

In Focus

Inflation vs. Deflation: Die Auswirkungen für die Anleger

3. Quartal 2009



Inflation oder Deflation? Diese Frage beschäftigt derzeit die Anleger rund um den Globus. Unsere Experten sind sich einig, dass in der Schweiz kurzfristig die deflationäre Tendenzen anhalten dürften. Bereits im nächsten Jahr wird allerdings eine Rückkehr zu einer moderaten Inflation erwartet. Extremszenarien wie etwa eine Hyperinflation dürften den wichtigen Industrienationen erspart bleiben, trotz der weit geöffneten Geldschleusen diverser Regierungen. Es werden jedoch noch einige Monate ins Land ziehen bis die entwickelten Länder die Wirtschaftskrise überwunden haben und zum Wachstum zurückkehren. Die Unsicherheit und damit die Volatilität an den Finanzmärkten werden entsprechend hoch bleiben. Den Anlegern bietet sich hierdurch die Möglichkeit, schrittweise Investitionen zu tätigen. Vor dem Hintergrund der erwarteten Inflation sind werterhaltende Anlagen zu bevorzugen. Rohstoffe, Edelmetalle und inflationsgebundene Anleihen gelten dabei als Klassiker. Letztere wurden explizit zum Schutz vor steigenden Preisen konzipiert und sind zudem wenig volatil.

Roundtable-Teilnehmer

3. Quartal 2009



Stefan Angele
Head Investment
Management
Julius Bär
Asset Management

Zeichnet verantwortlich für die Anlagen von Julius Bär Asset Management und ist Mitglied der Geschäftsleitung. Er hat über 15 Jahre Erfahrung in diversen Bereichen des Asset Managements. Sein Ökonomiestudium schloss Stefan Angele an der Universität Zürich ab.



David Kohl
Deputy Chief Economist &
Head Currency Research
Bank Julius Bär

Ist in seiner Position mitverantwortlich für die makroökonomische Research-Abteilung der Bank Julius Bär. Ausserdem leitet er den Bereich Währungs-Research. Er ist seit über 10 Jahren für die Julius Bär Gruppe tätig und hält ein Master of Science von der Universität Glasgow.



Enzo Puntillo
Head/CIO Fixed Income
Julius Bär
Asset Management

Leitet das Fixed Income Team bei Julius Bär Asset Management und ist Senior Portfolio Manager Fixed Income Emerging Markets. Er verfügt über langjährige Erfahrung als Trader und in der Verwaltung von Fonds und Mandaten. Sein Studium in Betriebswirtschaft schloss er an der HWV Basel ab und ist eidg. und europ. dipl. Finanzanalytiker und Vermögensverwalter (CEFA).



Matthias Ramser
Head Multi Asset Class
Solutions
Julius Bär
Asset Management

Zeichnet verantwortlich für alle gemischten Portfolios von Julius Bär Asset Management. Seine über 10-jährige Erfahrung sammelte er bei diversen Banken. Er ist CFA Charterholder und hat im Bereich Finanzmanagement promoviert.

1. Der herbe Rückgang der Wirtschaft spricht für eine Deflation, die weit geöffneten Geldschleusen vieler Staaten für eine Inflation. Wie beurteilen sie die Lage kurzfristig und in der längeren Sicht?

David Kohl: Es gibt keinen direkten Transmissionsmechanismus zwischen höheren Staatsausgaben und einer höheren Inflation. Dies hängt viel mehr davon ab, ob die Staatsausgaben andere private Ausgaben ersetzen und möglicherweise verdrängen oder diese mit neu entstandenem Geld finanziert werden. In der Eurozone überwiegen derzeit die Deflationsrisiken, da der institutionelle und intellektuelle Widerstand gegen eine Monetarisierung von Staatsausgaben sehr gross ist. Aber auch in den USA und Grossbritannien ist ein «weginflationieren» der Staatsschulden eine langfristig kostspielige Strategie.

Enzo Puntillo: Das kann ich nur bestätigen. Unsere Analysen und Fakten ergeben, dass die erhöhten Staatsausgaben isoliert nicht a priori Inflation generieren werden. Auch die reine monetäre Betrachtungsweise ist noch kein Grund für eine höhere Inflation. Vielmehr sind die Gesamtnachfrage und die Kapazitätsauslastung die Haupttreiber. Diese deuten auf deflationäre Tendenzen hin, da wir eine historisch tiefe Auslastung haben. Jedoch könnte langfristig die Kombination der erwähnten Faktoren – Staatsausgaben, Geldumlauf und zwingend hohe Gesamtnachfrage – zu Inflation führen. Bereits heute fängt der Markt an diese einzupreisen, die Risikoprämien für Inflation sind erhöht.

Stefan Angele: Ich denke ebenfalls, dass die deflationären Risiken im laufenden Jahr weiterhin überwiegen werden. Bereits für das nächste Jahr

erwarte ich die Rückkehr zu einer moderaten Inflation. Die erhöhte Arbeitslosigkeit, die gesunkene Kaufkraft und eine tiefe Kapazitätsauslastung in der Produktion wirken dämpfend auf den absehbaren Anstieg der Konsumentenpreise, steigende Energiepreise hingegen preistreibend. Die massive Neuverschuldung einzelner Staaten bewirkt zurzeit eher einen Anstieg der Finanzierungskosten als Inflation. Mittelfristig wird sich dies auch im Wechselkurs niederschlagen. So wird die Rolle des US-Dollars als Leitwährung zunehmend in Frage gestellt, was diesen unter Druck setzt. Realistisch gesehen existiert allerdings kurzfristig keine Alternative zum Dollar. Zudem kommt der US-Regierung die Abwertung nicht unpassend, da sich dadurch die Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Güter auf dem Weltmarkt verbessert.

Matthias Ramser: Zweifellos befinden sich die entwickelten Länder weiterhin in einer tiefen Rezession. Höchst wahrscheinlich werden die Rückkehr zum Trendwachstum und die damit verbundene Schliessung der Angebot-Nachfrage-Lücke mehrere Jahre in Anspruch nehmen. Wie meine Kollegen richtig erwähnt haben, ist in einem solchen Umfeld kurzfristig nicht mit einer hohen Inflation zu rechnen. Ein Kollaps des internationalen Finanzsystems – und damit eine hohe Deflation – konnte verhindert werden. Das Risiko einer hohen Inflation wird daher mittelfristig ein beherrschendes Thema an den Finanzmärkten bleiben. Derzeit ist in der Schweiz noch ein deflationäres Szenario zu beobachten, wie Statistiken unterstreichen. Die Konsumentenpreise sind im Mai im Vergleich zum Vorjahr überraschend stark gesunken, nämlich um 1%. Gleichzeitig ist die monetäre Basis im Jahresvergleich um 150% gestiegen.

«Ich erwarte im nächsten Jahr die Rückkehr zu einer moderaten Inflation.»

Stefan Angele

2. Gab es in der Vergangenheit vergleichbare Unsicherheiten bezüglich der Entwicklung des Preisniveaus?

David Kohl: Nach dem Crash des Immobilien- und Aktienmarktes in Japan zu Beginn der neunziger Jahre war die Furcht vor hoher Inflation immens. Sie war unter anderem für die zögerliche Reaktion der Bank of Japan verantwortlich. Die Deflations Sorgen nach der Rezession im Jahr 2000, die im Wesentlichen auf eine exportierte Deflation aus China zurückzuführen war, haben ebenso für Unsicherheit gesorgt und zu einer zu laxen Geldpolitik in den USA geführt. Derzeit sind die Zweifel sehr viel grösser, nicht zuletzt wegen des ungewöhnlich scharfen Wachstumseinbruchs und der unkonventionellen Reaktion der Geldpolitik auf diese Krise.

Matthias Ramser: Tatsächlich ist das Zusammenspiel von einer strukturellen Bankenkrise, einem synchronen Abschwung der wichtigsten Wirtschaftsnationen und einer im historischen Kontext noch nie dagewesenen geld- und fiskalpolitischen Reaktion einmalig. Zwar hat es in der Vergangenheit verschiedene Beispiele von Hyperinflation gegeben, wie in Deutschland nach dem ersten Weltkrieg, in Argentinien in den siebziger Jahren oder soeben in Simbabwe. Diese waren aber im jeweilig isolierten Kontext nicht überraschend. Eine Hyperinflation in den USA und eine damit verbundene Dollarkrise hätte dagegen weltweite Konsequenzen und würde mit aller Macht durch die Fed aber auch von der globalen Staatengemeinschaft bekämpft werden.



«Die Unsicherheit ist sehr gross, wegen des scharfen Wachstumseinbruchs und den unkonventionellen Reaktionen.» David Kohl

3. Mit welchen Anlagen sichern Sie sich gegen die mögliche Deflation ab?

Matthias Ramser: In einem deflationären Umfeld profitieren jene Anleger, die hohe Geldbestände und Staatsanleihen im Portfolio haben. Wir haben diese Anlagen in den letzten Monaten allmählich reduziert, da ein Katastrophenszenario vermieden und eine erste Erholung beobachtet werden konnten. Entsprechend erwarten wir in der mittleren Sicht die Rückkehr zu inflationären Tendenzen. Aber der Aufschwung ist mit grossen Unsicherheiten behaftet. Wir achten deshalb darauf, dass unsere Investitionen eine hohe Liquidität aufweisen. Somit bleiben unsere Portfolios flexibel. Bei Anzeichen einer neuerlichen Verschärfung der Krise können wir so schnell wieder in deflationsresistentere Anlagen umschichten.

Enzo Puntillo: Nebst den von Matthias Ramser bereits genannten Anlageklassen bieten Inflationsderivate, wie etwa Inflationsswaps, eine etwas exotischere Schutzmöglichkeit gegen Deflation. Mit diesen relativ neuen Instrumenten können explizit Long- und Short-Positionen auf einen vereinbarten Konsumentenpreisindex eingegangen werden. Für Privatanleger sind solche Derivate jedoch kaum zugänglich, in Mandaten oder Fonds können sie aber wirksam eingesetzt werden.

«Wir achten darauf, dass unsere Investitionen eine hohe Liquidität aufweisen. Somit bleiben unsere Portfolios flexibel.»

Matthias Ramser



4. Wie können sich die Investoren gegen die mögliche Inflation schützen?

Matthias Ramser: Die Klassiker sind Rohstoffe, Gold und inflationsgebundene Anleihen (Inflation Linked Bonds). Wir sind überzeugt, dass diese Anlagen in den nächsten Jahren einen wichtigen Anteil eines gemischten Portfolios ausmachen sollten. Der weltweite Aufschwung ist aber mit hohen Unsicherheiten behaftet. Ausserdem dürften immer wieder Inflationssorgen aufflammen. Die offiziellen Statistiken, wie Konsumenten- oder Produzentenpreise, werden diese mit grosser Wahrscheinlichkeit aber nicht bestätigen. Die Volatilität in diesen Märkten dürfte hoch sein. Dadurch erwarten wir bessere Einstiegschancen im Bereich Inflationsschutz als im Moment. Diese empfehlen wir für Akkumulation zu nutzen.

Stefan Angele: Ich gehe davon aus, dass wir in nächster Zeit eher eine Reflation der Realwerte als einen klassischen Anstieg der Konsumentenpreise sehen werden. Eine Stabilisierung der Weltwirtschaft und damit ein Anziehen der Nachfrage werden sich unmittelbar auf die Preise der Rohstoffe auswirken, da das Angebot nicht über Nacht und in beliebiger Menge ausgebaut werden kann. Hier bieten sich gute Investitionsmöglichkeiten mit Inflationsschutz, sei es direkt in Rohstoffe oder in die gesamte Wertschöpfungskette. Gold sehe ich hingegen eher als «Währung» denn als Anlage mit Inflationsschutz. Generell dürften Aktien und Immobilien die Anleger längerfristig besser vor einer Geldentwertung schützen als Nominalwerte wie Geldmarktanlagen oder Obligationen. Vor allem Staatsanleihen stellen in der Krise zwar sichere Werte dar, auf dem gegenwärtigen Zinsniveau sind sie jedoch kaum mehr attraktiv. Für längere Laufzeiten bieten daher inflationsgebundene Anleihen eine interessante Alternative mit vergleichbaren Risikoeigenschaften.

Enzo Puntillo: Wahrlich bieten inflationsgebundene Anleihen einen hervorragenden Inflationsschutz, da sie zum Schutz der Kaufkraft des Investors entwickelt und spezifiziert wurden. Der Schutz wird gewährleistet, indem Nennwert und Couponzahlungen dieser Anleihen direkt an die Entwicklung eines Konsumentenpreisindex gekoppelt sind. Inflationsgebundene Anleihen gehören damit sicher zu den Anlagen, die einen sehr effektiven und gleichzeitig wenig volatilen Schutz vor Inflation bieten, gerade auch im Vergleich mit den oft genannten Alternativen Rohstoffe, Edelmetalle und Immobilien.

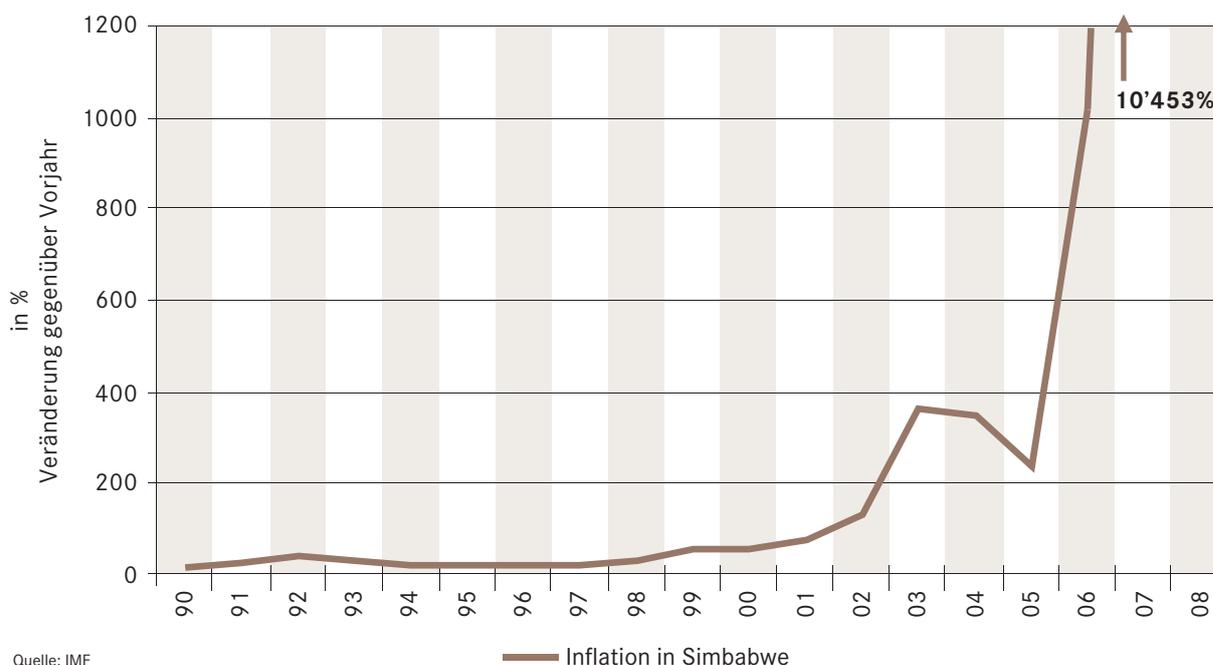
«Inflationsgebundene Anleihen schützen die Kaufkraft der Investoren hervorragend. Sie wurden zu diesem Zweck entwickelt.» Enzo Puntillo

5. Wie schätzen sie die Gefahr einer Hyperinflation ein?

Stefan Angele: Eine Hyperinflation kommt einem monatlichen Preisanstieg im zweistelligen Bereich gleich. Trotz einer massiven Ausweitung der Staatsverschuldung in den führenden Industrieländern und einer ausgesprochen hohen Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken sind die Voraussetzungen für eine Hyperinflation in den wichtigsten Währungsblöcken weder kurz- noch längerfristig gegeben. Der jüngste Anstieg der Geldmenge kompensiert in erster Linie die massiv gesunkene Umlaufgeschwindigkeit und den zeitweise blockierten Interbankenmarkt. Sobald sich die Situation weiter normalisiert, werden die Zentralbanken gegensteuern. Die massiven Haushaltsdefizite der öffentlichen Hand wieder einzudämmen, dürfte aber schwierig werden und Auswirkungen auf die Wechselkurse sowie das Wachstumspotenzial haben.

David Kohl: Auch ich schätze die Gefahr als eher gering ein, da zum Teil starke institutionelle Rahmenbedingungen dagegen sprechen und die langfristigen Nachteile, die sich aus einer Hyperinflation ergeben, zu gross sind. Institutionell ist derzeit die USA am ehesten gefährdet, allerdings hat sie auch am meisten zu verlieren. Allein die Leitwährungsfunktion des Dollars verschafft dem Staat dauerhaft Vorteile, die über die günstigen Finanzierungsmöglichkeiten weit hinausgehen. Generell ist eine Hyperinflation nicht die Regel, sondern die Ausnahme, um sich hoher Staatsverschuldung und anderer Folgen einer Wirtschaftskrise zu entledigen. Viel häufiger kommt es zur kollektiven Entscheidung, härter zu arbeiten und die Schulden zu konsolidieren.

Hyperinflation in Simbabwe



6. Was würde eine Hyperinflation für die Finanzmärkte im Allgemeinen und für den individuellen Anleger im Generellen bedeuten?

Matthias Ramser: Hyperinflation führt unweigerlich zu einer Krise und zu einer deutlichen Abwertung der Währung. Es findet eine massive Umverteilung von Gläubigern zu Schuldnern statt und das Vertrauen in die Währung schwindet. Papiergeld wird schnellstmöglich in reale Werte investiert, was deren Preise in die Höhe schnellen lässt. Eine Währungsreform wird unvermeidlich, was im Falle der USA sehr delikat wäre, ist doch der Dollar die internationale Reservewährung. Eine tiefgreifende Reform des internationalen Währungssystems mit einer supranationalen Reservewährung wäre die wahrscheinlichste Folge.

David Kohl: Für den individuellen Anleger bedeutet eine Hyperinflation, dass er den Teil seines Vermögens verliert, der nicht in Sachwerten angelegt ist. Gleichzeitig werden allerdings auch seine Schulden marginalisiert.

Enzo Puntillo: Hyperinflation muss als Ausdruck einer grundlegenden Krise der Wirtschaftsordnung gesehen werden. Erhebliche Schulden können oder wollen nicht abgebaut werden, die Stabilität von

Institutionen wie etwa einer unabhängigen Zentralbank wird erschüttert, und vor allem wird physisch Geld gedruckt. Die langfristigen Kosten für eine Volkswirtschaft sind erheblich und die Geldwirtschaft wird eigentlich ausgehebelt. Entsprechend werden sämtliche «nominalen» – das heisst an Geld gekoppelte – Vermögenswerte und Anlagen massiv entwertet und nur «reale» Sachwerte oder an Sachwerte geknüpfte Anlagen behalten einen Wert.

Stefan Angele: Ja, genau. Edelmetalle und Naturaltausch rücken unweigerlich in den Vordergrund. Wenn dies in den wichtigsten Volkswirtschaften gleichzeitig stattfinden sollte, käme das globale Finanzsystem zum Erliegen. Wenn nur einzelne Länder betroffen sind, werten sich deren Währungen massiv ab. Im Anschluss kommt es zu einem Kollaps der betroffenen Volkswirtschaft, der irgendwann in einer Währungsreform endet. Wie bereits gesagt, erwarte ich nicht, dass wir eine globale Hyperinflation erleben werden. In Anbetracht der grossen Herausforderungen der kommenden Jahre stellen aber eine angemessene Berücksichtigung von Sachwerten sowie ein aktives Währungsmanagement wichtige Elemente für eine erfolgreiche Portfolio-Bewirtschaftung dar.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlagen sind ausschliesslich für den internen Gebrauch durch Intermediäre von Julius Bär und/oder qualifizierte Anleger bestimmt und dürfen nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Inhalte dieser Publikation oder Teile davon dürfen nur unter Quellenangabe weiterverwendet oder zitiert werden. Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken. Für den Inhalt geben wir weder Zusicherungen noch Garantien ab, vor allem nicht für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Ausgewogenheit. Wir übernehmen auch keine diesbezügliche Haftung oder Verantwortung. Hinweise auf die frühere Performance sind keine Garantie für positive Entwicklungen in der Zukunft.

Copyright © 1999–2009 Julius Bär – alle Rechte vorbehalten

Julius Bär Gruppe

Hauptsitz

Bahnhofstrasse 36

Postfach

CH-8010 Zürich

Telefon + 41 (0)58 888 6000

Email funds@juliusbaer.com

www.juliusbaer.com

Die Julius Bär Gruppe ist weltweit an über 40 Standorten präsent. Von Zürich (Hauptsitz), Basel, Bern, Genf, Luzern, Lugano, Dubai, Frankfurt, Hongkong, London, Mailand, Moskau bis Singapur.

Wichtige rechtliche Hinweise

Die Angaben in diesen Unterlagen gelten nicht als Angebot und dienen lediglich der Information. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts wird keine Haftung oder Gewähr übernommen. Empfehlungen und Meinungen zu Fonds, Teilfonds oder Anteilklassen, Märkten, zur generellen Marktentwicklung oder anderer Art sind die subjektive Ansicht der Verfasser und sind für Julius Bär nicht verpflichtend. Die Umsetzung von in diesen Unterlagen enthaltenen Fondsempfehlungen liegt immer in der alleinigen Verantwortung des Intermediärs bzw. des Anlegers. Anlagen sollen erst nach der gründlichen Lektüre der aktuellen Versionen von Rechtsprospekt und/oder Fondsvertrag, Kurzprospekt (vereinfachter Prospekt), Satzungen, Jahresbericht und Halbjahresbericht sowie nach einer Beratung durch einen unabhängigen Finanz- und Steuerspezialisten getätigt werden. Die erwähnten Dokumente erhalten Sie kostenlos unter Tel. +41 (0) 58 888 1111 oder bei den unten angegebenen Adressen. Der Wert und die Rendite der Anteile können fallen und steigen. Sie werden durch die Marktvolatilität sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die vergangene Performance ist kein Indikator für die laufende oder künftige Wertentwicklung. Die Performancewerte sind ohne die bei Ausgabe und Rücknahme von Anteilen anfallenden Kommissionen und Kosten gerechnet. Die Aufteilung nach Branchen, Ländern und Währungen und die einzelnen Positionen sowie ggf. angegebene Benchmarks können sich jederzeit im Rahmen der im Rechtsprospekt festgelegten Anlagepolitik ändern.

Die Julius Bär Fondspalette mit Domizil Luxemburg (SICAV) ist grundsätzlich zum öffentlichen Vertrieb in Luxemburg, der Schweiz, Deutschland, Österreich, Spanien, Italien und der Tschechischen Republik registriert. Allerdings kann aufgrund der verschiedenen nationalen Registrierungsverfahren keine Garantie abgegeben werden, dass jeder Fonds, Teilfonds oder jede Aktienklasse in jedem dieser Länder registriert ist oder registriert werden wird. Namentlich die Dachfonds sind nur in einzelnen Ländern registriert. Eine aktuelle Registrierungsliste finden Sie auf www.juliusbaer.com/fonds. Bitte beachten Sie auch die nachfolgenden länderspezifischen Besonderheiten. In Ländern, in denen ein Fonds, Teilfonds oder eine Anteilsklasse nicht zum öffentlichen Anbieten und Vertrieb registriert ist, ist der Verkauf von Anteilen nur im Rahmen von Privatplatzierungen bzw. im institutionellen Bereich und unter Beachtung der anwendbaren lokalen Gesetzgebung möglich. Namentlich sind die Julius Bär Fonds nicht in den Vereinigten Staaten und ihren abhängigen Territorien registriert und dürfen daher dort weder angeboten noch verkauft werden. SCHWEIZ: EU-harmonisierte Julius Bär Anlagefonds nach Luxemburger Recht (SICAV) sind in der Schweiz zum öffentlichen Anbieten und Vertrieben zugelassen. Vertreter: Julius Baer Investment Funds Services Ltd., Hohlstrasse 602, Postfach, CH-8010 Zürich. Zahlstelle: Bank Julius Bär & Co. AG, Bahnhofstrasse 36, Postfach, CH-8010 Zürich. Julius Bär Anlagefonds nach Schweizer Recht (Effektenfonds oder übrige Fonds) sind nur in der Schweiz zum öffentlichen Anbieten und Vertrieb zugelassen. Fondsleitung: Julius Baer Investment Funds Services Ltd., Zürich. Depotbank: Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, oder RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 565, CH-8066 Zürich.

DEUTSCHLAND: EU-harmonisierte Julius Bär Anlagefonds nach Luxemburger Recht (SICAV) sind in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb berechtigt. Zahlstelle: Bank Julius Bär (Deutschland) AG, An der Welle 1, Postfach, D-60062 Frankfurt/Main. ÖSTERREICH: EU-harmonisierte Julius Bär Anlagefonds nach Luxemburger Recht (SICAV) sind in Österreich zum öffentlichen Vertrieb berechtigt. Zahlstelle: Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wien. SPANIEN: Folgende Julius Bär Fonds nach Luxemburger Recht (SICAV) sind im Register der CNMV für ausländische, in Spanien vertriebene Kollektivanlageinstrumente eingetragen: Julius Baer Multibond (Registrierungs-Nr. 200); Julius Baer Multicash (Nr. 201); Julius Baer Multistock (Nr. 202), Julius Baer Multicooperation (Nr. 298) und Julius Baer Multipartner (Nr. 421).

SINGAPORE : The offer or invitation which is the subject of this document is not allowed to be made to the retail public. This document is not a prospectus as defined in the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore ("SFA"). Accordingly, statutory liability under that Act in relation to the content of prospectuses would not apply. You should consider carefully whether the investment is suitable for you. The offer or invitation which is the subject of this document may be made to the institutional investors specified in Section 304 of the SFA. This document has not been registered as a prospectus with the Monetary Authority of Singapore. Accordingly, this document and any other document or material in connection with the offer or sale, or invitation for subscription or purchase, of Shares/Units/Interests may not be circulated or distributed, nor may Shares/Units/Interests be offered or sold, or be made the subject of an invitation for subscription or purchase, whether directly or indirectly, to persons in Singapore other than (i) to an institutional investor specified in Section 304 of the SFA, (ii) to a relevant person, or any person pursuant to Section 305(2), and in accordance with the conditions, specified in Section 305 of the SFA or (iii) otherwise pursuant to, and in accordance with the conditions of, any other applicable provision of the SFA.