontinuierlich auf tiefem Niveau, denn das viele billige Zentralbankgeld kam nicht in der Wirtschaft an und führte nicht zu steigender Nachfrage und Konsum.
- Die Banken horteten das aufgenommene Geld vielmehr aus Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung, aus Angst vor einer Kreditklemme und auch aus regulatorischen Gründen. Daneben wurde Geld in Kapitalmärkte und Immobilien investiert, was dort zu Preissteigerungen führte. In den statistischen Modellen zur Inflationsmessung bleibt dieser Effekt aufgrund der Warenkorb-Zusammensetzung jedoch unberücksichtigt.
- Trotz niedriger tatsächlicher Inflationsraten ist die Angst vor Geldentwertung weit verbreitet. Man denke nur an das eigene Umfeld. Hier wurde noch schnell ein Grund gekauft oder in Wohnungen investiert, dort wurde noch renoviert oder auf dem bestehenden Haus ein neues Dach aufgebracht, weil ja wegen der Liquiditätsflut die Inflation vor der Tür stehe.
- Neben Immobilien sind auch Aktien und Gold als Inflationsschutz populär. Eine wichtige Assetklasse wird dagegen in den heimischen Portfolios gerne vernachlässigt: Inflationsgeschützte Anleihen, die unseres Erachtens im Moment einen attraktiven Schutz vor Preissteigerungen bieten.
- Die Unsicherheit veranlasst uns, das Thema differenzierter zu betrachten. Wann kommt es zu Inflation und was sind die Auslöser? Ist jetzt der richtige Zeitpunkt, um sein Vermögen vor Geldentwertung zu schützen?

### Die Details

#### **Was ist Inflation?**

Für Inflation sind mehrere Begriffe gebräuchlich: Teuerung, Kaufkraftverlust, Geldentwertung usw. Gemeint ist aber immer ein Ansteigen des Preisniveaus von Gütern und Dienstleistungen. Werden diese in der Anschaffung teurer, bekommt man für eine Geldeinheit weniger als zuvor. Gemessen wird der Anstieg der Preise mittels eines repräsentativen Warenkorbes. Die prozentuelle Wertveränderung dieses Warenkorbes ist die Inflation. Der aktuelle Warenkorb für Österreich setzt sich wie folgt zusammen (in %):

Nahrungsmittel und alkoholfreie Getränke	11,76
Alkoholische Getränke und Tabak	3,85
Bekleidung und Schuhe	6,03
Wohnung, Wasser, Energie	18,35
Hausrat und laufende Instandhaltung des Hauses	7,72
Gesundheitspflege	4,88
Verkehr	13,92
Nachrichtenübermittlung	2,43
Freizeit und Kultur	11,60
Erziehung und Unterricht	1,27
Restaurants und Hotels	8,47
Verschiedene Waren und Dienstleistungen z.B. Friseur, Toilettenartikel, Schmuck	9,78

Dabei handelt es sich natürlich nur um eine Methode, um die durchschnittliche Preissteigerung zu bestimmen. Je nach Einkommen, Wohnsituation und anderen Rahmenbedingungen haben Menschen eine andere Zusammensetzung dieses Warenkorbes und damit eine andere „persönliche“ Inflation. Viele Ausgaben sind gar nicht in dieser Statistik enthalten, weil sie als Investitionen gelten (z. B. Pensionsversicherung, Kreditraten für Wohnungseigentum etc.).

### Woher kommt Inflation?

In der Volkswirtschaftslehre befassen sich mehrere Schulen mit dem Thema. Gemäß Quantitätsgleichung des Geldes führt eine erhöhte Geldmenge, die nicht mit einer erhöhten Wirtschaftsleistung einhergeht, zu Inflation. Dies ist auch einer der Hauptgründe für die übersteigerten Inflationserwartungen vieler Marktteilnehmer in den letzten Jahren: Die Argumentation lautet, dass Banken die Zentralbankliquidität an den Markt weiterreichen, was zu mehr Nachfrage führt. Bei der Nachfrageinflation kann die gesteigerte Güternachfrage nicht durch das herrschende Angebot abgedeckt werden.

Ein wichtiger Faktor blieb dabei aber unberücksichtigt: Die Kapazitätsauslastung der Unternehmen einer Volkswirtschaft. Hier handelt es sich um die prozentuelle Ausnutzung des Produktionspotenzials. Bei einer niedrigen Auslastung können die Unternehmen die Produktion einfach erhöhen, bei hoher Auslastung müssten zusätzlich Fertigungsstätten geschaffen werden. Erreicht die Auslastung einen Wert nahe 100%, dann sind Produktionsengpässe und inflationäre Tendenzen unausweichlich. Es ist zwar richtig, dass sich die Geldmengenbasis deutlich ausweitete. Die Banken gaben die Überschussliquidität aber nicht in Form von Krediten an Verbraucher weiter und die für die Inflation bedeutende Geldmenge M3 stellte keine Gefahr dar. Eine hohe Kapazitätsauslastung konnte somit nicht erreicht werden und Kapazitätsengpässe in Folge gesteigerter Nachfrage waren nicht gegeben. Unsere Ansicht, dass Zentralbankliquidität als Inflationsauslöser nicht ausreicht, sehen wir dadurch unterstützt.

Eine weitere Inflationsquelle ist die Angebotsseite. Angebotsinflation entsteht, wenn die Kosten der Inputfaktoren der Produktion steigen und die Unternehmen die höheren Kosten an die Verbraucher weitergeben können. Inputfaktoren sind in diesem Zusammenhang vor allem Arbeit und Rohstoffe. Im Energiesektor spricht man z. B. von importierter Inflation, wenn die Ölpreise ansteigen und sich die Produkte dadurch verteuern. Hier gibt es einige nach oben gerichtete Tendenzen, allerdings hat sich der Ölpreis in den letzten Wochen wieder entspannt.

### **Wie funktionieren Inflationsanleihen?**

Der Nominalzins besteht aus zwei Bausteinen, dem Realzins und einer Inflationskomponente. Das bedeutet, Anleger fordern zusätzlich zu den Kreditzinsen einen Inflationsausgleich. Bei nominellen Anleihen spricht man von einem Realverlust, wenn der Zinssatz unter der Inflationsrate liegt. Der Kaufkraftverlust ist dann höher als die Zinseinnahmen. In diesem Umfeld befinden wir uns aktuell bei kurzen Restlaufzeiten.

Inflationsanleihen sind Rentenpapiere, deren Zins und Nominale an die Inflationsrate gekoppelt sind. Bei Inflationsanleihen spricht man von Realrenditen, da die Inflation bereits vollkommen abgegolten ist. Der für die Nominalanpassung europäischer Inflationsanleihen maßgebliche Index ist der „Harmonisierte Verbraucherpreisindex ohne Tabak“.

Ob Inflationsanleihen besser abgeschnitten haben werden als Nominalanleihen, ist erst am Ende der Laufzeit ersichtlich. War die tatsächliche Inflation niedriger als zum Kaufzeitpunkt erwartet (Break-Even-Inflation), wären Nominalanleihen besser gewesen. War die tatsächliche Inflation allerdings höher als die Break-Even-Inflation, so stehen Gewinne zu Buche. Dieser besonderen Eigenschaft von inflationsgeschützten Anleihen ist unser aktueller Optimismus für die Assetklasse geschuldet, dazu gleich mehr. Der Inflationsausgleich erfolgt je nach Ausgestaltung des Produkts.

### **Varianten von Inflationsanleihen**

Bei inflationsgeschützten Staatsanleihen erhält der Investor die Inflationsabgeltung plus einen vorher definierten Fixkupon. Im Vergleich zu konventionellen Anleihen ist der Fixkupon niedriger. Als Ausgleich wird das Nominale kontinuierlich um die Inflation bereinigt. Steigt das Preisniveau, dann wird das Nominale erhöht. Das höhere Nominale bewirkt, dass auch der Kupon steigt, also sowohl Kupon als auch Nennwert der Anleihe werden laufend an die Inflation angepasst. Demnach entwickeln sich Inflationsanleihen in inflationären Marktphasen deutlich besser als konventionelle Anleihen.

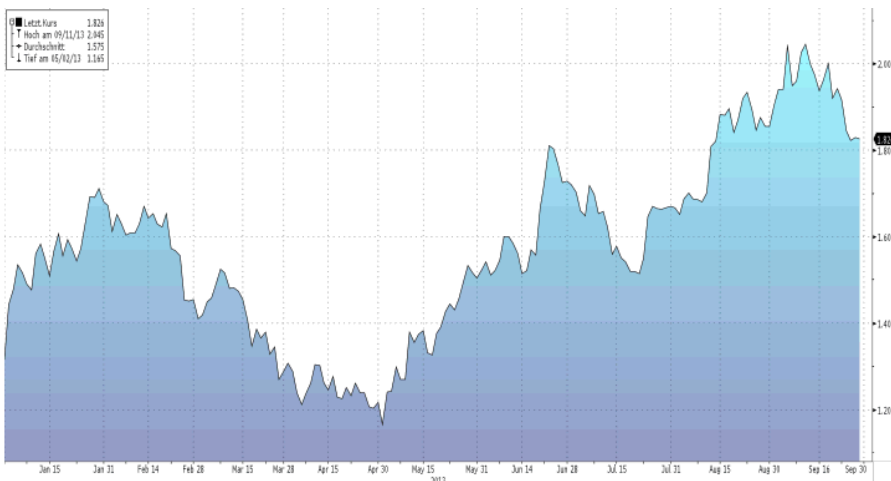
Daneben gibt es additive und multiplikative Inflationsstrukturen. Bei additiven Strukturen wird die jährliche Inflationsrate zusätzlich zum festgelegten Kupon ausgezahlt. Bei multiplikativen Inflationsstrukturen wird die für die Kuponperiode relevante Inflationsrate mit einem im Vorhinein festgelegten Faktor multipliziert. Der Anleger profitiert gehebelt von einem stärkeren Anziehen der Inflation. Bei beiden Strukturvarianten liegt die Untergrenze üblicherweise bei null und das Nominale wird nicht gesteigert.

### **Wie kann man investieren?**

Am Markt gibt es unterschiedliche Arten von Inflationspapieren. Dazu zählen Anleihen von Staaten oder Unternehmen, Zertifikate und Investmentfonds. Die Schoellerbank bietet seit 2002 den Schoellerbank Realzins Plus an. Der Vorteil eines Investmentfonds ist breite Diversifikation von Schuldnern, Laufzeiten und Strukturen.

### **Marktentwicklung und warum es jetzt an der Zeit ist, in Inflationsschutz zu investieren**

Anleihen befinden sich seit Mai in einem Umfeld steigender Zinsen. Folgende Grafik illustriert den Renditeanstieg 10-jähriger deutscher Bundesanleihen. Grund für die Entwicklung war die US-Notenbank FED, die einen Zeitplan zur Reduktion ihrer Anleihenkäufe (QE3) präsentierte. Zuletzt setzte wieder eine Gegenbewegung ein, als die FED vom erwarteten Tapering-Start im September absah.



Quelle: Bloomberg

Auch die Realrenditen deutscher und französischer Inflationsanleihen konnten sich dem Markt nicht entziehen und stiegen in den vergangenen Monaten an. Derzeit sind die Realrenditen im längerfristigen Bereich wieder positiv, nachdem zweitweise ein Minus zu Buche stand. Die Anstiege wirkten sich wie bei konventionellen Anleihen entsprechend negativ auf die Kurse aus.

Auffällig an der letzten Korrektur am Anleihenmarkt war, dass die Kurse inflationsgeschützter Anleihen deutlich stärker nachgaben als die von konventionellen Anleihen. Das galt sowohl für den französischen als auch für den deutschen Staatsanleihenmarkt. So verloren Inflationsanleihen in Deutschland während des Abverkaufs in den Sommermonaten über 9%, während konventionelle Anleihen nur knapp 7% verloren.

Folgende Grafik zeigt die Entwicklung einer 7-jährigen deutschen Anleihe im Vergleich zum laufzeitkongruenten, inflationsgeschützten Pendant.



Quelle: Bloomberg

Als Resultat dieser Kursverluste liegt aktuell die Break-Even-Inflation, also diejenige zukünftige Inflation, ab der eine inflationsgeschützte Anleihe besser abschneiden wird, mittlerweile weit unterhalb des Inflationszieles der EZB und auch unterhalb der durchschnittlichen Inflation seit der Euro-Einführung.

Die folgende Grafik illustriert die 5-jährige-Inflationserwartung der Marktteilnehmer, welche derzeit unter 1,5% p.a. liegt, ein Wert, der uns geradezu unvernünftig niedrig erscheint. Der historische Mittelwert und das EZB-Ziel liegen bei 2%.



Quelle: Bloomberg

Wir gehen zwar nicht davon aus, dass die Inflation unmittelbar stark ansteigt. Die aktuelle Teuerung liegt mit 1,2% derzeit noch deutlich unter den Inflationserwartungen des Marktes. Ein Ansteigen auf alte Hochs ist jedoch gar nicht notwendig. Die Inflation muss nur über den Stand der Break-Even-Inflation zum Zeitpunkt des Abschlusses steigen (derzeit unter 1,5%), damit zum Laufzeitende – in diesem Fall in 5 Jahren – eine bessere Wertentwicklung als bei nominellen Anleihen zu Buche steht.

Dieses Szenario sehen wir mittelfristig als sehr wahrscheinlich an. Zum einen, weil die Kurse stark korrigiert haben und die Break-Even-Inflation auf einem historisch niedrigen Niveau ist. Zum anderen, weil von konjunktureller Seite unterstützende Signale kommen. So stabilisiert sich der Aufschwung in den USA und die Eurozone konnte die Rezession hinter sich lassen. Unter Annahme einer fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung sind höhere Inflationsraten damit wahrscheinlich.

## Fazit

Inflation ist ein nachlaufender Indikator. Erst wenn sich die globale Konjunktur deutlich erholt hat und die Banken Kredite vergeben, kann Inflation ein Thema werden, denn erst durch die Kreditvergabe kommt das Geld im Wirtschaftskreislauf an und kann auf knappe Güter treffen.

Dennoch, auch wenn Inflation nicht direkt vor der Türe steht, ist es aus antizyklischen Gesichtspunkten die richtige Zeit, sich zu engagieren. Wir rechnen nämlich mit einer zukünftigen Inflation, die sich über den derzeitigen, historisch niedrigen Niveaus der Break-Even-Inflation bewegen wird.

Nach unten sehen wir das Risiko hingegen begrenzt, denn Preissteigerungsraten auf diesen niedrigen Niveaus bedeuten in Wahrheit schon Deflationsrisiken, welche von der EZB bekämpft werden. Noch deutlich niedrigere Werte halten wir deshalb für unwahrscheinlich, die Inflationsrisiken erscheinen nach unten gut abgesichert.

Wir raten deshalb zu einer strategischen Beimischung, auch aus Gründen einer zusätzlichen Diversifikation des Anleihensegments. In der Vermögensverwaltung der Schoellerbank haben wir beschlossen, Inflationsanleihen zu erhöhen, damit sind sie eine unserer favorisierten Investments im Rentensegment.

Abwarten ist hingegen nicht ratsam, denn Inflationserwartungen werden spätestens dann steigen, wenn die ersten Inflationsrisiken am Horizont auftauchen. Ein Investment ist dann weniger attraktiv. Wie bei einer Feuerversicherung gilt auch beim Inflationsschutz: Wenn das Haus erst brennt, ist es zu spät.

Mag. Michael Penninger  
Asset Management  
Schoellerbank AG  
Tel. +43/662/86 84-2681

Rückfragen bitte auch an:  
Mag. Rolf Reisinger, Direktor  
Kommunikation und Public Relations  
Schoellerbank AG  
Tel: +43/662/86 84-2950  
5024 Salzburg, Schwarzstraße 32  
[rolf.reisinger@schoellerbank.at](mailto:rolf.reisinger@schoellerbank.at)

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#).

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 12 Standorten und 313 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für rund 22.000 private und institutionelle Anleger ein Vermögen von rund 8,7 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria. Mehr Informationen unter: [www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at)

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthält weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen. Die Quellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt; wir übernehmen für die Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit dieser Quellen aber keine Haftung. Weder die Schoellerbank AG, noch eines ihrer Geschäftsführungs-, Vorstand- oder Aufsichtsratsmitglieder, ihrer Angestellten oder sonstigen Personen übernimmt ausdrücklich oder stillschweigend die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung der vorliegenden Informationen entstehen.

Sämtliche in der vorliegenden Information enthaltenen Schätzungen oder Werturteile sind das Resultat einer unabhängigen Einschätzung unserer Finanzanalysten. Sie geben unsere Überzeugung zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Erklärung der Analysten: Die Entlohnung der Verfasser hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder Sichtweisen, die in den vorliegenden Informationen geäußert werden, zusammen. Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ ausgehändigt werden.