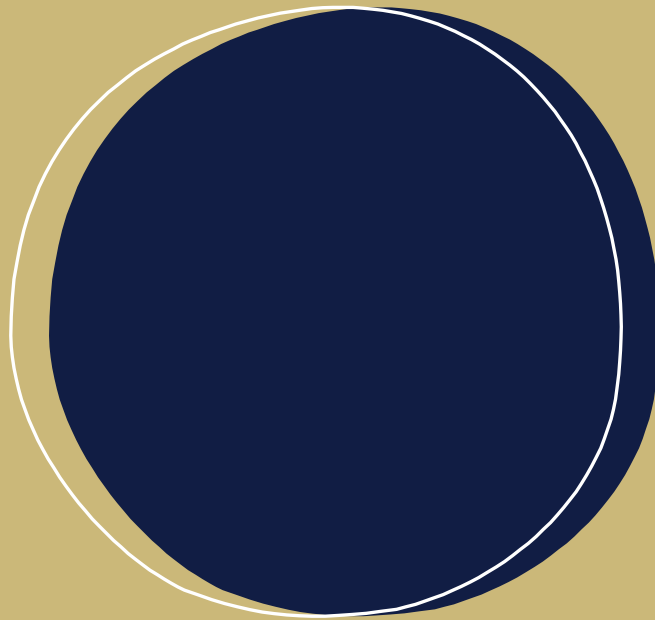


News aus den Finanzmärkten

Die Welt nach der Krise

Teil 3: Inflationsangst und Inflationsschutz

12. Oktober 2009





Die Welt nach der Krise

Teil 3: Inflationsangst und Inflationsschutz

Bernhard Allgäuer, Andreas Blümke, Rolf Kuster und Dr. Jörg Zeuner

Inflationsängste sind verfrüht. Die Notenbanken können gegensteuern, falls notwendig. Wir erwarten für 2010 Preisstabilität. Daher halten wir einen Inflationsschutz für überflüssig. Dem Sparer mit hohen Inflationserwartungen bieten sich mehrere Anlagemöglichkeiten.

A. Keine Inflation 2010

Inflationsangst ist verfrüht

Die krisenbedingte Ausweitung der Notenbankgeldmenge schürt bei vielen Investoren die Angst vor Inflation. Eine Geldmengenexpansion führt ohne entsprechendes Wachstum des Güterangebots normalerweise zu Preiserhöhungen.

Die Krise hat diese Wirkungskette unterbrochen. Die Durchschlagkraft der Geldpolitik ist erheblich gesunken. Unter anderem ist die Nachfrage nach Geld gestiegen. Höhere Ausfallrisiken reduzieren weiterhin das Kreditangebot der Banken und ein geringer Investitionsbedarf die Kreditnachfrage der Unternehmen. Das Wachstum von Kreditvolumen und inflationsrelevanten Geldmengen sinkt trotz anschwellender Notenbankbilanz.

Die rezessionsbedingten Überkapazitäten vieler Unternehmen reduzieren den angebotsseitigen Preisdruck. Eine expansive Geldpolitik wirkt daher erst in einem fortgeschrittenen Stadium der Normalisierung wieder inflationär.

Notenbanken haben trockene Munition

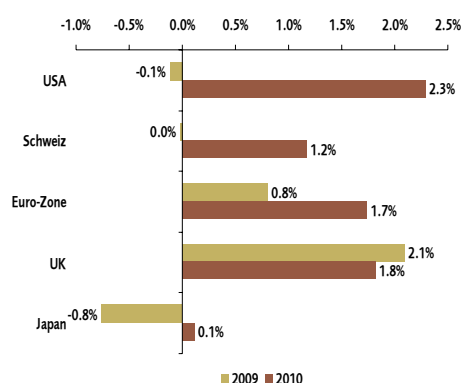
Die Notenbanken verfügen über eine Vielzahl von Instrumenten für den „Exit“ aus der Liquiditätsversorgung. Dazu zählen: (i) die Leitzinsen, (ii) die Mindestreservesätze, (iii) neue Auflagen zum Kreditwachstum, (iv) der Verkauf von Staatsanleihen, (v) die Verzinsung von Überschussreserven der Geschäftsbanken und (vi) die Ausgabe eigener Schuldverschreibungen. Um einem Anstieg der mittelfristigen Inflationserwartungen und lang-

fristigen Zinsen vorzubeugen, bedarf es einer überzeugenden Kommunikation dieses Arsenal.

Defizite sind eine Wachstumsbremse

Die Regierungen müssen mit glaubwürdigen mittelfristigen Konsolidierungsplänen für ihre Haushalte zu stabilen Risikoprämien und Aufschlägen für längere Laufzeiten beitragen (vgl. unsere News vom 01.09.09). Die Budgetdefizite im nächsten Jahr sind voraussichtlich keine Inflationsquelle. Erstens wird die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht über Gebühr ausgeweitet. Zweitens scheiden die Notenbanken als dauerhafte Finanzierungsquelle für Staatshaushalte aus. Die Märkte würden eine solche Politik schnell bestrafen. Die strikte Ausrichtung auf Preisstabilität ist in der Unabhängigkeit der Notenbanken fest verankert. (vgl. Wirtschaftlicher Ausblick, Investment Views, Oktober 2009).

VP Bank Inflationsprognose 2010



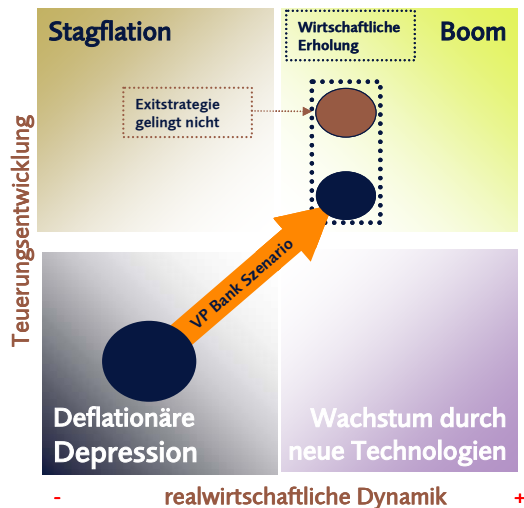
Quelle: VP Bank

VP Bank Inflationsprognose 2010

Wir erwarten im nächsten Jahr Preisstabilität (2% Inflation) in unseren Kernmärkten. Mit dieser Prognose liegen wir derzeit sogar leicht über dem Durchschnitt der Analystenschätzungen. Wir erwarten eine schnellere Korrektur der BIP

Wachstumsraten nach oben als der derzeitige Analystendurchschnitt (vgl. unsere News vom 02.10.09). Daher ist auch unsere Ölpreisprognose leicht höher. All diese Prognosen werden derzeit jedoch von vielen Marktteilnehmern nach oben korrigiert.

VP Bank Makro Szenario 2010

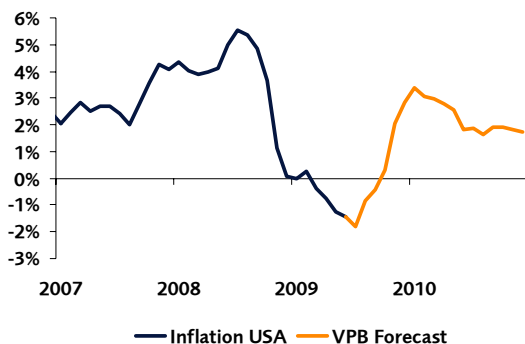


Quelle: VP Bank

Ölpreis steigt 2010 über 80 USD

Wir rechnen derzeit für Ende 2010 mit einem Ölpreis von mindestens 80 USD. Im September dieses Jahres lag er durchschnittlich bei rund 70 USD. Das ist ein Rückgang gegenüber dem Vorjahr um 33%, aber ein Anstieg gegenüber dem Tief im Februar dieses Jahres (33 USD) um 112%.

US Inflation und VP Bank Prognose 2010



Quelle: Datastream, VP Bank

Turbulenzen nach dem Jahreswechsel

Dieser Basiseffekt aus dem Februartief wird die Inflationsraten bald und bis ins 2. Quartal 2010 deutlich ansteigen lassen. Vor allem im Energiepreisempfindlichen Konsumentenpreisindex der USA rechnen wir Anfang 2010 für wenige Monate mit mehr als 3% Inflation im Jahresvergleich. Preisanstiege in dieser Höhe sollten jedoch nicht von Dauer sein. Die Energiepreis-inflation bildet sich in der zweiten Jahreshälfte wieder deutlich zurück. Dennoch dürften solche Zahlen den Stoff

für eine angeheizte wirtschaftspolitische Diskussion um den Kurs des Fed liefern.

Die Kerninflation nimmt einen wesentlich ruhigeren Verlauf in unserem Szenario. Sie steigt aus den genannten Gründen bis Ende 2010 graduell auf lediglich etwas über 1%.

Geldmarktalternativen bei tiefen Zinsen

In unserem Szenario dürften die USD, EUR und CHF Leitzinsen weitere sechs Monate auf ihren Tiefs verharren.

Für Anleger, die diese Ansicht teilen, und deren Erwartung ebenfalls keine beschleunigte Inflation vorhersieht, bieten sich so genannte „Inverse Floater“ als Geldmarktalternative an. Diese Instrumente zahlen einen hohen fixen Coupon, von dem man die kurzfristigen Zinsen subtrahiert (z.B. 6% - 2xEURIBOR). Bleiben die kurzfristigen Zinsen tatsächlich tief, wird eine schöne Outperformance gegenüber einer Geldmarktanlage generiert.

Eine weitere Möglichkeit, das tiefe Zinsniveau zu umgehen, bieten die so genannten „Floored Floaters“. „Floored Floaters“ bieten eine garantierte Mindestrendite bei konstant niedrigen Zinsen (z.B. 2.5% in EUR). sollten aber die kurzfristigen Zinsen steigen und die Mindestrendite übertreffen, richtet sich der Coupon neu nach den kurzfristigen Zinsen (z.B. der 3-Monats EURIBOR). Der Anleger erhält demnach das höhere zwischen der garantierten Mindestverzinsung und den jeweils geltenden kurzfristigen Zinsen. Egal ob die Zinsen nun steigen oder fallen, der Anleger bekommt einen im Verhältnis zu den heute geltenden tiefen Zinsen hohen Coupon, und seine Anleihe verliert bei steigenden Zinsen nicht an Wert. Wie bei jeder Anleihe muss das Emittentenrisiko berücksichtigt werden. Einige Banken (z.B. JP Morgan, Deutsche Bank und HSBC) bieten diese Strukturen wahrscheinlich aufgrund ihrer tiefen Refinanzierungsbedürfnisse nicht an. Andere Banken, mit tendenziell höheren Refinanzierungsbedürfnissen (z.B. Citigroup, Royal Bank of Scotland oder Nomura), bieten dieses Produkt mit attraktiver Mindestverzinsungen an.

Inflationsrisiken auf beiden Seiten

Sollte die Erholung schwächer ausfallen, als von uns erwartet, dürfte sich der Preisanstieg entsprechend verlangsamen. Ein verfehlter oder verspäteter „Exit“ birgt Risiken in die andere Richtung. In jedem Fall ist die Energiepreis-inflation der nächsten sechs Monate eine Herausforderung für die Kommunikationsarbeit der Notenbanken.

B. Inflationsschutz überflüssig aber möglich

Kaum attraktive Zinsprodukte

Bei tiefen kurzfristigen Zinsen und hohen Inflationserwartungen ist es schwierig, ein attraktives Zinsprodukt zu finden. Eine „normale“ Anleihe mit fixem Coupon verliert aufgrund steigender Zinsen an Wert. Der Anleger wird doppelt bestraft, weil sie zusätzlich real abwertet. Langlaufende Anleihen verlieren dabei überproportional.

Inflationsschutz in der Anlageentscheidung

Als Inflationsschutz bieten sich eine Reihe von Anlagemöglichkeiten an, die wir im Folgenden kurz skizzieren. Unsere Beraterinnen und Berater stehen unseren Kunden jederzeit für weiterführende Anlagevorschläge unter Berücksichtigung bestehender Investitionen zur Verfügung.

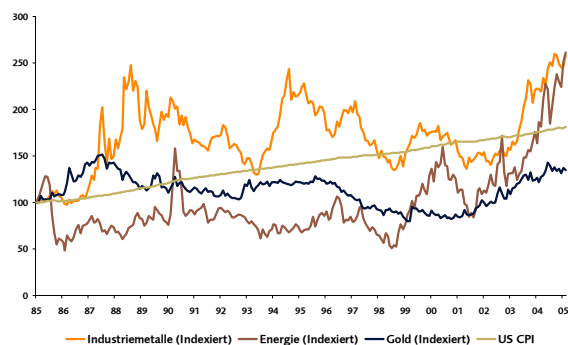
Inflationsindexierte Anleihen: Inflationsindexierte Anleihen (TIPS) bieten maximalen Schutz gegen Inflation und werden von mehreren Staaten unterschiedlicher Bonität und in verschiedenen Währungen emittiert. Bei implizierten Inflationsraten von einem halben (USD, 2 Jahre) oder zwei Prozent (EUR, 10 Jahre) sind die Kurse derzeit für einen Einstieg nur dann interessant, wenn man über den gleichen Zeitraum mit einer Inflation rechnet, die deutlich darüber liegt, um die Kosten einer Umschichtung zu rechtfertigen. Die realen TIPS Renditen sind niedrig und in den letzten Wochen weiter gefallen. Vor allem in einem Wachstumsszenario dürften sie auch in Zukunft hinter denen anderer Anlageklassen zurückbleiben. Die erwartete hohe Energiepreisinflation könnte den TIPS Markt in den kommenden Monaten zwar weiter unterstützen. Allerdings dürften Kursanstiege keinen Bestand haben, sobald die Inflationsraten wieder zurückkommen. Die Kerninflation bleibt extrem niedrig. TIPS versprechen dem Anleger eine reale Rendite, da sie die Inflation während der Restlaufzeit nach einem bestimmten Modus vergüten. Die implizierte Inflationsrate einer TIPS Emission gibt einen Anhaltspunkt, wie hoch die Teuerung mindestens sein muss, damit die Rendite über die einer nominalen Staatsanleihe gleicher Laufzeit steigt. Das Zins- und Kursrisiko während der Restlaufzeit bleibt aber bestehen – TIPS lösen also das Problem der tiefen Zinsen nicht; Kursschwankungen sind wahrscheinlich. Eine diversifizierte Anlagelösung ist der Inflationsgelinkte Deutsche Bank x-Tracker ETF (LU0290358224).

Inflationsgekoppelte „Floored Floaters“: Eine Weiterentwicklung der „Floored Floaters“ sind die „Inflation Floaters“ mit Mindestverzinsung für Anleger, die sich auch gegen steigende Inflation schützen möchten. Eine mögliche EUR Variante

hat eine vierjährige Laufzeit und einen fixen Coupon im Jahr Eins von 3%. In den folgenden Jahren ist der Coupon von der Inflation abhängig: es wird genau die jährliche Inflation (basierend auf dem CPTFEMU Index) ausgezahlt.

Rohstoffe: In den 1970er Jahren bot eine Rohstoffinvestition den besten Inflationsschutz auf Zeit. Das Rohstoffangebot ist träge; der Preis reagiert daher schnell auf geldpolitische Veränderungen. Mit einer breit diversifizierten Rohstoffinvestition kann der Anleger gleichzeitig am wirtschaftlichen Aufschwung partizipieren. Innerhalb des Rohstoffuniversums bot Gold oft den besten Inflationsschutz in der Vergangenheit. Die erste Ölkrise (August 1973 – Dezember 1975) führte zu Preissteigerungen von insgesamt 23%. Der Goldpreis stieg im gleichen Zeitraum um mehr als 35%. In der zweiten Ölkrise Ende der 70er Jahre übertraf der Goldpreisanstieg die Teuerung sogar noch deutlicher.

US Konsumentenpreisindex und Rohstoffe im Vergleich



Quelle: Datastream, VP Bank

Während der folgenden Jahrzehnte moderater Inflation (unter 5%) war Gold weitaus weniger erfolgreich. Die kumulierte Teuerung von 81% übertraf den Goldpreisanstieg von 34% bei weitem. Eine Beteiligung am nominalen BIP Wachstum (etwa über Aktien, Energie oder Industriemetalle) wäre in dieser Phase um einiges erfolgreicher gewesen.

Um das Einzelrohstoffrisiko zu minimieren, empfehlen wir eine Investition in einen Rohstoffindex. In dieser Variante müssen allerdings mehrere Punkte berücksichtigt werden:

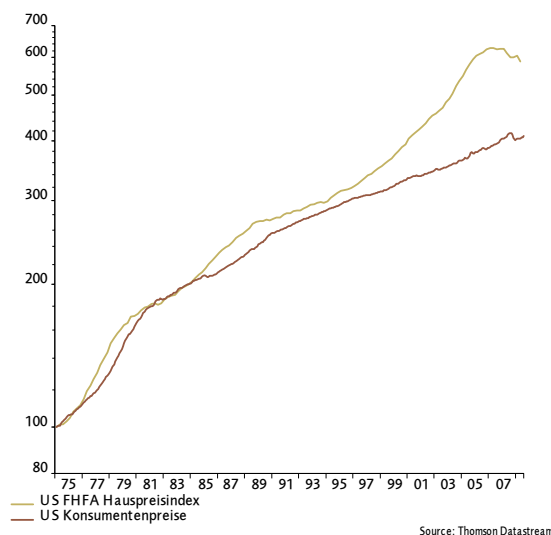
- Das inhärente Risiko der Rohstoffe kann durch einen Kapitalschutz reduziert werden. Ansonsten investiert der Anleger in eine hochvolatile Anlageklasse, die den Risikorahmen seines Portfolios bei weitem übersteigen könnte. Der Kapitalschutz kann am besten über ein strukturiertes Produkt hergeleitet werden, beschränkt aber das Aufwärtspotenzial der Investition.
- Die Anlage sollte in der Referenzwährung des Anlegers getätigt werden. Da Rohstoffe in

USD gehandelt werden, sollte ein EUR-Anleger das Währungsrisiko absichern, etwa über ein *Quanto*-EUR Produkt. Ansonsten kann es vorkommen, dass der Gewinn auf eine Rohstoffanlage durch einen tieferen EUR/USD-Kurs gemindert oder gar vernichtet wird.

- Die Wahl des Rohstoffindex ist von zentraler Bedeutung. Der Unterschied in der Performance der verschiedenen Rohstoffindizes seit Anfang dieses Jahres beträgt stattliche 40%. Wir empfehlen Rohstoffindizes der zweiten Generation, z. B. den CMCI Index der UBS oder den DBLCMREU Enhanced der Deutschen Bank. Von Indizes der ersten Generation, wie z.B. dem DJ-UBS (ehemaliger DJ-AIG) Index raten wir derzeit ab. Sie sind nicht roll-optimiert und versprechen daher geringere Renditen in einem Contango Markt.

Immobilien: Eine Direktanlage in Immobilien war in der Vergangenheit auch über lange Zeiträume eine gute Absicherung gegen Inflation. Ausgaben für Unterkunft machen mehr als 40% des amerikanischen Warenkorb zur Berechnung von Inflation aus. Eine hypothekenfinanzierte Immobilie bietet den doppelten Vorteil, dass der Preis der Immobilie steigt während die Hypothek real schrumpft.

US Hauspreise und Inflation (1975 – 2009)



Börsennotierte Immobiliengesellschaften (REITS) eignen sich weniger als Inflationsschutz. Zwar besteht eine hohe positive Korrelation zwischen Immobilienpreisen und dem allgemeinen Preisniveau – oft sind die Mietverträge für Gewerbeimmobilien direkt an die Inflation gekoppelt. Allerdings variiert dieser Zusammenhang sehr, weil die Preise für Büroimmobilien auch starken zyklischen Schwankungen unterliegen.

Aktien: Aktien sind in einem wachstumsfreundlichen Umfeld mit Inflationsraten in der Nähe der Preisstabilität (VP Bank Szenario) attraktiv. Im hochinflationären Umfeld der 1970er Jahre boten Aktien keinen Schutz. Ein solches Umfeld ist wachstumsfeindlich, reduziert also die erwarteten Unternehmensgewinne. So konnten US Aktien von August 1973 bis September 1978 gerade mal Kurssteigerungen von 23% aufweisen, während die Kaufkraft um rund ein Drittel einbrach. Innerhalb des Aktienuniversums haben es Unternehmen mit einer starken Marktstellung einfacher, inflationsbedingte Preiserhöhungen durchzusetzen. Die Versorger (Utilities) profitieren in der Regel zusätzlich von ihrem hohen Fremdfinanzierungsgrad (inflationsbedingter realer Schuldenabbau). Rohstoffproduzenten (Materials), Minen- (Mining) und Energieunternehmen (Energy) sind durch ihre Positionierung am Beginn der Wertschöpfungskette zunächst vor höheren Einkaufspreisen geschützt.

Eine Investition in Aktienindizes von Rohstoffländern (Kanada, Australien) stellt eine Alternative zur Einzeltitel- bzw. Brancheninvestition dar.

Fazit

Eine galoppierende Inflation ist weiterhin sehr unwahrscheinlich. Wir gehen von Preisstabilität aus. Im Rahmen der Erholung bieten Aktien daher hinreichenden Inflationsschutz aufgrund attraktiver erwarteter Renditen.

Als Schutz gegen überdurchschnittliche Teuerungsraten eignen sich TIPS am zuverlässigsten. Am konjunkturellen Aufschwung nimmt der Anleger allerdings nicht teil. Kursschwankungen beeinflussen die realen Renditen. Rohstoffinvestitionen können über kurze Zeit beides bieten – Inflationsschutz und Beteiligung am Aufschwung, allerdings bei den hohen Kursschwankungen nicht garantiert. Bei allen vorgestellten Anlagemöglichkeiten darf das anlagespezifische Risiko nicht vernachlässigt werden.

Inflationsschutz verschiedener Anlageklassen:

Anlageklasse	Inflationsschutz	Anmerkungen
Cash	↓	
Anleihen	↓	kurze Laufzeiten & Floating Rates bevorzugen. Keine langlaufenden Staatsanleihen
Inflationsgeschützte Anleihen	↑	zuverlässiger Schutz vor Inflation, aber Zinsänderungsrisiko.
Wandelanleihen	↗	Aktienkomponente schützt teilweise vor Inflation.
Aktien	↗	Materials (Mining) & Utilities bieten besten Schutz. Unternehmen mit Preismacht & Rohstoffländer bevorzugen
Immobilien	↗	Hypothekenfinanzierte Direktanlagen bieten langfristig guten Schutz
Rohstoffe	↗	guter kurzfristiger Schutz bei Gold. Langfristig schützen Rohstoffindizes

Quelle: VP Bank

Die VP Bank Gruppe

Die Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA), Heiligkreuz 8, Postfach 684, LI-9490 Vaduz, www.fma-li.li.

Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft

Aeulestrasse 6 - LI-9490 Vaduz - Liechtenstein

Tel +423 235 66 55 - Fax +423 235 65 00

info@vpbank.com - www.vpbank.com - MwSt.-Nr. 51.263 - Reg.-Nr. FL-0001.007.080

VP Bank (Schweiz) AG

Bahnhofstrasse 3

Postfach 2993

CH-8022 Zürich

Schweiz

Tel +41 44 226 24 24

Fax +41 44 226 25 24

info.ch@vpbank.com

IFOS Internationale Fonds Service Aktiengesellschaft

Aeulestrasse 6

LI-9490 Vaduz

Liechtenstein

Tel +423 235 67 67

Fax +423 235 67 77

ifos@vpbank.com

IGT Intergestions Trust reg.

Aeulestrasse 6

LI-9490 Vaduz

Liechtenstein

Tel +423 233 11 51

Fax +423 233 22 24

igt@vpbank.com

VP Bank (Luxembourg) S.A.

Avenue de la Liberté 26

LU-1930 Luxembourg

Luxemburg

Tel +352 404 770-1

Fax +352 481 117

info.lu@vpbank.com

VPB Finance S.A.

Avenue de la Liberté 26

LU-1930 Luxemburg

Luxemburg

Tel +352 404 777 383

Fax +352 404 777 389

info.lu@vpbank.com

VP Bank and Trust Company (BVI) Limited

3076 Sir Francis Drake's Highway

Road Town, Tortola

VG-British Virgin Islands

Tel +1 284 494 11 00

Fax +1 284 494 11 99

info.bvi@vpbank.com

VP Vermögensverwaltung GmbH

Theatinerstrasse 12

DE-80333 München

Deutschland

Tel +49 89 21 11 38-0

Fax +49 89 21 11 38-99

info@vpvv.de, www.vpvv.de

Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft

Hong Kong Representative Office

Suites 1002-1003

Two Exchange Square

8 Connaught Place

Central - Hong Kong

Tel +852 3628 99 99

Fax +852 3628 99 11

info.hk@vpbank.com

VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd.

Suites 1002-1003

Two Exchange Square

8 Connaught Place

Central - Hong Kong

Tel +852 3628 99 00

Fax +852 3628 99 55

info.hkwm@vpbank.com

VP Bank (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place

#42-01 Republic Plaza

Singapore 048619

Tel +65 6305 0050

Fax +65 6305 0051

info.sg@vpbank.com

VP Bank (Switzerland) Limited Moscow Representative Office

World Trade Center

Entrance 7, 5th Floor, Office 511

12 Krasnopresnenskaya Emb.

RU-123610 Moscow

Russian Federation

Tel +7 495 967 00 95

Fax +7 495 967 00 98

info.ru@vpbank.com

VP Wealth Management (Middle East) Ltd.

Dubai International Financial Centre

The Gate Village

Building no 5

4th Floor, Unit 8

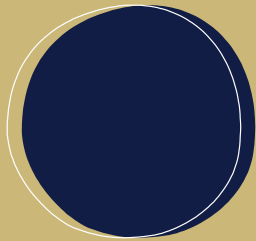
Dubai

United Arab Emirates

Tel +971 4 425 9250

Fax +971 4 425 9240

info.ae@vpbank.com



Wichtige Hinweise / Disclaimer

Diese Publikation wurde von unseren Mitarbeitern aufgrund von Informationsquellen erstellt, welche von uns als zuverlässig eingestuft werden. Obwohl wir bei der Erstellung dieser ausschliesslich zu Ihrer Information dienenden Publikation die grösstmögliche Sorgfalt walten lassen, können wir keine Garantie oder Zusicherung für die Vollständigkeit, Aktualität oder Richtigkeit des Inhalts dieser Publikation abgeben.

Die vorliegende Informationsschrift stellt insbesondere weder eine Offerte noch ein Angebot, aber auch keine Aufforderung zur Offertstellung oder ein öffentliches Inserat dar, welches zu Transaktionen mit den beschriebenen Produkten auffordert. Bezüglich der Gefahren, die Sie im Zusammenhang mit allfälligen Anlagen zu berücksichtigen haben, verweisen wir auf die Broschüre „Risiken im Effektenhandel“ des Liechtensteinischen Bankenverbandes und empfehlen, sich durch eine qualifizierte Fachperson (Kundenbetreuer) beraten zu lassen.

Abschliessend lehnen wir jegliche Haftung für sämtliche Schäden respektive Verluste, welche auf der Grundlage der in dieser Publikation enthaltenen Informationen geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

© VP Bank Gruppe