

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 23, 3. März 2014

Heute mit dem Schwerpunkt **Inflation** und folgenden Themen:

- **Wird die Geldentwertung an den Finanzmärkten ignoriert?**
- **Was ist eigentlich Inflation und wie wirkt sie sich aus?**
- **Welche realen Renditen hatten Aktien und Renten in der Vergangenheit?**
- **Wurden Sparer auch schon früher durch niedrige Zinsen benachteiligt?**

Bei der Betrachtung von ökonomischen Größen wie dem Bruttoinlandsprodukt ist es ganz selbstverständlich, diese um die Wirkungen von Inflation zu bereinigen. In „**Klartext: Geldillusion**“ wird thematisiert, dass dies am Finanzmarkt bei Aktienindizes oder Zinsen nur äußerst selten geschieht. Andere Belastungsfaktoren wie Kosten oder Steuern werden ebenfalls bei Renditedarstellungen normalerweise weggelassen. Dies führt zu massiven Verzerrungen in der Wahrnehmung von Anlegern. Wenn sie Aktien- und Rentenindizes als Performancemaßstäbe für bare Münze nehmen, werden die realen Ertragsmöglichkeiten stark überschätzt.

Der Beitrag „**Die Inflation, das unbekannte Wesen**“ geht den Fragen nach, was Inflation ist, wie sie sich historisch entwickelte und welche Konsequenzen sie haben kann. Es wird gezeigt, dass es in der Vergangenheit mehrere Phasen mit stabilem Geldwert, schleichender Inflation wie auch der Hyperinflation gegeben hat. Als Hauptinflationstreiber haben sich staatliche Budgetdefizite und selbstverstärkende Inflationserwartungen erwiesen. Vor allem in Krisenzeiten wurde die Geldwertstabilität oft geopfert, um staatlichen Finanzbedarf durch Gelddrucken zu decken. Die Konsequenzen von Inflation für Anleger und Wirtschaft sind unterschiedlich: Während die Wirtschaft auch mit niedrigen Inflationsraten gut leben kann, können Investoren hierdurch stark betroffen sein.

Die Analyse „**Was von der Rendite übrig bleibt ...**“ untersucht, welche realen Erträge Investoren in den vergangenen Jahrzehnten mit Aktien und Renten erzielen konnten. Hierzu wurden die langfristigen Wertentwicklungen bekannter Aktien- und Rentenindizes wie dem DAX, dem S&P 500 und dem REX sowie bei den Zinsen der US-Treasuries und der Umlaufrendite um die Geldentwertung bereinigt. Soweit möglich wurden ebenfalls repräsentative Kosten und Steuern abgezogen. Hierbei erweist sich, dass die Indizes ein viel zu positives Bild insbesondere der mit Aktien erzielbaren Erträge darstellen. Aber auch bei Renten zeigt sich, dass ein Werterhalt nach Inflation mit festverzinslichen Papieren auch in der Vergangenheit nicht selbstverständlich war.

In der Öffentlichkeit breit diskutiert wird derzeit eine Konsequenz der Niedrigzinspolitik der Notenbanken: die schleichende Enteignung von Kleinsparern durch Sparsbuchzinsen unterhalb der Inflationsrate. Im Beitrag „**Der Sparer war schon immer der Dumme**“ wird gezeigt, dass es sich hierbei um kein neues Phänomen handelt. Auch in früheren Jahrzehnten war mit Sparsbüchern in Deutschland meistens kein Werterhalt des Vermögens möglich.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Geldillusion

Liebe Langfristanleger,

zu Beginn dieses Beitrags habe ich zwei Fragen an Sie: Um wie viel ist die US-amerikanische Wirtschaft im vergangenen Jahr gewachsen: um 1,9% oder um 3,4%? Und wie stark hatte das Bruttoinlandsprodukt von China in 2011 zugelegt: 9,3% oder 17,8%? Welche Antworten sind richtig?



Das Ergebnis ist: alle stimmen! Die erste Zahl ist allgemein gebräuchlich

und entspricht jeweils dem realen Wachstum, also dem tatsächlichen

Volumenzuwachs. Die zweite Zahl ist das nominale Wachstum, wie es in Geldeinheiten der lokalen Währung (also US\$ bzw. Yuan) ausgedrückt erscheint. Dieser Wert wird aber so gut wie nie benutzt. Die Differenz aus beiden Angaben ergibt sich jeweils aus der Geldentwertung, des Verlustes der Kaufkraft der Währungen über den Betrachtungszeitraum.

Wenn wir ökonomische Größen wie das Bruttoinlandsprodukt betrachten, haben wir es uns angewöhnt, über reale – also inflationsbereinigte – Werte zu reden. Dies ist auch gut und richtig so, da nur reale Angaben uns wirklich Aussagen

über tatsächliche Veränderungen geben. Es ist ein wichtiger Unterschied, ob 5% nominales Wirtschaftswachstum aus 1% Inflation und 4% mehr Wirtschaftsleistung oder aus 4% Geldentwertung und 1% mehr Werterstellung besteht. Kein Volkswirt (und nicht einmal ein Politiker) würde heute noch auf die Idee kommen, bei der Beschreibung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit von Ländern auf rein nominale Daten zurückzugreifen. Mangels Alternativen müssen wirtschaftliche Veränderungen in einem Geldwert gemessen werden. Da dieser aber letztlich in seiner Kaufkraft besteht und diese niemals richtig konstant sein kann, ist eine Adjustierung um den Kaufkraftverlust notwendig, den eine Währung im Betrachtungszeitraum erlitten hat.

Im Alltag hingegen nehmen viele Menschen den Kaufkraftverlust ihres Geldes nicht wahr und vertrauen dessen Wertstabilität. Die Wirtschaftswissenschaften haben hierfür den Begriff der **Geldillusion** geprägt.

Der Grad, mit dem Menschen Geldillusion unterliegen, ist dabei abhängig von der Intensität der Inflation. Bei sehr niedrigen Inflationsraten von 1% p.a. bis 2% p.a. ist die Geldentwertung kaum spürbar, sie geht schleichend vonstatten. Diese Inflation ist derzeit alltäglich. Viele Ökonomen gehen sogar davon aus, dass diese minimale Inflation einer gesunden Wirtschaft förderlich ist: Auch bei nur mäßigem Wachstum sollte es daher immer einen leichten Aufwärtsdruck auf die Preise geben.

Inhalt:

Seite 7: Die Inflation, das unbekannte Wesen

Seite 20: Was von der Rendite übrig bleibt ...

Seite 26: Der Sparer war schon immer der Dumme

Seite 28: Impressum, Anhang

Seite 31: Disclaimer

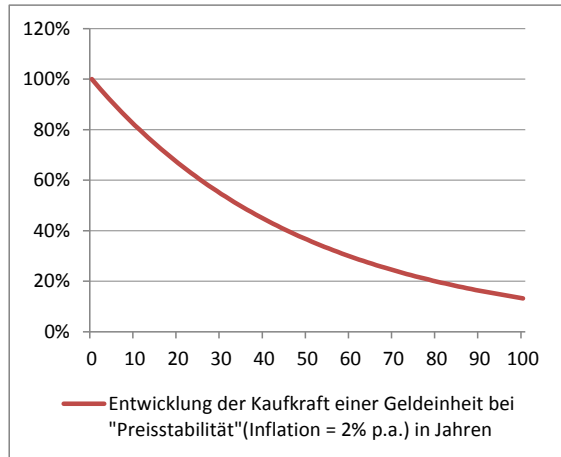
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Insofern meinen die führenden Notenbanken der Welt wie die EZB, Federal Reserve oder die Bank of England, wenn sie „Geldwertstabilität“ als ihr Ziel definieren, nicht eine Inflationsrate von 0% p.a. als ihre Richtgröße, sondern eine moderate Geldentwertung von bis zu 2% p.a.

Auf lange Sicht bedeutet auch eine solche Erosion der Kaufkraft durch die schleichende Inflation eine erhebliche Verminderung des Geldwertes. So würde auch unter der amtlichen Definition von Preisstabilität ein € nach 20 Jahren um 1/3 an Kaufkraft verlieren; nach 50 Jahren wären bereits 64% weg; sowie nach 80 Jahren 80%.

Dass die Effekte der schleichenden Geldentwertung vom Normalbürger im Alltag oft kaum bemerkt werden, ist zu verstehen. Gewerkschaften sind sie bekannt, deshalb machen sie einen „Inflationsausgleich“ zum zentralen Bestandteil jeder Lohnverhandlung.



An den Finanzmärkten hingegen scheint sich für schleichende Inflation niemand zu interessieren. Hier hat man es sich angewöhnt, fast ausschließlich nur über nominale Größen zu reden, wenn Wertentwicklung gemessen und darüber berichtet wird. Dies wäre aber ungefähr so, als würde man ernsthaft behaupten, dass China 2011 in Wirklichkeit mit 17,8% gewachsen ist.

Wenn Anleger sich über die Vor- und Nachteile von Aktien- oder Rentenanlagen informieren, greifen Sie dabei fast immer auf die unbereinigten Performancedaten von „repräsentativen“ Indizes wie DAX, Eurostoxx, REX, etc. zurück, die die Wertentwicklung von bestimmten Finanzmarktsegmenten widerspiegeln sollen. Dies geschieht auch, wenn die langfristige Performance betrachtet wird. Auch die Presse in ihrer Berichterstattung und Analysten in ihren Untersuchungen verwenden fast ausschließlich die nominalen Wertentwicklungszahlen der großen Indizes oder von Einzeltiteln. Diese sind jedoch keinesfalls repräsentativ für die realisierte Performance der einzelnen Anleger.

Denn diese wird nicht nur durch die Marktentwicklung beeinflusst, für die diese Indizes auch durchaus repräsentativ sein können, sondern auch durch weitere Faktoren: 1) Individuelle Anlageentscheidungen, die von Indizes abweichen. Dies ist ein beliebter Fehlergrund gerade bei Privatanlegern, soll aber nicht in diesem Artikel behandelt werden, da dies an dieser Stelle zu weit führt. 2) Kosten: Anleger haben in verschiedenster Form mit Kosten zu kämpfen, die ihre Wertentwicklung nachhaltig beeinflussen. 3) Steuern: Kapitalerträge müssen versteuert werden, und zwar auf nominaler Basis, was die realisierbare Wertentwicklung bei erfolgreichen Investments stark beeinflusst. 4) Die Inflation führt zu einer permanenten Erosion der Wertbasis eines Investments.

Insbesondere negativ wirkt, wenn mehrere dieser Faktoren zusammenkommen. Anlagefehler in der Auswahl von Einzeltiteln kann man vermeiden, z. B. in dem man Indexfonds kauft. Kosten kann man

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ebenfalls mit diesem Produkt weitestgehend ausweichen. Allerdings ist dies erst seit Kurzem möglich und auch nur für marktbreite Indizes mit hochliquiden Wertpapieren sinnvoll.

Inflation und Steuern kann man als Anleger nicht entgehen. Diese vermindern den tatsächlichen Ertrag deutlich, wie die im Folgenden dargestellten Berechnungen zeigen. Hierbei wurden die Effekte der derzeit in Deutschland und Österreich üblichen Kapitalertragssteuer von 25% sowie von Geldentwertung untersucht. In Hinblick auf die Besteuerung wurden drei Varianten untersucht: Zum einen diejenige ohne Steuerabzug, um die reinen Inflationswirkungen zu zeigen. Dann wurde ein jährlicher Steuerabzug vorgenommen, wie er z. B. bei Dividenden oder Zinszahlungen üblich ist. Abschließend wurden die Auswirkungen betrachtet, wenn es zu einer Endbesteuerung der Kapitalerträge bei ihrer Realisation kommt, wie sie z. B. bei einem Verkauf von Aktien, die keine Dividende gezahlt haben, möglich wäre.

In Hinblick auf die Inflation wurden zwei Szenarien unterstellt: einmal eine jährliche Geldentwertung von 2% p.a., was der offiziellen Lesart von Geldwertstabilität entspricht; sowie von 4% p.a., also einer tendenziell hohen Inflation, die aber auch in entwickelten Industrieländern wie Großbritannien schon üblich war. Zudem kann man die höhere Geldentwertungsrate auch für Situationen annehmen, in denen Zweifel an der Berechnungsweise oder der persönlichen Relevanz der offiziellen Inflationsrate bestehen.

Hierbei wird deutlich, dass man bei einer Inflationsrate von 2% nach Steuern mindestens 2,6% als Rendite nach Kosten erzielen muss, um mit der Kapitalanlage einen Erhalt der Kaufkraft zu gewährleisten.

Bei einer Rendite nach Kosten von 6% p.a., was für einen Aktienfonds über einen Börsenzyklus durchaus möglich ist, wird auch bei „Preisstabilität“ mehr als die Hälfte des Wertzuwachses von Inflation und Steuern aufgeessen.

Bei einer Inflationsrate von 4% p.a. ermöglicht eine nominale Bruttorendite von 6% p. a. nach Kosten gerade einmal den Werterhalt.

Ein Investment in eine Bundesanleihe mit einer laufenden Rendite von derzeit 1,57% p.a. führt in jedem Szenario zu realen Verlusten.

Von entscheidender Bedeutung für die reale Wertentwicklung ist zudem, in welcher Form der Steuerabzug erfolgt. Eine laufende Besteuerung, wie sie bei

Nettorendite bei einer Inflation von 2 % p.a.			
Rendite nach Kosten, aber vor Steuern und Inflation nach 20 Jahren	kein Steuerabzug	jährlicher Steuerabzug 25%	Steuerabzug am Laufzeitende 25%
8,0%	6,0%	3,9%	4,7%
6,0%	4,0%	2,4%	2,9%
4,0%	2,0%	0,9%	1,2%
2,0%	0,0%	-0,5%	-0,5%
0,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%

Nettorendite bei einer Inflation von 4 % p.a.			
Rendite nach Kosten, aber vor Steuern und Inflation nach 20 Jahren	kein Steuerabzug	jährlicher Steuerabzug 25%	Steuerabzug am Laufzeitende 25%
8,0%	4,0%	1,8%	2,6%
6,0%	2,0%	0,3%	0,8%
4,0%	0,0%	-1,1%	-0,9%
2,0%	-2,0%	-2,6%	-2,5%
0,0%	-4,0%	-4,0%	-4,0%

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Zinsen und Dividenden üblich ist, vermindert den Zinseszineffekt bei Wiederanlagen sehr deutlich. Dies bremst vor allem bei hohen Bruttorenditen den Wertzuwachs deutlich ab.

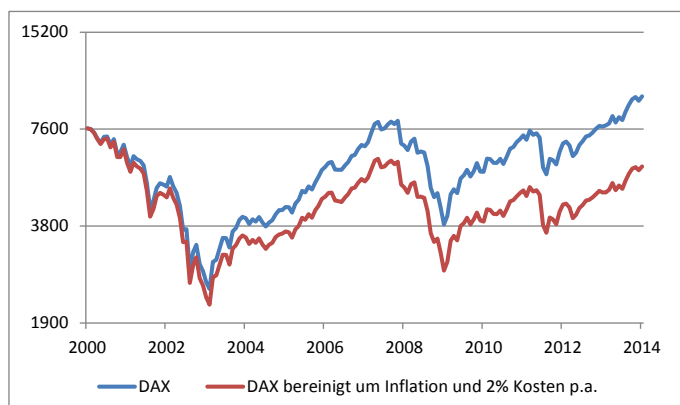
Die Berücksichtigung von Geldentwertung, Kosten und Steuern in der Performanceberechnung ändert radikal viele konventionelle Sichtweisen auf Kapitalanlagen.

So ist z. B. ein Argument, das von vielen Aktien-Befürwortern immer wieder als Grund für Langfristanlagen in dieser Anlageklasse genannt wird, dass Aktien nach einem langen Zeitraum immer wieder einen Kurseinbruch aufgeholt haben. Anleger sollten keine Angst vor einem Crash haben, weil man über einen längeren Zeitraum mit einer Aktienanlage immer Gewinn machen würde, selbst wenn man direkt vor einem großen Kurseinbruch gekauft hätte. Diese Aussage war – zumindest nominal betrachtet – in den letzten 65 Jahren in wichtigen Aktienmärkten wie der Schweiz, Deutschland, den USA oder Großbritannien auch eigentlich immer richtig. Erst vergangene Woche wurde eine Research-Studie von Allianz Global Investors (Aktie - die neue "Sicherheit" im Depot?) veröffentlicht, die dies angeblich zeigen sollte. Leider haben die Autoren in ihren Langfristvergleich nur die USA einbezogen. Immerhin haben sie die Performance um die Inflation bereinigt, was sonst nur wenige Analysten schaffen, aber Steuern und Kosten unberücksichtigt gelassen.

Wenn man die Entwicklung in einem anderen Land und unter Einbeziehung aller Belastungsfaktoren, also mit Inflation, Steuern und Kosten betrachtet hätte, würde man allerdings gesehen haben, dass dieser „längere Zeitraum“ extrem lang werden kann, falls er überhaupt jemals endet. Ein Anleger, der beispielsweise Ende Februar 2000 in einen am DAX ausgerichteten Aktienfonds bei einem Stand von 7.645 investiert hätte, würde in einer Welt ohne Kosten, Inflation und Steuern heute bei einem DAX-Wert von 9.690 den Gewinn von 27% erzielt haben. So zeigen es alle Statistiken und Charts, die wir täglich von verschiedenen Anbietern von Finanzinformation präsentiert bekommen.

Der Wertverlust durch Inflation zwischen Anfang 2000 und heute beträgt ca. 24%. Dies hätte immer noch zu einem knapp positiven Ergebnis gereicht. Diese Performance wird ein Anleger aber schon allein deswegen nicht geschafft haben, weil normale Publikumsfonds (Indexfonds waren damals noch unüblich) aufgrund ihrer Kostenbelastung in der Wertentwicklung typischerweise jährlich ca. 2% hinter dem Index liegen, wodurch die Zugewinne fast vollständig aufgezehrt wurden.

Anstatt eines ausgewiesenen nominalen Zugewinns von fast 30% wäre für den Anleger damit effektiv ein Wertverlust von ca. 23% herausgekommen (je nach Fonds). Hierbei sind Steuern auf Dividenden noch gar nicht berücksichtigt, was den Wertverlust – je nach persönlicher Steuersituation – noch um 5%-15% erhöhen dürfte. Der Durchschnittsanleger hätte damit also effektiv einen realen Verlust von mindestens 28% realisiert, während



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

der DAX deutlich zulegte. Aufgrund der Steuern hätte man übrigens auch mit einem kostengünstigen Indexfonds im Betrachtungszeitraum ein klar negatives reales Ergebnis erzielt.

Nicht nur die Praktiker an den Finanzmärkten unterschlagen gerne die unangenehmen Konsequenzen, die Kosten, Geldentwertung und Steuern haben. Insbesondere die moderne Finanzwissenschaft mit ihren Optimierungs- und Risikomodellen hat es sich angewöhnt, Inflation lieber zu ignorieren.

Denn Inflation und die mit ihr verbundene Unsicherheit lässt viele übliche Modellannahmen über nominale Ertrags-Risiko-Profile fragwürdig erscheinen. Die Wahrscheinlichkeitsverteilungen für Renteneträge sehen mit oder ohne Geldentwertung völlig anders aus, was aber lieber unterschlagen wird, weil sonst viele lieb gewonnene Lehrmeinungen nicht mehr stimmen. Bei Berücksichtigung der Inflation verlieren Anleihen guter Bonität ihren Status als Wertpapier mit niedrigem Risiko, im Gegenteil werden sie zu potenziellen Verlustbringern (vgl. hierzu die Berechnungen zu realisierten Realrenditen im übernächsten Beitrag). Insbesondere fragwürdig erscheint das für viele Modelle der modernen Finanzwissenschaft so zentrale Konzept des risikofreien Zinses. In einer Welt mit Inflation kann es eigentlich keinen risikofreien Zins geben, da jedes nominal festverzinsliche Wertpapier grundsätzlich einer Unsicherheit über die reale Rendite unterliegt.

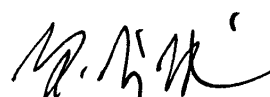
Die aus der Finanztheorie abgeleitete Gegensätzlichkeit von Staatsanleihen als risikoloser Anlageklasse und Aktien als risikobehafteter Anlageklasse zeugt daher von erheblicher Geldillusion: In Wirklichkeit handelt es sich um den Gegensatz zwischen einer mit Inflationsrisiko behafteten Anlageklasse und einer mit hohem Ausfallrisiko belasteten Anlageklasse.

Abschließend kann man feststellen, dass wir an den Finanzmärkten Geldillusion in einer besonders schweren Form unterliegen. Wer Belastungsfaktoren ignoriert und die Wertentwicklung von Aktien, Renten oder auch anderen Anlageklassen wie Immobilien immer nur nominal betrachtet, sieht die Investmentwelt durch eine rosarote Brille. Anlegern werden durch die Orientierung an Marktindizes mögliche Anlageergebnisse vorgegaukelt, die real völlig unrealistisch sind. Zudem werden Risiken grundsätzlich falsch verstanden.

Diese Sichtweise mag teilweise in Vertriebsinteressen für Finanzprodukte begründet sein. Dabei muss man den Staat, der seine „risikofreien“ Anleihen verkaufen will, hierbei ausdrücklich in die bunte Schar der am Finanzmarkt aktiven Schönfärber und Illusionisten einbeziehen.

Dennoch reicht dies nicht als allgemeine Begründung für die weitverbreitete Blindheit bezüglich der Auswirkungen schleichender Geldentwertung. Insbesondere rätselhaft sind für mich diejenigen Ökonomen, die zwar in Hinblick auf Größen wie das Bruttosozialprodukt völlig selbstverständlich nur mit inflationsbereinigten Zahlen argumentieren, bei Finanzmarktindizes aber immer nur nominale Werte verwenden. Sie müssten es eigentlich besser wissen. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt ...

Viel Freude beim Lesen und realen Erfolg bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Die Inflation, das unbekannte Wesen

Von Karl-Heinz Thielmann

Teil 1: Der nebulöse Begriff der Inflation

Mit Inflation wird eines der alltäglichsten, aber auch verwirrendsten ökonomischen Konzepte bezeichnet. Das Wort leitet sich vom lateinische „inflare“ ab, was ungefähr soviel wie „aufblasen“ bezeichnet, und beschreibt eine Verschlechterung der Kaufkraft des Geldes.

Eine Änderung des Geldwertes ist ein Phänomen, welches jeden Menschen unmittelbar im Alltag betrifft. Gleichzeitig ist diese Veränderung nur sehr schwer zu erfassen, da sie nur sehr unvollkommen gemessen werden kann.

Die Inflation wird üblicherweise mit der Veränderung eines Verbraucherpreisindex gemessen, der aus einem repräsentativen Warenkorb besteht. Mit der Ermittlung dieses Index sind einige Probleme verbunden. So kann immer strittig sein, wie repräsentativ die Auswahl und Gewichtung des Warenkorbes wirklich ist, da jeder Einwohner eines Landes individuelle Präferenzen beim Konsum hat, die sich zudem ständig ändern.

Viele Menschen haben das Gefühl, die wirkliche Geldentwertung wäre viel stärker als die offiziell ausgewiesene. Möglicherweise haben sie für sich persönlich sogar recht, weil ihr Konsumverhalten gravierend von dem abweicht, was die Statistiker als repräsentativ annehmen. Denn das Konsumverhalten der Menschen wandelt sich im Zeitablauf: Waren, die vor Jahrzehnten noch wichtig waren, werden durch modernere ersetzt; neue Bedürfnisse entstehen, weil es neue Produkte gibt, wie z. B. zuletzt die Smartphones.

Aufgrund der permanenten Änderungen der Lebensgewohnheiten haben es sich die Statistiker zur Gewohnheit gemacht, die Berechnungsweise der Inflationsrate ständig anzupassen. Diese Vorgehensweise ist jedoch nicht unumstritten. Beispielsweise kann die Statistik nur schwer erfassen, wenn Produkteigenschaften oder Packungsgrößen verändert werden, um Preiserhöhungen verstecken. Der Kritiker der amerikanischen Geldpolitik John Williams hat auf seiner Website „shadowstats.com“ einmal die aktuellen Inflationsdaten mit den Methodiken nachgerechnet, die 1980 und 1990 üblich waren. Sein Ergebnis: Nach der Methodik von 1980 läge die US-amerikanische Geldentwertung heutzutage bei ca. 9,5% jährlich, nach der Methodik von 1990 bei ca. 5,5% jährlich.

Mir kommen diese Zahlen ehrlich gesagt etwas hoch vor, dennoch zeigen sie deutlich, dass die Systematik permanenter Anpassungen dazu führt, dass alte Produkte mit hohen Preissteigerungsraten untergewichtet bzw. durch neue mit niedrigen oder sogar negativen Preissteigerungsraten (wie z. B. aus der Unterhaltungselektronik) ersetzt werden. Weiterhin machen die Ergebnisse von Williams klar: 1) Persönliche und offizielle Inflationsraten können dramatisch abweichen; sowie 2) wer seine Konsumgewohnheiten nicht so schnell anpasst wie die große Masse der Verbraucher, hat tendenziell

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

eine deutlich höhere persönliche Inflationsrate wie die offiziell ausgewiesene, selbst wenn diese völlig korrekt berechnet wird.

In einigen Ländern nimmt die Politik allerdings auch Einfluss auf die Gestaltung des Warenkorb, um die offiziellen Inflationszahlen zu schönen. Berühmt und berüchtigt ist das Beispiel von Argentinien geworden, wo seit Jahren die offiziellen Inflationszahlen massiv manipuliert werden. So lag die letzte offizielle Zahl für 2013 bei 10,9% p.a. während Ökonomen die tatsächliche Inflation mit ca. 30% p.a. schätzen.

Geringfügigere Manipulationsvorwürfe tauchen auch regelmäßig gegen die Berechnungsweisen der allgemein verwendeten Verbraucherpreisindizes auf. Allerdings gibt es wenige Alternativen, da sich die grundsätzlichen Probleme nicht objektiv lösen lassen werden:

- 1) Die Gewichtungen in einem Warenkorb werden immer relativ subjektiv sein;
- 2) Die verschiedenen Möglichkeiten der Indexverkettung (Paasche-Methode vs. Laspeyresches Indexkonzept) haben jeweils unterschiedliche Vor- und Nachteile.

Es gibt auch noch andere Ansätze als einem Verbraucherpreisindex, um Inflation zu messen, so z. B. durch den sog. BIP-Deflator, mit dem das nominale Bruttosozialprodukt um die Preissteigerung adjustiert wird. Die Berechnungsweise ist aber noch fragwürdiger als beim Verbraucherpreisindex, weil er als sogenannter impliziter Preisindex durch den Quotienten aus nominalem und realem Bruttoinlandsprodukt errechnet wird. Der BIP-Deflator liegt bei Veröffentlichung oftmals etwas niedriger als der Verbraucherpreisindex. Er wird allerdings in vielen Ländern im Nachhinein selbst Jahre nach der Erstveröffentlichung noch gravierenden Revisionen unterworfen, sodass seine Zuverlässigkeit sehr umstritten ist.

Grundsätzlich unterscheidet man drei Arten der Inflation, die sich in der Wirtschaft sehr unterschiedlich auswirken:

- Die schleichende Inflation: Hierbei handelt es sich um geringfügige, im Alltagsleben kaum spürbare Verschlechterungen der Kaufkraft um ca. 2% p.a. Diese Art der Geldentwertung ist derzeit für die meisten entwickelten Volkswirtschaften normal. Eine gewisse Inflation wird von den meisten Ökonomen als Ausdruck der wirtschaftlichen Dynamik angesehen und deswegen sogar begrüßt.
- Die erhöhte Inflation zwischen 4% p.a. und 10% p.a. Sie ist im Alltag spürbar und beeinträchtigt die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes deutlich. Sie hat aber noch keine gravierenden Auswirkungen auf die anderen Geldfunktionen wie die Verwendung von Geld zu Transaktionen oder als Bewertungseinheit. Diese Art der Inflation ist derzeit in vielen Schwellenländern anzutreffen.
- Von Hyperinflation spricht man, wenn Inflationsraten von 10% jährlich und mehr üblich sind. Diese Inflation ist von den Menschen im Alltag deutlich spürbar und führt zu einem vollständigen Vertrauensverlust in das Geldsystem. Alle Geldfunktionen werden ernsthaft beeinträchtigt. Hyperinflation geht meist mit gravierenden politischen Krisen oder Kriegen einher und ist die Begleiterscheinung eines zerfallenden Staatswesens.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Das Gegenteil von Inflation ist Deflation. Um diesen Begriff gibt es noch mehr Verwirrung als um die Inflation. Grundsätzlich bedeutet Deflation, dass die Kaufkraft des Geldes steigt. Bei Ökonomen herrscht große Angst vor Deflation, da sie einerseits daraus resultieren kann, dass aufgrund einer Wirtschaftskrise Druck auf das allgemeine Preisniveau aufkommt. Andererseits kann sie dazu führen, dass Menschen anfangen, Geld zu horten und damit dem Wirtschaftskreislauf zu entziehen.

Heutzutage wird in der Presse und sogar von vielen Ökonomen das Wort Deflation oft schon für einen Zustand niedriger Geldentwertung von ca. 1% p.a. verwendet und davor gewarnt. Dies hat mit echter Deflation jedoch nichts zu tun und ist im Grunde noch irreführender, als wenn man eine Inflationsrate von 2% p.a. als „Preisstabilität“ bezeichnet. Die Deflationsangst resultiert vor allem aus den Beispielen der Weltwirtschaftskrise in den 1930ern und Japans in den vergangenen Jahren, als anhaltende Strukturkrisen mit sehr niedrigen oder negativen Inflationsraten verbunden waren. Wenn man Deflation und Krise einfach gleichsetzt, werden aber Einzelfälle unzulässigerweise verallgemeinert. Denn es wird verkannt, dass 1) es in der Vergangenheit einige Länder mit deflationärem Wachstum (hierzu in der Folge mehr) oder auch inflationärer Stagnation gegeben hat; sowie 2) die Deflation sowohl in der Krise der 30er Jahre, wie auch in den „verlorenen Jahren“ Japans, Konsequenz und nicht Ursache der wirtschaftlichen Probleme war.

Teil 2: Eine kleine Geschichte der Geldentwertung

Die Geschichte der Inflation ist eng mit der Entwicklung des modernen Geldwesens verknüpft. Seit Anbeginn der Geschichte der Menschen wurde Handel getrieben. Dieser beruhte in der grauen Vorzeit auf Warentausch, Geld wurde nicht benötigt. Lediglich einige primitive Kulturen nutzten seltene Muschelarten als eine Art Zahlungsmittel.

Vor über 5.000 Jahren entstanden in Mesopotamien große Städte und erste Staatsformen in unserem modernen Sinne. Bauern und Handwerker spezialisierten sich. Es entstand eine Verwaltung, die Produktion und Warenaustausch koordinierte und die hierzu notwendigen Mengen erfasste. Hierzu entwickelten die damaligen Beamten Verrechnungseinheiten, die auf vereinheitlichten Gold-, Silber- oder Getreidegewichten beruhten. Diese Verrechnungseinheiten können als das erste Geld im modernen Sinne betrachtet werden, auch wenn sie selbst nicht als Zahlungsmittel verwendet wurden, sondern nur zur Bewertung dienten. Zahlungen erfolgten nach wie vor in Naturalien wie Getreide, diese wurden vor allem in Silbergewichten abgerechnet.

Der Durchbruch von Geld als Zahlungsmittel kam mit der Erfindung der Münze durch das Volk der Lydier im 7. Jahrhundert v. Chr., die im Gebiet der heutigen Türkei ansässig waren. Hierbei handelte es sich um geprägte und genau standardisierte Edelmetallmengen, die immer die gleiche Größe, das gleiche Gewicht und gleiches Aussehen besaßen. Sie konnten einfach abgezählt werden und mussten nicht mehr umständlich gewogen werden.

Die Kaufkraft dieses Münz-Geldes war durch den zugrunde liegenden Edelmetallwert garantiert. Allerdings stellte dieser Edelmetallwert an sich ein Problem dar. Im alten Babylon legten ihn Priester

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aufgrund von astronomischen Berechnungen fest. Später wurde dieser Wert vor allem durch Angebot und Nachfrage bestimmt, wobei sich insbesondere die Knappheit des Angebots aufgrund der Begrenztheit des Zugangs zu Edelmetallen als entscheidender Faktor erweisen sollte.

Mit dem Aufstieg des Römischen Reiches zur dominierenden Großmacht der Antike wurde auch die römische Silbermünze, der Denarius, zur wichtigsten Geldeinheit. Sein Wert entsprach bei der Einführung ca. 211 vor Chr. ungefähr dem Tageslohn eines Arbeiters. In den ersten Jahrhunderten seiner Existenz war die Kaufkraft des Denarius sehr stabil, auch wenn seit 64 n. Chr. von den römischen Kaisern die Reduzierung des Silberanteils der Münze als staatliche Einnahmequelle entdeckt wurde. Diese gingen dabei zunächst sehr vorsichtig vor und reduzierten den Silberanteil von Schritt zu Schritt nur graduell, sodass die Qualitätsverringering kaum spürbar war. Die steigende Geldmenge wurde von der expandierenden römischen Wirtschaft weitgehend absorbiert, die Inflation kam langsam in Gang. 193 n. Chr. ergriff Septimus Severus die Macht, der massenhaft Münzen mit immer weiter verringerten Silberanteil prägen ließ. Hiermit löste er die erste große Inflationswelle aus. Seine Nachfolger behielten das Prinzip der Münzverschlechterung zur Finanzierung ihrer Ausgaben bei, worauf der Denarius völlig an Vertrauen einbüßte. Händler gingen wieder zum Tauschhandel über, die Wirtschaft bildete sich zurück. Damit war dem römischen Imperium die ökonomische Basis entzogen, es zerfiel bis zu seinem Untergang im 6. Jahrhundert immer weiter.

Um 1000 n. Chr. wurde in China das Papiergeld als Substitut für knapp werdendes Münzgeld erfunden. In der Folge missbrauchten die Kaiser regelmäßig ihre Macht und ließen oft weit mehr Papiergeld drucken, als die Wirtschaft aufnehmen konnte. Mehrere große Inflationswellen waren die Folge, bis das Papiergeld jegliches Vertrauen eingebüßt hatte und 1402 wieder abgeschafft wurde.

In Europa hingegen gewann das durch Edelmetalle gedeckte Münzgeld an Vertrauen und damit an Bedeutung. Vor allem wichtig hierbei war die Einführung des Golddukaten in Venedig 1284, wodurch Goldmünzen und daran angekoppelte andere Metallmünzen als zuverlässige Zahlungsmittel etabliert wurden. Angesichts der Knappheit des Rohstoffes Gold kam es in den kommenden Jahrhunderten zu einer Steigerung der Kaufkraft der Goldwährung, sodass man hier von einer ersten großen Deflationswelle sprechen kann, die der Wirtschaft – aus heutiger Sicht – keinen Schaden zufügte. Im Gegenteil blühte mit dem vertrauenswürdigen Geld der Handel speziell in Norditalien.

1492 entdeckte Kolumbus Amerika für die spanische Krone und eröffnete damit den Zugang zu den immensen Goldvorräten dieser Region. Die Conquistadoren raubten das Gold der Maya und Azteken und überschwemmten damit Europa. Das Überangebot an Gold führte zu einem Kaufkraftverlust von Goldmünzen. Weiterhin konzentrierte sich das Wirtschaftsgeschehen zunehmend in Städten, womit sich der Geldumlauf beschleunigte. Inflationsraten von ca. 1%-2% p.a. wurden üblich. Während dieser Zeit gab es in Europa auch die ersten Formen von Papiergeld. Zudem begann die Bank von Amsterdam ab 1609 mit der Schaffung von Buchgeld. Allerdings waren diese frühen Formen von Papier- bzw. Buchgeld weitestgehend durch Münzbestände oder Sachwerte abgesichert und beschleunigten daher nicht zusätzlich die bereits vorhandene Inflation.

Mit ruhiger Hand

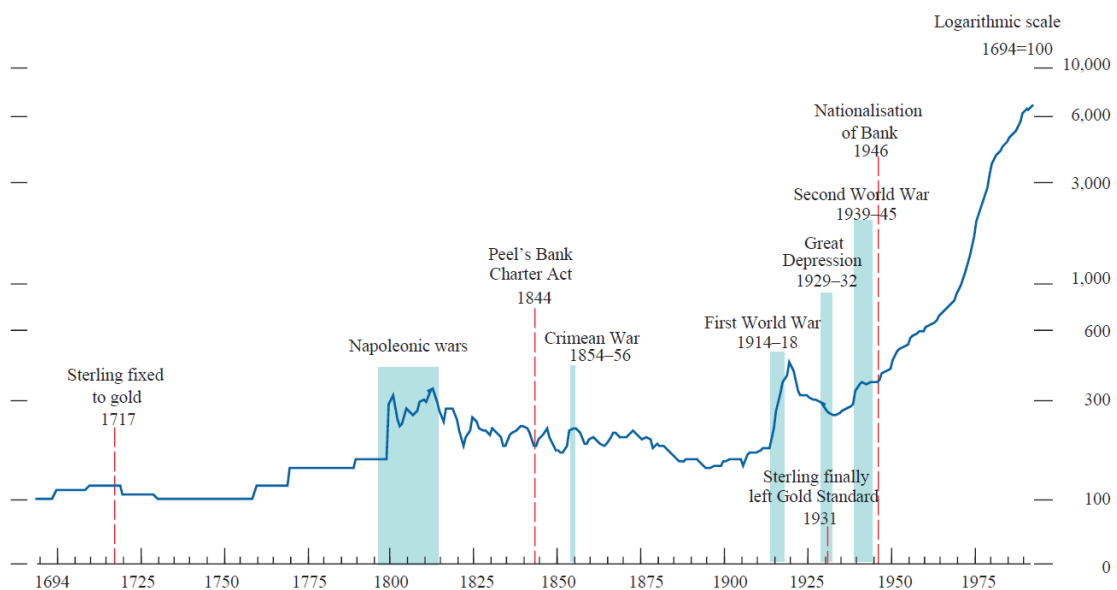
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dies änderte sich jedoch im 18. Jahrhundert. Zum einen erließen immer mehr Herrscher eine Annahmepflicht für Banknoten, sodass die Untertanen diese als Zahlungsmittel akzeptieren mussten. Zum anderen wurde die Münzhinterlegung von Papiergeld immer mehr aufgeweicht, bzw. ganz aufgegeben. Wegbereiter hierbei war der Schotte John Law, der 1716 in Paris eine Bank gründete, die seit 1718 königlich garantierte Banknoten herausgab, die nicht mehr durch Münzen, sondern durch erwartete zukünftige Erträge aus den französischen Kolonien in Amerika gedeckt waren. Dies löste eine Inflationswelle in dem neuen Papiergeld aus, das 1720 wertlos wurde, als Laws Bank bankrottging. Trotz seines Scheiterns wurde Law zum Wegbereiter des Papiergeldes: Durch Emission von ungedeckten Banknoten versuchten in der Folge einige europäische Herrscher ihre Finanzen sanieren und die Wirtschaft kurzfristig ankurbeln.

Einen anderen Weg beschritt Großbritannien. 1694 gründeten einige Kaufleute die Bank of England, um den finanzschwachen König William III. mit Krediten zu versorgen. Als Gegenleistung erhielten sie das Privileg, in Höhe der Darlehen an den britischen Staat Banknoten auszugeben und Bankgeschäfte zu betreiben. Seit 1717 wurde der Wert des Pfund Sterling in Gold fixiert; Banknoten wurden durch einen bestimmten Goldbetrag garantiert. Diese Bindung an Gold sowie der Aufstieg Großbritanniens zur wirtschaftlich bedeutendsten Nation führten dazu, dass sich das britische Pfund als stabilstes und vertrauenswürdigstes Papiergeld international als Leitwährung etablieren konnte.

Dies änderte sich zwischenzeitlich, als mit Ausbruch der Napoleonischen Kriege die Kreditaufnahme des Staates explodierte und die Bank of England zum ungedeckten Gelddrucken überging. Die Einlösepflicht für Banknoten wurde 1797 aufgehoben und erst 1821 wieder eingeführt. Diese Jahre führten zu einer massiven Inflationierung, die nach dem Sieg über Napoleon aber wieder zurückgeführt werden konnte.

Historische Entwicklung der Verbraucherpreise in Großbritannien



Quelle: Bank of England

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1844 bekam die Bank of England als einzige Bank in England und Wales das Privileg, Banknoten auszugeben. Zudem wurde die Goldeinlösepflicht gesetzlich verankert. Damit wurde auch die Grundlage für den sog. „Goldstandard“ geschaffen, ein Weltwährungssystem, in dem alle bedeutenden Wirtschaftsnationen ihr Geld mit Edelmetallbeständen hinterlegten und durch eine Einlösepflicht den Geldwert garantierten. Das britische Pfund war der Stabilitätsanker in dem System.

Die Beschränkung des Geldmengenwachstums durch das knappe Gold wurde aber mit den Jahren zunehmend zum Problem. Mit Ausbruch dem Ersten Weltkrieg wurde das System dann regelrecht gesprengt, als in Europa alle kriegsteilnehmenden Nationen dazu übergingen, zur Finanzierung der Staatsdefizite ungedecktes Geld zu drucken. Das System des Goldstandards wurde in den Folgejahren immer mehr aufgeweicht, bis es 1931 von Großbritannien ganz aufgegeben wurde, um in einem Abwertungswettlauf während der Weltwirtschaftskrise nicht benachteiligt zu sein.

Mit Beginn des Ersten Weltkriegs 1914 setzte auch in Deutschland eine Inflationswelle ein, die bereits bis 1918 zu einer Verdoppelung des Preisniveaus führte. Nach dem Ende des Krieges war Deutschland hoch verschuldet und musste zusätzlich noch Reparationen zahlen. Im Gegensatz zu den Kriegsgewinnern war der Verlierer Deutschland damit nicht mehr in der Lage, sein Defizit unter Kontrolle zu bringen und reagierte mit ungehemmtem Gelddrucken, das wiederum zu einer immer schneller ansteigenden Inflation führte.

Als nach einem Ausbleiben von Reparationszahlungen französische Truppen 1923 das Ruhrgebiet besetzten, kollabierte die deutsche Wirtschaft, gleichzeitig schossen die Preise immer schneller in die Höhe. Es kam zu einer sich immer weiter beschleunigenden Hyperinflation, bis sich im Herbst 1923 die Preise jeden Tag mehr als verdoppelten. Erst die Einführung der Rentenmark im November 1923, die durch eine zwangsweise Grundschuld gedeckt war (jeder Grundstücks- bzw. Hauseigentümer musste sechs Prozent seines Grundbesitzes an den Staat übertragen), gelang es den Geldwert wieder zu stabilisieren. Alle Inhaber von Finanzvermögen wie Sparbüchern, Staatsanleihen etc. waren aber durch die Inflation quasi enteignet worden.

Diese Hyperinflation gilt als Musterbeispiel für die Gefahren inflationärer Entwicklungen:

- 1) Sie zeigte, dass Inflation ein selbstverstärkender Prozess sein kann, der vielleicht in den Anfangstagen noch kontrollierbar erscheint. Je mehr sich jedoch Inflation im System verfestigt und Preise irgendwann nur angehoben werden, um zukünftigen allgemeinen Preiserhöhungen zuvorzukommen, desto unkontrollierbarer beschleunigt sich die Geldentwertung.
- 2) Sie machte ebenfalls klar, dass Inflationierung als Mittel der Staatsfinanzierung keinen der grundlegenden Defizitgründe beseitigt und deshalb keine Dauerlösung sein kann.
- 3) Geldentwertung wie die Hyperinflation, welche die Wertaufbewahrungsfunktion und die Wertmaßstabsfunktion des Geldes zu sehr beeinträchtigt, führt dazu, dass Geld auch seine Funktion als akzeptiertes Zahlungsmittel verliert. Hiermit wird ein Zusammenbruch des gesamten Wirtschaftssystems riskiert.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 4) Inflationierung bewirkt eine indirekte Vermögensumverteilung von Finanzkapitalbesitzern und Gläubigern hin zu Sachkapitalbesitzern und Schuldner. Insbesondere Kleinsparer werden massiv geschädigt, was erhebliche soziale Probleme mit sich bringt.
- 5) Im Deutschland der 20er Jahre wurde das Regierungssystem der Demokratie durch die Inflationierung nachhaltig diskreditiert. Dies begünstigte 1933 maßgeblich die Hinwendung zur Diktatur sowie den hieraus resultierenden Zweiten Weltkrieg.

Nach dem Zweiten Weltkrieg kam es mit dem Abkommen von Bretton Woods zu einer grundsätzlichen Neuordnung des Weltwährungssystems. Die neue führende Wirtschaftsmacht USA garantierte mit ihren Goldbeständen den US-\$, dieser wiederum wurde zur Hauptreservewährung aller andern Länder. Leider brachte dies in Hinblick auf die Inflation nicht die alte Stabilität des Systems der Golddeckung zurück.

Dies war aber durchaus beabsichtigt. Zum einen wollte man nicht mehr die starken Konjunkturschwankungen, wie sie noch für das 19. Jahrhundert typisch gewesen waren. Eine antizyklische Finanzpolitik wurde allgemein favorisiert, mit der vor allem die Beschäftigung stabilisiert wurde, selbst wenn hiermit inflationäre Wirkungen verbunden waren. Des Weiteren entdeckten sowohl die USA, wie auch Großbritannien die Vorteile einer „soften“ Inflationierung (heute auch als „finanzielle Repression“ bezeichnet): Mit einer Geldentwertungsrate, die nur leicht unter oder sogar über den Zinsen von Staatsanleihen lag, ließ sich relativ reibungslos die aus dem Zweiten Weltkrieg stammende Staatsverschuldung zurückführen. Voraussetzung war, dass man dies sehr vorsichtig und kaum spürbar machte, um eine Eskalation der Inflationsspirale zu vermeiden, wie sie das Deutsche Reich zwischen 1914 und 1923 erlebte.

Die Theorie entstand, dass eine leichte Inflationierung eigentlich ganz gut für die Wirtschaft sei, weil sie Preisanpassungen erleichtere und Ausdruck gesunden Wachstums ist. Sie prägt bis heute noch das Denken der meisten führenden Ökonomen und ist dafür verantwortlich, dass heutzutage eine Geldentwertung von bis zu 2% p.a. als „Stabilität“ definiert wird.

Als Gründe für dieses Verständnis einer wünschenswerten Geldentwertung werden im Wesentlichen drei Argumente genannt:

- Ohne Geldentwertung horten die Menschen Geld und entziehen es dem Wirtschaftskreislauf.
- Preisanpassungen werden durch eine moderate Inflation erleichtert; insbesondere was Löhne angeht.
- Um Vollbeschäftigung zu sichern, sind regelmäßig stimulierende Anreize durch die Geldpolitik sowie durch schuldenfinanzierte Staatsausgaben notwendig, die dann in der Summe inflationäre Nebenwirkungen haben.

Das Argument der Geldhortung ist sehr fragwürdig. Menschen horten dann Geld, wenn sie sich unsicher fühlen. Deswegen haben sie z. B. in vielen Ländern während der letzten Finanzkrise Geld trotz

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Inflation gehortet. Im Großbritannien des 19. Jahrhunderts wurde trotz Deflation kein Geld gehortet. Zudem könnten Notenbanken Geldhortung durch eine Expansion der Geldmenge ausgleichen.

Die Theorie erleichterter Preisanpassung durch Inflation basiert auf der Annahme einer grundsätzlichen Angst von Menschen, etwas bereits Erreichtes zu verlieren (Verlustaversion). Deshalb können Nominallohnsenkungen in der Praxis oft sehr schwierig werden. Statt dessen erscheint es einfacher, in einem inflationären Umfeld die nominalen Löhne konstant zu lassen und mittels Verminderung der Kaufkraft des Geldes eine implizite Reallohnsenkung herbeizuführen.

Ich kann die hinter dieser Theorie stehende Logik allerdings nicht nachvollziehen. Denn 1) sind Löhne sehr eng an die Produktivität gekoppelt, die durch Innovationen permanent steigt; 2) hat sich gezeigt, dass unflexible Arbeitsmärkte weniger mit mangelnder Anpassungsbereitschaft von Arbeitnehmern als mit gesetzlichen Regularien zu tun haben, die Lohnanpassungen verhindern; sowie 3) leiden Gewerkschaften längst nicht mehr unter „Geldillusion“ und machen deshalb einen „Inflationsausgleich“ immer zum zentralen Bestandteil ihrer Lohnverhandlungen.

Sehr problematisch ist die Absicht, durch inflationäre Politik Vollbeschäftigung zu sichern. Die Idee geht auf Keynes zurück, der defizitfinanzierte Ausgabenprogramme empfohlen hatte. Allerdings hatte er diese ursprünglich für Krisensituationen propagiert, in den eine Volkswirtschaft quasi in einer depressiven Schockstarre verharrt. Dann benötigt sie einen kräftigen Anschub, damit sie wieder in Gang kommt und die natürlichen Wachstumskräfte in der Folge wieder wirken können. Die ihm nachfolgenden Ökonomen wollten aber noch einen Schritt weiter gehen: Mit defizitärer Fiskalpolitik sollte eine Art Feinsteuerung des ganz normalen Konjunkturzyklus möglich sein. Zudem hatte der britische Ökonom Phillips einen empirischen Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflationsentwicklung festgestellt (Phillips-Kurve).

Effektiv war dieser Versuch, den Zyklus auszuschalten, ein fürchterlicher Fehlschlag. Denn Keynes Krisenmedizin wirkte als Dauergabe wie eine zerstörerische Droge. Expansive Maßnahmen wurden in der politischen Praxis nie effektiv zurückgeführt, im Gegenteil gewöhnte sich die Wirtschaft an sie und ihre inflationären Wirkungen. Die Phillips-Kurve funktionierte nur bei Geldillusion, aber nicht mehr, wenn Arbeitnehmer sich ihrer Reallohnverluste durch Inflation bewusst wurden.

Das böse Erwachen folgte dementsprechend in den 70er Jahren, als sich die Erdöl exportierenden Länder zum Kartell OPEC zusammenschlossen und die Preise kräftig erhöhten. In den westlichen Industriestaaten kam es zu einem Ölpreisschock, der wiederum zu einer allgemeinen Erhöhung des Preisniveaus führte. Hierauf setzten genau die selbstverstärkenden Mechanismen einer akzelerierenden Inflation wieder ein, die schon das Deutsche Reich 50 Jahre vorher ruiniert hatten. Die Inflation drohte diesmal nicht nur in einem Land, sondern in der ganzen Welt außer Kontrolle zu geraten.

Erst als 1979 der neu gewählte Chairman der US-Zentralbank Paul Volcker radikale Maßnahmen ergriff, um die Inflationsrate abzusenken (so erhöhte er den Leitzins auf bis zu 20%), konnte die Eigendynamik der Geldentwertung gebrochen werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Seitdem wurden die Inflationsraten in allen großen westlichen Industrienationen kontinuierlich zurückgeführt und liegen derzeit in diesen Ländern zwischen 1% p.a und 3% p.a. Nach wie vor erheblich ist die Inflation in Schwellenländern. In Brasilien (5,6% p.a.), Russland (6,1% p.a.) oder Mexiko (4,5%) hat sie ein bedenkliches Niveau. Außer Kontrolle zu geraten droht die Geldentwertung in der Türkei (7,8%), Indien (8,8%), Indonesien (8,2%) oder auch Nigeria (8,0%). Für diese bevölkerungsreichen Länder erweist sich Geldentwertung zunehmend als Problem. Dieses besteht vor allem in der mit Inflation verbundenen Enteignung sozial Schwacher, wie z. B. auch die jüngsten Unruhen in Brasilien zeigen. Als Wachstumshemmnis hat sich die Geldentwertung jedenfalls bisher nicht erwiesen, was sich aber mit einem Übergang zur Hyperinflation ändern könnte.

Teil 3: Muss es Inflation geben?

Aus heutiger Sicht kann eine Inflation mit relativ konstanten Geldentwertungsraten um 2% p.a. im Wesentlichen als Phänomen des 16. Jahrhunderts (Goldschwemme) sowie des 20. Jahrhunderts angesehen werden; insbesondere was die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg betrifft. Als Gründe für anhaltende Inflation werden in Lehrbüchern im Wesentlichen drei Gründe genannt:

- Es gibt Kostendruck, z. B. durch plötzlich steigende Rohstoffpreise, der sich in der Volkswirtschaft fortpflanzt (Cost Push Inflation).
- Die monetäre Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen übersteigt die produzierte Menge (Demand Pull Inflation). Diese dauerhafte Überschussnachfrage resultiert zumeist aus einem starken Geldmengenwachstum, steigender Geldumlaufgeschwindigkeit bzw. niedrigen Zinsen.
- Inflationserwartungen: Arbeitnehmer wollen höhere Löhne und Produzenten heben ihrer Preise an, weil sie allgemeine Preissteigerungen erwarten, lösen diese damit aber selbst aus.

Kostendruck ist meiner Ansicht nach kein überzeugender Grund für dauerhafte Inflation, ganz im Gegenteil. Zwar kann es zu Kosten-Schocks wie dem Ölpreisanstieg in den 1970ern kommen. Hierbei handelt es sich zumeist um Einmaleffekte, die sich nicht unbedingt in der Ökonomie fortpflanzen müssen. Hingegen führen Produktivitätssteigerungen durch Technologieeinsatz regelmäßig zu Kostensenkungen, die wiederum in deflationären Effekten für die gesamte Volkswirtschaft resultieren.

Ein permanenter Zufluss an überschüssigem Geld in die Volkswirtschaft, der Inflation auslöst, war in der Vergangenheit untrennbar mit der Problematik von ansteigenden Staatsausgaben verbunden, die nicht durch Steuern finanziert wurden. Hierbei muss man feststellen, dass sowohl in Demokratien wie Diktaturen eine permanente Versuchung für Regierungen besteht, zur Finanzierung von populären Ausgaben auf unpopuläre Maßnahmen wie Steuern oder auf eine möglicherweise schwierige und teure Verschuldung am Kapitalmarkt zu verzichten.

Um Missbrauch zu vermeiden, haben sich alle wichtigen Notenbanken der Welt eigentlich grundsätzlich zur Unabhängigkeit von Regierungen verpflichtet. Sie sollen die Geldmenge immer so knapp halten, dass die Wirtschaft genug Liquidität für ein Wachstum zur Verfügung hat, das aus Kapazitätserweiterungen und Produktionssteigerungen resultiert. Inflationärer Überschussnachfrage z. B.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

durch Staatsausgaben hingegen soll durch geldpolitische Maßnahmen entgegengesteuert werden. Bei der EZB ist das Verbot der direkten Staatsfinanzierung deshalb sogar satzungsmäßig verankert.

In der Praxis von echter Unabhängigkeit auszugehen, wäre aber sehr naiv: Geldpolitik beeinflusst immer die Konditionen der Staatsfinanzierung, ob nun auf direktem oder mittelbarem Wege. Wenn, wie zuletzt in der Euro-Krise, handlungsunfähige oder -unwillige Regierungen die Zentralbank mit der Aufgabe der Finanzmarktstabilisierung alleine lassen, kann es zu erheblichen Zielkonflikten kommen. Durch diese werden dann die Unabhängigkeit und das Verbot der direkten Staatsfinanzierung zur Farce. Dies wurde zuletzt an der Diskussion um die Käufe von Staatsanleihen der €-Krisenländer durch die EZB deutlich. Wahrscheinlich wäre ohne diese Interventionen der € zerbrochen, wodurch sich die EZB selbst überflüssig gemacht hätte. Andererseits wurden durch die Anleihekäufe die Finanzierungsbedingungen der Krisenländer massiv verbessert und die Schuldenaufnahme erleichtert.

Richtig gefährlich wird Inflation, wenn sie als grundsätzlicher Bestandteil des Wirtschaftslebens erwartet wird. Dann nämlich versuchen Arbeitnehmer und Unternehmen ihre Löhne bzw. Preise schon im Vorgriff auf zukünftige Inflationsraten erhöhen. Hiermit verstärken sie aber den schon vorhandenen inflationären Impuls, was dazu führt, dass die Geldentwertung noch schlimmer wird als vorher erwartet. Dies wiederum löst höhere Lohnforderungen bzw. Preissteigerungen aus, usw. usw. Ein Teufelskreis akzelerierender Inflationsraten ergibt sich mit selbstzerstörerischen Konsequenzen für die Wirtschaft, wie wir es in Europa und USA zuletzt in den 70er Jahren erlebt haben.

Phasen starker Geldentwertung mit sich selbst verstärkenden Inflationserwartungen gab es einige in der Weltgeschichte. Allen gemein ist, dass sie mit einem zerfallenden oder nicht mehr richtig funktionierenden Staatswesen zu tun hatten. Hierfür gab es vor allem diese Ursachen:

- Krieg und damit zusammenhängend eskalierende Kosten, die durch normale Steuern oder Staatsverschuldung nicht mehr aufgebracht werden können.
- Eine versteckte Umverteilung durch Inflation zugunsten von Sachwertbesitzern; insbesondere im Zusammenhang mit der Selbstbereicherung korrupter Eliten.
- Der Verlust des Vertrauens der allgemeinen Bevölkerung nicht nur in den Geldwert, sondern in den Staat und die damit zusammenhängenden Institutionen.
- Der Versuch einer indirekten Entschuldung von im Grunde nicht mehr zahlungsfähigen Staaten durch Inflation.

Soweit rekonstruierbar (für viele antike Kulturen sowie das Mittelalter bis ca. 1270 liegen keine brauchbaren Daten vor) können lediglich 3 Phasen „echter Geldwertstabilität“ identifiziert werden, bei denen der Geldwert über einen längeren Zeitraum konstant war bzw. Inflationsphasen und Deflationsperioden sich abwechselten:

- Die vorchristliche Römische Republik und die ersten Jahrzehnte des Kaiserreichs;
- das Zeitalter des Venezianischen Golddukaten im 14. und 15. Jahrhundert;
- das Großbritannien des 18. und 19. Jahrhunderts.

Mit ruhiger Hand

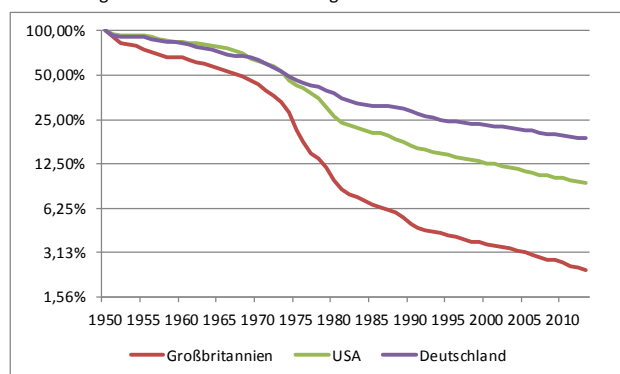
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Allen diesen Perioden war Folgendes gemeinsam:

- Das Geld wurde von Ländern herausgegeben, die militärisch und ökonomisch anderen weit überlegen waren und ein relativ effizient organisiertes Staatswesen hatten.
- In allen Nationen waren die Interessen einer kommerziell orientierten und erfolgreichen Elite die treibenden politischen Faktoren. Ob römische Patrizier, venezianische Kaufleute oder britische Frühkapitalisten, sie alle hatten anscheinend die Vorteile eines stabilen Geldes für ihre eigenen Geschäfte erkannt. Venedig und London begründeten mit ihrer glaubwürdigen Währung auch den Status als führende Finanzplätze ihrer Zeit. Dies ist ein Erbe, das in London auch 100 Jahre nach dem Ende des stabilen Pfundes noch überdauert hat.
- Bei allen Ländern war die Währung durch Edelmetalle gedeckt. Die anhaltende Knappheit dieser Metalle war allerdings Voraussetzung für die Wertstabilität. Rom und Großbritannien konnten als militärische Supermächte ihrer Zeit die Knappheit einigermaßen kontrollieren. Die Venezianischen Golddukatens waren in einer Zeit tendenziellen Goldmangels erfolgreich, die aber mit der Eroberung Südamerikas durch Spanien und der danach folgenden Goldschwemme zu Ende ging. Obwohl sich der Goldgehalt des Venezianischen Golddukaten bis 1797 nicht änderte, verlor er ab 1500 zunehmend an Kaufkraft.
- Sowohl in Rom wie in Großbritannien waren außer Kontrolle geratene staatliche Finanzierungsdefizite der Grund dafür, dass die stabile Währung erst verwässert und dann ganz aufgegeben wurde. In beiden Ländern ist bemerkenswert, dass sich beide mit dem Verlust ihres dominierenden militärischen Status in Hochinflationen gewandelt haben, wobei ihr politischer Niedergang mit einer zunehmenden Inflationierung des Geldwertes einherging.

In Europa haben sich vor allem Deutschland und die Schweiz in den letzten Jahrzehnten einen Ruf als Horte der Geldwertstabilität erarbeitet. Beide Länder sind jedoch weniger stabil, als es auf den ersten Blick scheinen mag. Seit 1950 hatte Deutschland eine durchschnittliche Verschlechterung des Index der Verbraucherpreise von 2,2% p.a.; die Schweiz von 2,1 % p.a. Damit sind beide Länder eher die Meister der schleichenden Inflation, was sie zwar gegenüber anderen Industrienationen positiv abhebt, aber langfristig trotzdem erhebliche Verluste beim Geldwert verursacht hat.

Entwicklung der Kaufkraft einer Währungseinheit seit 1950



Großbritannien hat sich vor 100 Jahren vom Meister der Stabilität zum Inflationsland gewandelt. Die Inflationsgeschichte der Briten ist eine Mahnung, dass Geldwertstabilität nichts fest Gefügtes ist und mit einer Änderung der Geldpolitik in Krisenzeiten jederzeit aufgeweicht werden kann. Zu großes Vertrauen in eine Währung ist deshalb grundsätzlich unangebracht, so stabil sie auch zum Betrachtungszeitpunkt aussehen mag. Inflation muss zwar nicht sein, andererseits scheint es auch kein Patentrezept zu geben, sie wirklich dauerhaft zu verhindern.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fazit: Inflation, Politik und das Anlegerinteresse

Die Notenbanken der westlichen Welt versuchen derzeit, die Inflationsraten bei ca. 2% p.a. kontrollieren, dies wird als „Geldwertstabilität“ verkauft. Und in einer Sichtweise von Quartal zu Quartal ist dies ja auch so gut wie stabil. Langfristig gesehen wäre „Geldwerterosion“ aber der richtige Begriff.

Diese Notenbankpolitik wird nicht zuletzt damit begründet, dass das herrschende Dogma der ökonomischen Lehrmeinung eine leichte Inflationierung der Wirtschaft als gesund ansieht. Niedrige Inflationsraten oder Deflation werden als genau so schädlich angesehen wie hohe Geldentwertung.

Empirisch gibt es für diese Auffassung wenig Belege, zumal der technische Fortschritt grundsätzlich deflationär wirkt. Ignoriert wird weiterhin, dass die Blütezeiten des Britischen Pfundes im 19. Jahrhundert oder des Venezianischen Golddukats im Mittelalter sowohl mit einer starken wirtschaftlichen Expansion wie auch mit längeren Deflationsperioden verbunden waren. Offenbar führte der steigende Wert des Zahlungsmittels damals nicht dazu, dass dieses zu stark gehortet und dem Wirtschaftskreislauf entzogen wurde. Die hohen Inflationsraten in einigen stark wachsenden Schwellenländern passen ebenfalls mit der Idee einer „wünschenswerten“ Inflationsrate von ca. 2% p.a. nicht wirklich zusammen. Unstrittig sind allerdings die negativen Wirkungen von Hyperinflation.

Die theoretischen Argumente für eine schleichende Inflation basieren im Wesentlichen darauf, dass man Arbeitnehmern Geldillusion unterstellt, was aber als generelle Annahme höchst fragwürdig sein dürfte. Im Gegensatz zur derzeit vorherrschenden Meinung komme ich daher zum Ergebnis, dass es für das Wachstum langfristig relativ egal ist, ob die Inflationsrate 0% p.a., 2% p.a. oder 4% p.a. beträgt. Sofern man Geldentwertung hat, ist es vor allem wichtig, zu verhindern, dass sich Inflationserwartungen aufbauen, die zu einer Hyperinflation führen können. Im Sinne eines „Erwartungsmanagements“ gegen eine aus sich selbst entstehende Beschleunigung des Geldentwertungsprozesses macht die Festlegung auf ein Inflationsziel daher durchaus Sinn. Die Zahl selbst ist aber willkürlich.

Alles andere als egal ist es jedoch für den Anleger, ob die Inflationsrate 0% p.a., 2% p.a., 4% p.a. oder 8% p.a. beträgt. Für ihn bedeutet jede Größenordnung der Geldentwertung – selbst wenn es sich nur um 0,1% p.a. handelt – eine Wertminderung, für die er in der Zukunft mit höheren nominalen Erträgen kompensiert werden muss. Dies gilt nicht nur für reines Finanzkapital wie Anleihen oder Sparbücher, sondern auch für Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien, da sie ja immer in Geldeinheiten bewertet werden und Erträge in Geld ausgezahlt werden. Insofern ist es ein Trugschluss, dass man durch Sachkapital der Inflation entgehen kann. Geldentwertung kann durch Sachinvestments abgemildert werden; wie stark, hängt von der einzelnen Anlage sowie der Inflationsdynamik ab.

Die Einbeziehung von Geldentwertung ändert auch radikal die Sichtweise auf die Sicherheit von Finanzanlagen: Anleihen werden gerade deswegen unsicher, weil sie festverzinslich sind, und ihre Zahlungsströme sich nicht mit der Inflation anpassen. Aktien und Immobilien mögen zwar stärkeren Wertschwankungen unterliegen, können ihre Zahlungsströme aber zumindest teilweise mit der Geldentwertung variieren und erscheinen in Hinblick auf Inflationsrisiken daher etwas sicherer.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Es ist kein Zufall, dass selbst Perioden geringer Geldentwertung meistens mit erheblichen staatlichen Haushaltsdefiziten verbunden sind. Denn alle Staatsausgaben, die durch Schulden finanziert sind, wirken expansiv und damit auch inflationär. Dies kann in Krisenzeiten wünschenswert sein, normalerweise wird aber nur private Aktivität verdrängt (Crowding Out).

Ein Verbot der direkten Staatsfinanzierung wie bei der EZB ist nur ein scheinbarer Schutz vor der inflationären Wirkung der Staatsverschuldung. Zentralbankgeld wird derzeit bevorzugt über den Umweg der regulatorisch forcierten Staatsanleihenkäufe von Finanzinstituten und Stiftungen in die öffentlichen Haushalte umgelenkt. Insofern geht der Streit, der vor Kurzem so erbittert vor dem Bundesverfassungsgericht ausgetragen wurde, ob die EZB nun Anleihen von Krisenstaaten kaufen darf oder nicht, am Kern des Problems vorbei. Denn letztlich entscheidend ist, ob die Zentralbankliquidität beim Staat landet und wie er diese verwendet; aber nicht, auf welchem Wege dies geschieht.

Aus Anlegersicht wünschenswert wäre eine Inflationsrate von 0% p.a. Insbesondere auf längere Sicht hat selbst eine geringe Entwertungsrate des Geldes einen deutlichen Wertverfall zur Folge. Angesichts der globalen Finanznöte fast aller bedeutenden Staaten, denen eine leichte Inflationierung bei gleichzeitig niedrigen Zinsen die Finanzierung sehr erleichtert, besteht aber wenig Aussicht auf Besserung. Das heutzutage als „Geldwertstabilität“ vermarktete Inflationsziel der Zentralbanken von 2% p.a. ist deswegen vor allem als eine politische Festlegung zu sehen. Es ist ein pragmatischer Kompromiss aus der Notwendigkeit eines konkreten Inflationszieles, dem Interesse der Anleger an einem konstanten Geldwert und dem Interesse eines chronisch defizitären Staatswesens an Inflation.

Unser Geld ist nicht wirklich stabil und wird es wahrscheinlich auch nie sein. Dies hängt nicht nur mit dem fragwürdigen Inflationsziel von 2% p.a. zusammen. Einerseits können immer wieder externe Schocks eine Wirtschaft destabilisieren oder populistische Politiker inflationäre Maßnahmen durchsetzen. Andererseits können Notenbanken durch die traditionellen Maßnahmen wie Geldmengensteuerung oder Leitzinsen immer weniger auf die Wirtschaft und damit auch auf die Inflationsentwicklung Einfluss nehmen. Sehr volatile globale Kapitalströme einerseits sowie veränderte Zahlungsgewohnheiten andererseits haben den früher relativ stabilen Geldumlauf zu einem schwer einzuschätzenden Unsicherheitsfaktor werden lassen. Angebliche Stabilitätsanker wie eine Golddeckung funktionieren ebenfalls nicht auf die Dauer, da dann die konstante Knappheit des Goldes entscheidend wäre für die Stabilität. Die Knappheit des Goldes ist auf Dauer aber völlig unkontrollierbar, wie das Schicksal des Venezianischen Golddukaten zeigt.

Die Notenbanken sind in Hinblick auf eine Kontrolle der Geldentwertung sehr viel hilfloser, als sie uns Glauben machen wollen. Wir müssen uns daher auf Schwankungen bei den Inflationsraten gefasst machen, sowohl in positiver wie in negativer Hinsicht. Kurzfristig sehr unwahrscheinlich, langfristig aber denkbar sind ebenfalls wieder deutlich höhere Inflationsraten als heute. Die reale Wirtschaft wird diese Veränderungen bei der Geldentwertung kaum spüren, hiervoor muss man keine Angst haben. Deutlich merken wird sie hingegen ein Investor, dessen realen Erträge starken Schwankungen ausgesetzt sein können. Hierauf sollte sich jeder Anleger einstellen.

Was von der Rendite übrig bleibt ...

Von Karl-Heinz Thielmann

Bereits im Einführungsbeitrag „Geldillusion“ wurde angesprochen, dass an den Finanzmärkten eine „reale“ – also um Inflation und andere Belastungsfaktoren bereinigte – Betrachtungsweise von Renditen nicht üblich ist.

Inflation ist hierbei im Gegensatz zu Steuern und Kosten relativ schwer greifbar. Einerseits ist ihre zukünftige Höhe unsicher. Zum anderen beeinflusst sie Anlageergebnisse in mehrfacher Hinsicht:

- Sie vermindert die Kaufkraft von Finanzerträgen.
- Sie verändert die Bedingungen, unter denen die Emittenten von Wertpapieren ihre Erträge erwirtschaften können.

Der erste Effekt ist relativ einfach zu erfassen, da man einfach die Wertminderung durch Geldentwertung von der erzielten Bruttorendite abziehen kann, um zu einer realen, inflationsbereinigten Performancezahl zu kommen.

Der zweite Effekt hingegen ist insbesondere für Sachanlagen wie Aktien oder Immobilien nur sehr schwer zu erfassen, da hier eine Reihe von Faktoren eine Rolle spielen:

- Können Preise oder Mieten mit steigenden Inflationsraten problemlos nach oben angepasst werden?
- Wie sensitiv reagiert eine mögliche Verschuldung über Zinsanpassungen auf Inflation?
- Führt Inflation zu einer Verzerrung von nominalen Abschreibungen auf Produktionsanlagen in Hinblick auf die tatsächliche Wertminderung?

Diese Fragen sind nicht generell zu beantworten, was dazu führt, dass Aktien und Immobilien manchmal von Geldentwertung profitieren, manchmal aber auch benachteiligt werden.

Warren Buffet hat 1977 in seinem inzwischen zu den Klassikern der Investmentliteratur gehörenden Essay „How inflation swindles the equity investor“ dargelegt, dass sich die nominalen Eigenkapitalrenditen in den USA in Zeiten unterschiedlicher Inflationsraten kaum unterschieden haben. Sie hatten sich über einen Zyklus hinweg durchschnittlich bei nominal ca. 12% p.a. eingependelt. Seiner Argumentation nach stellt Inflation effektiv eine reale Zusatzbelastung für Aktionäre dar, da es Unternehmen in der Praxis nicht gelingt, ihre Profitabilität genau so wie die Geldentwertung zu inflationieren. Deswegen leiden die realen Investitionen, was wiederum das Wachstum der Unternehmen wie auch der gesamten Wirtschaft reduziert.

Analysten von JP Morgan haben im Jahr 2011 die Inflationssensitivität von verschiedenen Anlageklassen untersucht. Hierbei sind sie zum einen zu dem wenig überraschenden Ergebnis gekommen, dass Liquidität und Staatsanleihen zu den Inflationsverlierern zählen. In Hinblick auf Aktien und Im-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mobilien sind sie zu dem interessanten Resultat gekommen, dass für diese Anlageklassen eine Inflationsrate von 4% p.a. von entscheidender Bedeutung war. Bei einer mäßigen Inflation von unter 4% p.a. wurden Aktien und Immobilien trusts (REITs) wenig oder sogar leicht positiv von Geldentwertung beeinflusst. Oberhalb von 4% jährlicher Preissteigerung wirkte sich Inflation auf diese Anlageformen eindeutig negativ aus.

Direktanlagen in Immobilien haben sich hingegen auch bei Inflationsraten über 4% p.a. als relativ unempfindlich gegenüber der Geldentwertung gezeigt. Die Autoren der Studie weisen allerdings auch darauf hin, dass diese Anlageform andere große Risiken birgt, da sie sehr illiquide und mit hohen Risikokonzentrationen verknüpft ist sowie sehr sensitiv auf Konjunkturschwankungen reagiert.

Insgesamt kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass es keine Anlageform gibt, die eine gute Absicherung gegen Inflationsrisiken darstellt. Investments, die bisher empirisch nicht bei einer Inflationierung verloren haben, sind mit anderen schwerwiegenden Risiken behaftet und aus diesem Grund für konzentrierte Engagements wenig empfehlenswert. Hierzu zählen neben Immobilien-Direktanlagen auch bestimmte Rohstoffinvestments.

Doch wie haben sich die für Anleger realisierbaren Renditen von Staatsanleihen und Aktien in den vergangenen Jahrzehnten entwickelt? Wie groß sind die Verzerrungen, mit denen konventionelle Marktindizes oder nominale Renditen diese Wertentwicklungen verzeichnen?

Seit einigen Jahren publiziert das Forscherteam Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton von der London Business School langfristige Renditevergleiche für einzelne Anlageklassen. Diese wurden in den letzten Jahren als CSFB Investment Yearbook verlegt, davor als ABN Amro Global Investment Returns Handbook veröffentlicht. Hierbei vergleichen sie die inflationsadjustierten Renditen von Aktien, Renten und Geldmarktanlagen in verschiedenen Ländern und führen auf der Basis ihrer Daten weitere Untersuchungen durch. Hierbei haben sie ein exzellentes Referenzwerk zum internationalen Vergleich der Performance zwischen verschiedenen Ländern geschaffen, das ich jedem Leser nur empfehlen kann. Viele populäre Vorurteile bezüglich der Eigenschaften von Geldanlagen wurden von ihnen infrage gestellt.

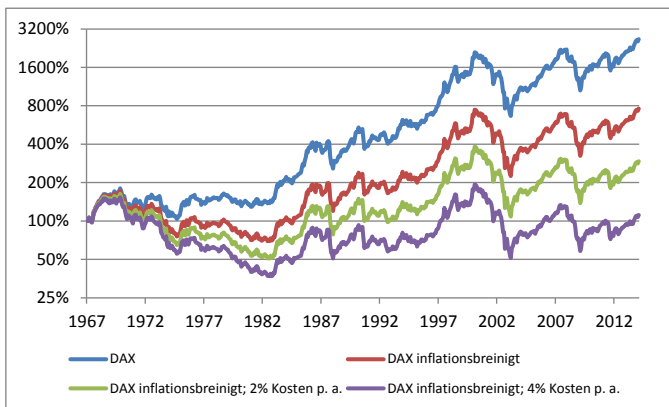
Die Effekte von Kosten und Steuern auf die Performance wurden aber auch von Ihnen – meinen Informationen nach – bisher nicht analysiert. Dies ist auch von ihrem Ansatz her verständlich, da es ihnen um grundsätzliche Wertentwicklungsvergleiche unter unterschiedlichen Bedingungen geht. Steuern und Kosten als individuelle Belastungsfaktoren für den Investor wurden ausgeklammert.

In diesem Beitrag soll es hingegen vor allem darum gehen, welche Renditen ein Anleger in den vergangenen Jahren unter realistischen Bedingungen erzielen konnte. Hierzu wird nicht nur eine Bereinigung um die Inflation vorgenommen, sondern auch – soweit möglich – um Kosten und Steuern.

Als Erstes soll die Wertentwicklung eines Langfristanlegers in deutschen Aktien untersucht werden. Hierzu werden historische Daten des Index DAX seit Januar 1967 verwendet, da für diesen Zeitraum auch Werte für den Rentenindex REX verfügbar sind und so eine Vergleichbarkeit gegeben ist.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Absolut betrachtet zeigt der DAX seit dem Ausgangsdatum einen eindeutigen Aufwärtstrend. Allerdings gab es im Betrachtungszeitraum zwei große Krisenphasen (Ölkrise der 1970er; Internetblase und Finanzkrise im letzten Jahrzehnt) und nur einen langfristigen Bullenmarkt in den 80ern und den 90ern. Insofern können nur eineinhalb Börsenzyklen in die Analyse einbezogen werden.

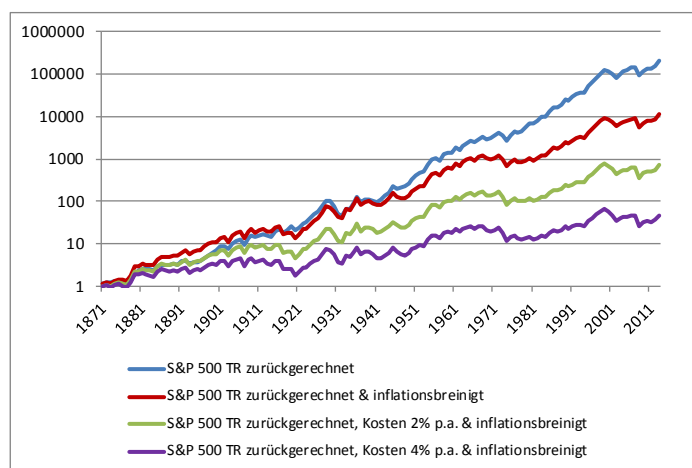
Rein nominal betrachtet lässt sich das Ergebnis trotzdem sehen. Kursabstürze wurden innerhalb weniger Jahre wieder aufgeholt. Das Plus seit 1967 beträgt bis Februar 2014 2.561% bzw. jährlich 7,1%.

In realer – also inflationsbereinigter Basis – sieht das Ergebnis schon etwas schlechter aus. Der DAX hat real relativ lange gebraucht, bis er die Inflationsjahre in den 1970ern wieder aufholen konnte. Insgesamt beträgt sein inflationsbereinigter Zuwachs bis Februar 2014 aber immer noch 661% bzw. jährlich 4,3%.

Ein Anleger in der Realität ist hingegen mit Kosten konfrontiert. In diesem Beispiel soll angenommen werden, dass diese Kosten 2% p.a. betragen. Dies wird damit begründet, dass durchschnittliche Investmentfonds normalerweise ein Anlageergebnis erwirtschaften, das ca. 2% jährlich unter dem eines Vergleichsindex liegt. Insofern scheint eine solche Wertentwicklungsminderung für einen durchschnittlichen Anleger als realistisch. Das Ergebnis liegt bei einem Zugewinn von 194%. Umgerechnet auf ein Jahr ist dies gerade mal eine reale Rendite von 2,2% p.a.!

Hierbei sind Steuern noch gar nicht berücksichtigt. Angesichts der wechselnden Steuerregimes und individueller Faktoren ist hier auch keine allgemeine Aussage möglich. Deshalb wurde zusätzlich noch ein Negativ-Szenario gerechnet, in dem die jährliche Performance pauschal mit 4% p.a. belastet wurde, sei es durch Steuern oder sonstige Kosten, Fehler im Anlagemanagement etc. Hierbei ergibt sich ein Wertgewinn von 11% bzw. 0,2% jährlich.

Leider sind für den deutschen Aktienmarkt aufgrund zweier verlorener Weltkriege und den damit verbundenen Folgen für die Wirtschaft sowie der Hyperinflation in den 1920er Jahren keine langfristig konsistenten Daten zur Aktienmarktentwicklung erhältlich. Für die USA hingegen liegen dank der Arbeit des Nobelpreisträgers Robert Shiller Performancezahlen für den US-Aktienmarkt seit 1870 vor, die mehrere Börsenzyklen abdecken.



Datenquelle: Robert Shiller, S&P, eigene Berechnungen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hierbei ist zunächst auffällig, dass sich bis in die 1940er Jahre die nominale Performance des Marktes kaum von der realen unterscheidet. Die dauerhafte Inflationierung der Wirtschaft erscheint auch hier im Wesentlichen als ein Phänomen der Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg. Die deflationären Phasen vor 1900 scheinen der Wertentwicklung des Aktienmarktes nicht geschadet zu haben. Insofern stellt auch dieses Ergebnis die derzeit weitverbreitete Deflationsangst infrage.

Nominal hat der S&P 500 TR seit 144 Jahren eine Durchschnittsrendite von 8,9% p.a. erzielt. Bei der Betrachtung des Charts erscheint es relativ egal, wann man Aktien gekauft hat, da Schwächephasen nach mehreren Jahren wieder aufgeholt wurden. Real vor Kosten waren dies jedoch nur 6,7%. Auch inflationsbereinigt konnten Schwächephasen somit in absehbarer Zeit wieder aufgeholt werden.

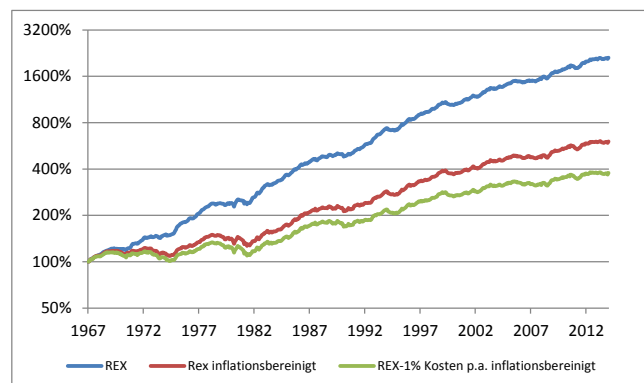
Unterstellt man 2% Kosten p.a., kommt man auf 4,7% p.a. Durchschnittsrendite. Die Performancedifferenz zwischen unbereinigtem Index und um Kosten und Inflation adjustiertem Index liegt ähnlich wie beim vorherigen DAX-Beispiel über 4% p.a. Unter Kostenaspekten zeigt sich auch, dass sich diese vor allem in Abwärtsphasen negativ ausgewirkt haben, weil es einen negativen Zinseszineffekt bei Wiederanlagen gab. Auch dauerte es sehr lange, Verluste aufzuholen. So musste z. B. ein Aktienkäufer von 1968 bis 1986 warten, bis er die Verluste aus der Ölkrisezeit wieder ausgeglichen hatte.

Bei Belastungen von 4% p.a., beispielsweise durch unterdurchschnittliches Fondsmanagement oder Steuern, wäre nur eine magere Rendite von 2,7% p.a. möglich gewesen. Dies ergäbe nicht einmal ein Drittel der ausgewiesenen Indexperformance.

Wie sieht das Bild bei deutschen Renten aus? Hier hat der Rentenindex REX in den 47 Jahren seit Anfang 1967 nominal um 2.072% zulegen können. In jährlicher Betrachtung ergab dies eine Rendite von 6,7% p.a. Inflationsbereinigt lag der Zuwachs bei 3,9% p.a.

Rentenfonds sind traditionell sehr viel geringer mit Kosten belastet als Aktienfonds. Hier erscheint eine Belastung mit 1% p.a. als realistisch. Bereinigt um Inflation und Gebühren hat sich beim REX daher ein realer Gewinn von ungefähr 2,9% p.a. ergeben. Dies ist weniger als die Hälfte des offiziell ausgewiesenen Wertzuwachses; wobei nach wie vor Steuern nicht berücksichtigt sind.

Die Frage nach der steuerlichen Belastung ist auch beim REX schwierig zu beantworten, da in den vergangenen Jahrzehnten der Zins für langfristige Anleihen von über 8% auf unter 2% p.a. gefallen ist. Damit ist ein Großteil des Wertzuwachses im REX auf Kursgewinne zurückzuführen, die in der Vergangenheit noch weitgehend steuerfrei waren. Je nach individueller Steuersituation ist ein Abschlag von weiteren 0,3% bis 0,9% p.a. möglich, sodass für Anleger am deutschen Rentenmarkt eine reale Durchschnitts-Rendite von ca. 2% p.a. bis 2,6% p.a. in den vergangenen Jahren als realistisch angesehen werden kann.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

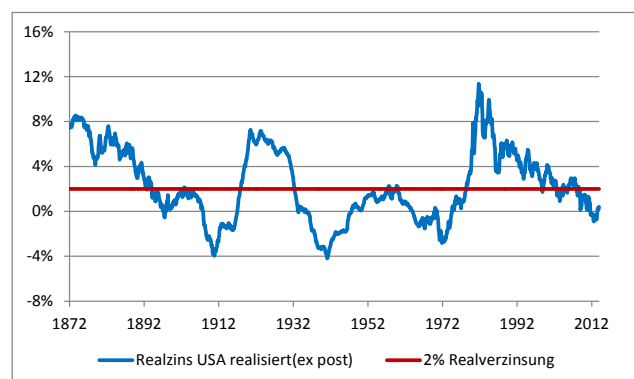
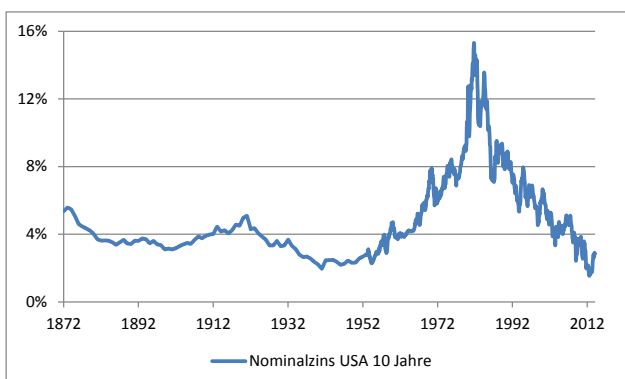
Die bisherige Analyse bezog sich im Wesentlichen auf Vergangenheitsdaten, die jedoch nicht unbedingt einen Rückschluss auf die Zukunft zulassen. Insbesondere bei Renten kann man bei einer Rendite von derzeit ca. 1,6% p.a. für Bundesanleihen davon ausgehen, dass eine Fortsetzung des bisherigen nominalen Wertgewinns von 6,7% p.a. völlig unmöglich sein wird.

Renditeprognosen für Aktienmärkte sind weder kurz- und mittelfristig möglich. Lediglich langfristig kann man auf Basis vergangener Börsenzyklen rückschließen, dass eine Performance von nominal ca. 6% bis 10% p.a. realistisch ist, sofern man nicht in Phasen spekulativer Überhitzung kauft. Inflationbereinigt werden hieraus ca. 3% bis 8% p.a., allerdings vor Kosten und Steuern. Kosten kann man durch Kauf eines Indexfonds weitestgehend umgehen, die Steuer aber nicht. Nach Steuern bleiben ca. 2% bis 6% p.a. Belastet man sich auch noch mit den Kosten eines normalen Publikumsfonds, muss man damit rechnen, dass die reale Performance sogar negativ werden kann.

Bei festverzinslichen Wertpapieren hingegen kann man scheinbar die reale Rendite gut prognostizieren, da ja zumindest die jährliche nominale Zinszahlung feststeht. Ein dafür immer wieder verwendetes Konzept ist der sog. Realzins. Hierbei wird eine Inflationsrate von dem nominalen Zins abgezogen, um eine inflationsbereinigte Bewertung zu ermöglichen. Problematisch hierbei ist, dass man die zukünftige Inflationsrate ja gar nicht kennt. Eine Behelfslösung besteht darin, dass die aktuelle Inflationsrate als Ersatz genommen wird. Dies mag auch durchaus berechtigt sein, wenn man Realzinsen für eher kurz verzinsten Anlageformen wie Termingelder oder Sparbücher berechnen will.

Langfristig gesehen ist die Inflationsrate ebenfalls kaum prognostizierbar. Zwar kann man darauf vertrauen, dass die großen Notenbanken zumindest versuchen, die Inflationsrate um 2% p.a. halten. Sicher ist ihr Erfolg aber nicht. In der Vergangenheit ist es schon zu unvorhergesehenen Schwankungen gekommen, die sich im Nachhinein auf die reale Verzinsung dramatisch ausgewirkt haben. Um die Wirtschaft kurzfristig anzukurbeln, besteht für die Geldpolitik immer die Verführung, die Geldmenge zu stark expandieren zu lassen und damit langfristige Inflationsgefahren heraufzubeschwören. Dies ist besonders dann der Fall, wenn die Notenbanker – wie in den jüngsten Krisenzeiten – nicht nur das Ziel der Preisstabilität verfolgen, sondern auch Banken und Staaten absichern müssen.

Wie stark der realisierte Realzins*) schwanken kann, lässt sich besonders gut an der Entwicklung des Zinses für US-Staatsanleihen zeigen. Für diesen Zins sind langfristige Zeitreihen verfügbar, an denen sehr schön die Zinszyklen mit ca. 30-40 jährigen Auf- und Abschwungphasen zu sehen sind.

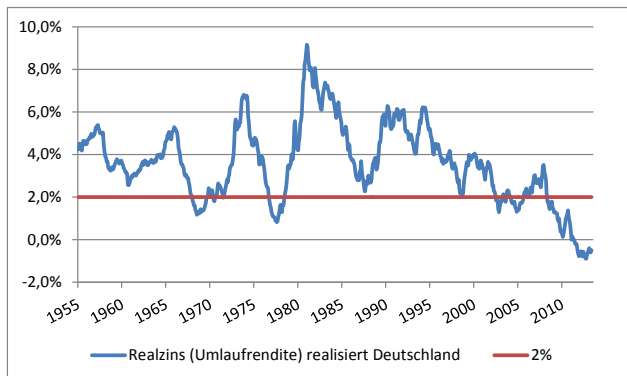
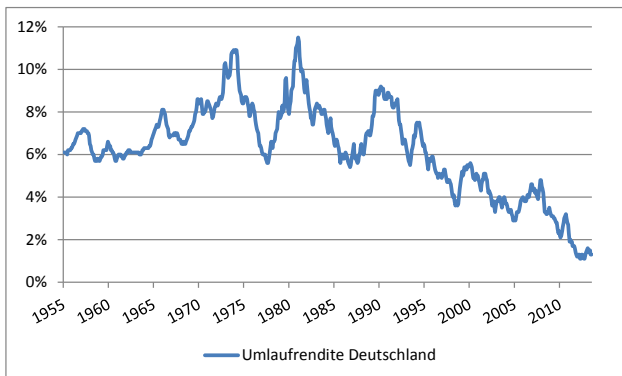


Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nominal war der Zins für US-Treasuries sehr lange relativ stabil und schwankte um 3,5% p.a. mit Ausschlägen von bis zu 2%. Erst mit der Inflationszeit der 70er Jahre und der anschließenden Hochzinspolitik des damaligen Fed-Chefs Volcker zogen sie zeitweise dramatisch an.

Bei dem Realzins zeigt sich ein abweichendes Bild: Zwar folgte seine Richtung zumeist auch dem Nominalzins, allerdings waren die Größenordnungen ganz anders. Zudem zeigt sich, dass in den USA realisierte Realzinsen von über 2% historisch sehr selten waren. Es gab sie nur vor 1893, danach erst wieder in einer kurzen Phase zwischen 1918 und 1932. Nur im Zuge der Inflationsbekämpfung durch Paul Volcker gab es zwischen 1978 und 2002 eine längere Phase von Realzinsen über 2%.



In Deutschland reichen die Daten nicht aus, um mehrere langfristige Zinszyklen vollständig anzuzeigen. Nach 1980 zeigte sich die reale Zinsentwicklung*) sehr ähnlich derjenigen in den USA. Bis vor wenigen Jahren war die reale Umlaufrendite 2% eine Untergrenze, die nur selten knapp unterschritten wurde. Die Erinnerung an die Hyperinflationszeit hatte lange in Deutschland eine besondere Sensitivität bezüglich Inflationsgefahren bewirkt. Seit fast 40 Jahren sind – einhergehend mit der Globalisierung der Weltkapitalmärkte – die Realzinsen in USA und Deutschland hingegen eng verknüpft. 2008 rutschen mit der Finanzkrise die Realzinsen auch in Deutschland auf ein Niveau unter 2% p.a. Seit einigen Monaten liegen sie im negativen Bereich.

Fazit:

Geldentwertung, Steuern und Kosten werden in Marktindizes nicht berücksichtigt, können aber die Performance eines Anlegers sehr negativ beeinflussen. Jeder Faktor für sich genommen kann signifikante Einbußen verursachen. Zusammen können sie auch eine sehr hohe nominale Wertentwicklung – wie zum Beispiel beim DAX seit 1967 – fast komplett auffressen. Indizes wie der DAX oder der REX zeigen dem Anleger ein geschöntes Bild im Vergleich zu einer realistischen Wertentwicklung.

Der Anleger ist insbesondere Steuern und Inflation relativ hilflos ausgeliefert. Aktiv einwirken kann er nur bei der Kostengestaltung, z. B. durch die Wahl von Indexfonds. Vor allem bei konventionellen Aktienfonds sind die Kosten ein maßgeblicher Nachteil, der im Betrachtungszeitraum seit 1967 sogar für eine schlechtere realisierbare Performance als bei Rentenfonds verantwortlich war.

*) Für die fehlenden Daten aus der Zukunft zur Berechnung des realisierten Realzinses wurden für die USA eine zukünftige Inflationsrate von durchschnittlich 2,5% p.a. sowie für Deutschland von 2% p.a. unterstellt.

Der Sparer war schon immer der Dumme

Von Karl-Heinz Thielmann

Ein wiederkehrendes Thema dieser Tage in der Wirtschaftspresse ist die „finanzielle Repression“, die schleichende Enteignung von risikoscheuen Anlegern durch die Niedrigzinspolitik der Notenbanken. Die Renditen von Spareinlagen, Staatsanleihen oder Geldmarktanlagen liegen deutlich unter den Inflationsraten. Ein Erhalt der Kaufkraft ist mit konservativen Anlagen nicht mehr möglich.

Der bekannte Verfassungsrechtler Paul Kirchhof hat diesen Tatbestand vor Kurzem sogar als „verfassungswidrig“ bezeichnet. Seiner Auffassung nach haben Bürger einen Anspruch darauf, dass ihnen ihr Finanzkapital jährlich einen Ertrag bringt. Dieses Versprechen werde nicht mehr erfüllt und damit die Kernidee des Privateigentums abgeschafft.

Der Begriff der finanziellen Repression wurde für eine Phase in den in den 50er und 60er Jahren des abgelaufenen Jahrhunderts geprägt, als unter den Inflationsraten liegende Zinsen der USA und Großbritannien ermöglichten, sich von ihren hohen Schulden des Zweiten Weltkrieges zu befreien. Sparern und Anlegern in diesen Ländern wurden so nachträglich die Kriegskosten aufgebürdet, ohne dass sie es so recht merkten. Angesichts des Booms der Nachkriegsjahre wurde dies kaum wahrgenommen und ließ sich somit ohne größere politische Schwierigkeiten durchführen.

Doch ist diese Form der langsamen Enteignung von Sparern auch für Deutschland etwas Neues?

Oberflächlich betrachtet kann man diese Frage mit „Ja“ beantworten, zumindest wenn man den Realzins auf Basis der Umlaufrendite für festverzinsliche Wertpapiere berechnet (vgl. Darstellung S. 25). Dies ist die durchschnittliche Rendite aller im Umlauf befindlichen, inländischen festverzinslichen Wertpapiere erster Bonität (also v. a. von Staatsanleihen) und ist ein für Rentenanleger relevanter Referenzzins. Er befindet sich seit ca. 10 Jahren deutlich unter den historischen Durchschnittsniveaus. Seit Ausbruch der Eurokrise ist dieser Realzins unter null gefallen. Er folgt damit dem gleichen Muster wie die Zinsen in Großbritannien oder den USA.

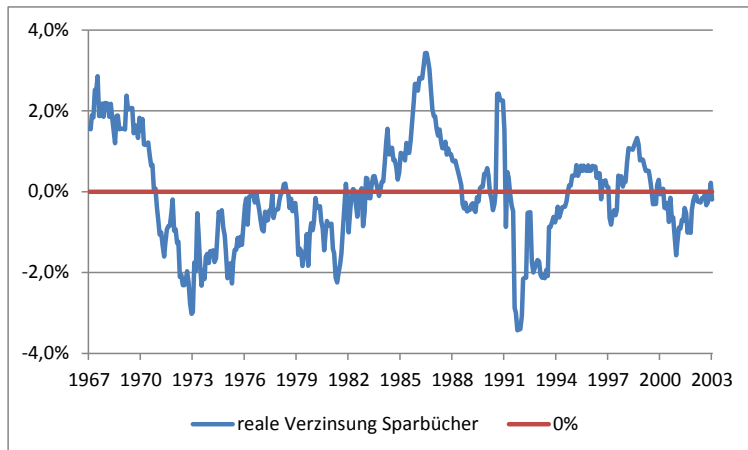
Was meistens vergessen wird, ist, dass es gerade für Kleinsparer unüblich ist, direkt in festverzinsliche Wertpapiere zu investieren. Sie bevorzugen Spareinlagen und Sparbriefe. Laut einer GfK-Umfrage legen ca. 40% aller Deutschen ihr Geld bevorzugt mit einem Sparbuch an; weitere 18% mit Festgeldern. Auch gemessen am Volumen von schätzungsweise 660 Mrd. € ist diese Anlageform trotz eines gewissen Rückgangs in den vergangenen Jahren bei Privathaushalten nach wie vor sehr populär. Sie entspricht jeweils ca. dem dreifachen, was von dieser Anlegergruppe direkt in festverzinslichen Wertpapieren (ca. 220 Mrd. €) oder Aktien (ca. 260 Mrd. €) angelegt ist.

Betrachtet man die historischen Renditen für Spareinlagen mit Mindest-/Grundverzinsung und dreimonatiger Kündigungsfrist, die im Zeitreihenarchiv der Deutschen Bundesbank ab 1967 historisch verfügbar sind, so stellt man auch für die Zeit vor 2003 (also schon vor der finanziellen Repression)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Erstaunliches fest: Die reale Verzinsung schwankte relativ stark und betrug im Durchschnitt -0,1%. Die Zinszahlungen reichten damit nicht einmal aus, um den Wertverfall durch Inflation auszugleichen. Hierbei sind Steuern noch gar nicht berücksichtigt. Bei der realen Umlaufrendite betrug der entsprechende Durchschnittswert im gleichen Zeitraum übrigens 4,2% p.a.



Finanzielle Repression ist auch in Deutschland in keinerlei Hinsicht etwas Neues. Im Gegenteil: Kleinsparer wurden durch niedrige Zinsen auch früher schon indirekt enteignet. Für sie hat sich somit wenig geändert. Neu ist nur, dass jetzt auch die Käufer von Staatsanleihen und Pfandbriefen betroffen sind. Ihr Vorteil gegenüber Kleinsparern ist von über 4% p.a. auf ca. 1% p.a. zusammengeschrumpft.

Auch vor 1967 sind Sparer fast immer relativ schlecht weggekommen. Während der Hyperinflation in den 20er Jahren wurden Guthaben fast komplett entwertet. Bei der Währungsreform 1948 wurden Sparguthaben von Reichsmark in D-Mark im Verhältnis 100 zu 6,5 umgetauscht, im Gegensatz zum üblichen Umtauschsatz von 100 zu 10. Soweit es sich heute rekonstruieren lässt, lagen ihre Zinsen in den 50er und 60er Jahren deutlich unter denjenigen für Staatsanleihen und in der Nähe der Inflationsraten.

Wenn Professor Kirchhof mit der Auffassung recht hat, dass durch die aktuellen Niedrigzinsen die Verfassung verletzt wird, dann wäre es schön, wenn zur Kenntnis genommen wird, dass dieser Verfassungsbruch zumindest für die Sparbuchbesitzer schon seit Jahrzehnten Wirklichkeit ist. Wenn Ökonomen und Journalisten die negativen Folgen der finanziellen Repression gerade für diese Gruppe dramatisch ausmalen, sollte doch bitte berücksichtigt werden, dass sich gerade für sie durch die Niedrigzinspolitik der EZB fast nichts geändert hat.

Dramatische Änderungen haben sich aber für Versicherungen, Stiftungen und andere Institutionen ergeben, die aufgrund ihrer Anlagevorschriften einen Großteil ihres Vermögens in niedrigst verzinsliche Wertpapiere investieren müssen. Sie stecken in einer Falle, aus der nur eine Lockerung der rechtlichen Vorgaben oder signifikant höhere Kapitalmarktzinsen helfen würden. Beides ist zumindest kurzfristig nicht in Sicht.

Doch die Großanleger haben nach 30 Jahren Rentenmarktboom sehr gut Zeiten hinter sich, die vielleicht ja auch einmal wiederkehren. Für den Sparer hingegen gilt: Er ist heute der Dumme, war früher der Dumme, und wird es aller Voraussicht nach auch bleiben.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; S. 11: Bank of England

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse:** Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Die Studie „Aktie - die neue "Sicherheit" im Depot?“ vom 26.02.2014 kann auf der Website von Allianz Global Investors eingesehen werden: <http://www.allianzglobalinvestors.de/MDBWS/doc/14-03-011-BR-Aktie-Neue-Sicherheit.pdf?c054ea8f003c246f2d1b807bc2629e79fc049f5bwebweb>

Angaben zu den Entwicklungen der Verbraucherpreisindizes und Zinsen wurden folgenden Datenbanken entnommen: Die Deutschen Bundesbank; die UK Statistics Authority (<http://www.statisticsauthority.gov.uk/>); das U.S. Department Of Labor; Bureau of Labor Statistics (<http://www.bls.gov/>); dem Bundesamt für Statistik (BFS) in der Schweiz (http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/dienstleistungen/publikationen_statistik.html); sowie den von Robert Shiller auf seiner Website zur Verfügung gestellten historischen Daten (<http://aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm>).

Zu John Williams und seinen nachberechneten Inflationsraten vgl. <http://www.shadowstats.com/article/no-438-public-comment-on-inflation-measurement>. Zur Geschichte der Inflation vgl.: Glenn Hubbard, Tim Kane: The Economics of

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Great Powers from Ancient Rome to Modern America, Simon & Schuster (2013); Helen MacFarlane, Paul Mortimer-Lee (Bank of England Economics Division): Inflation over 300 years; Bank of England Quarterly Bulletin: May 1994 (<http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/qb/1994/qb9402.pdf>) .

Zum Einfluss der Inflation auf die reale Rendite vgl. Warren Buffett: How inflation swindles the equity investor (Fortune Classics, 1977) <http://features.blogs.fortune.cnn.com/2011/06/12/warren-buffett-how-inflation-swindles-the-equity-investor-fortune-1977/>; Maddi Dessner, Katherine Santiago, Joseph Simonean: Keepin´ it real – Inflation risk as an asset allocation problem J.P. Morgan Asset Management, New York 2012 (<http://www.jpmorgan.com/assetmanagement>).

Die Studien von Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton seit 2008 beim finden sich bei <https://www.credit-suisse.com/ch/en/news-and-expertise/research/credit-suisse-research-institute/publications.html>

Zu Paul Kirchhof vgl. <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/paul-kirchhof-kritisiert-zinspolitik-der-ezb-a-938365.html>

Die Zahlen zur Geldvermögensbildung in Deutschland kommen von der Deutschen Bundesbank; die GfK-Zahlen wurden nach dem Artikel „Deutsche legen falsch an“ im „Euro am Sonntag“ vom 22.2.2014 zitiert.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF´s: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF´s gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 28.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 3.3.2014.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.