



Hamburgisches
WeltWirtschafts
Institut

SACHWERTE

Strategie 2030

VERMÖGEN UND LEBEN IN
DER NÄCHSTEN GENERATION.

— EINE INITIATIVE —

— DES HAMBURGISCHEN —

WELTWIRTSCHAFTSINSTITUTS

UND DER BERENBERG BANK

Privatbankiers  *gegründet 1590*

BERENBERG BANK

Joh. Berenberg, Gossler & Co. AG



Hamburgisches
WeltWirtschafts
Institut

Sachwerte

Strategie 2030

VERMÖGEN UND LEBEN IN
DER NÄCHSTEN GENERATION.
— EINE INITIATIVE —
— DES HAMBURGISCHEN —
WELTWIRTSCHAFTSINSTITUTS
UND DER BERENBERG BANK

Privatbankiers  *gegründet 1590*

BERENBERG BANK

Joh. Berenberg, Gossler & Co. K.G.

»Berenberg Bank · HWWI: Strategie 2030 – Sachwerte«
ist eine gemeinsame Studie der
Berenberg Bank · Neuer Jungfernstieg 20 · 20354 Hamburg und des
HWWI Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut · Heimhuder Straße 71 · 20148 Hamburg

Autoren:

Berenberg Bank: Olga Antonova, Cornelia Koller, Theres Lessing, Wolfgang Pflüger, Dr. Jörn Quitzau, Jürgen Raeke, Dorje Wulf

HWWI: Prof. Dr. Alkis Henri Otto, Prof. Dr. Henning Vöpel

Schlussredaktion: Alexa Reinck (Berenberg Bank)

Stand: August 2012

Wir haben uns bemüht, alle in dieser Studie enthaltenen Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu verarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden.

Bezug über:

Berenberg Bank · Unternehmenskommunikation

Neuer Jungfernstieg 20 · 20354 Hamburg

Telefon +49 40 350 60-410 · Telefax +49 40 350 60-907 · E-Mail: presse@berenberg.de

ISSN: 2190-6556

**»Geld erwerben erfordert Klugheit,
Geld bewahren erfordert eine gewisse Weisheit,
und Geld schön auszugeben ist eine Kunst«**

BERTHOLD AUERBACH, DEUTSCHER SCHRIFTSTELLER, 1812–82

Strategie 2030 – das ist der Titel einer Forschungsreihe, die unser Haus seit 2005 gemeinsam mit dem Hamburgischen WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) herausgibt. Wir möchten mit diesen Studien Trends aufzeigen, die uns schon jetzt beschäftigen, aber auch Auswirkungen auf morgen haben werden. Denn unser Verhalten von heute wird das Leben der nächsten Generation entscheidend bestimmen und beeinflussen.

Die Welt befindet sich in einem immer schnelleren Wandel – hervorgerufen durch fortgesetzte Technologiesprünge, ein rasant wachsendes Wissen und eine globalisierte Wirtschaft. Dabei beeinflussen sich die politischen, gesellschaftlichen, technologischen und wirtschaftlichen Veränderungen gegenseitig – mal verstärkend, mal bremsend – und werden so in der Wahrnehmung der Menschen immer komplexer, auch im Sinne von weniger greifbar. Dies gilt umso mehr, als sie weit in die Zukunft reichen, im Falle des demografischen Wandels sogar generationenübergreifend wirken.

Vor diesem Hintergrund widmen wir die Schriftenreihe »Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation« langfristigen volkswirtschaftlichen Fragestellungen und beschäftigen uns jenseits klassischer Finanzmarktthemen mit gesellschaftlichen Wandlungsprozessen. Die Studien vereinen die Expertise von über unsere Landesgrenzen hinaus anerkannten Wirtschaftsforschern mit den umfassenden Erfahrungen eines traditionsreichen und führenden Privatbankhauses.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre!

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	7
Teil A: Anlegen in Sachwerte – Trends und Perspektiven	10
1 Einleitung	11
2 Asset Allocation	12
3 Sachwerte: Begriff und Abgrenzung	15
4 Rohstoffe	16
4.1 Zyklusdauer und Preisverhalten	16
4.2 Die Rohstoffintensität Indiens und Chinas	18
4.3 Die Angebotsseite: Investitionen und Reserven versus Ressourcen	18
4.4 Gold – bestechende Eigenschaften	20
4.4.1 Notenbankgeld, Papiergeld und Gold	21
4.4.2 Der Goldpreis aus Euro-Anlegersicht seit 1986	21
4.4.3 Gold und Deflation	22
4.4.4 Euro-Misstrauen	23
4.4.5 Fazit: Rohstoffe/Gold	23
5 Infrastrukturinvestitionen: Großes Potenzial – große Finanzierungslücke	24
5.1 Das Potenzial ist riesig	24
5.1.1 Emerging Asia	26
5.1.2 Afrika	28
5.1.3 Industrieländer	28
5.2 Die Finanzierungslücke ist groß	29
5.2.1 Chancen für Unternehmen	29
5.2.2 Infrastrukturinvestments zur Portfoliodiversifikation	30
6 Immobilien	31
6.1 Gesamtwirtschaftliches Umfeld	31
6.1.1 US-Immobilienblase: Weltwirtschaftskrise und wankende Staaten	31
6.1.2 Vertrauen in Finanzsystem stark angekratzt: Flucht in Sachwerte	31
6.1.3 Immobilienpreise: Sonderfall Deutschland	32
6.2 Anlagemöglichkeiten	33
6.2.1 Direktinvestitionen	33
6.2.2 Offene Immobilienfonds	33
6.2.3 Geschlossene Immobilienfonds	34
6.2.4 Immobilien-AGs und REITs	35

7	Ackerland und Forstwirtschaft	35
7.1	Ackerland	35
7.2	Forstwirtschaft	37
7.3	Anlagemöglichkeiten	40
8	Diamanten	42
8.1	Qualitätskriterien	42
8.2	Von der Mine an den Finger	43
8.3	Produktion und Produzenten	43
8.4	Angebot und Nachfrage	45
8.5	Der letzte Schritt zum Kunden	46
8.6	Preisbildung und Preisentwicklung	46
8.7	Investments in Diamanten?	48
9	Die Kunst, in Kunst zu investieren	49
9.1	Definition und Marktsegmente	49
9.2	Der Kunstmarkt in Zahlen	50
9.3	Die Internationalisierung des Kunstmarktes	51
9.4	Preisbildungsfaktoren	51
9.5	Datenmaterial und Renditen	52
9.6	Kunst als Sachwert	55
9.7	Anlagemöglichkeiten	56
10	Luxus	58
10.1	Merkmale von Luxusgütern	58
10.2	Tendenzen in der Luxusbranche	59
10.3	Anlagemöglichkeiten	63

Teil B: Theoretische Grundlagen	64
11 Das Vermögensportfolio	65
11.1 Sachwerte als Teil des Vermögensportfolios	65
11.2 Preise von Vermögensgütern	68
12 Inflation und Vermögenspreise	70
12.1 Ursachen und Kosten von Inflation	70
12.2 Aktuelle Entwicklungen: Finanzkrise, Staatsschuldenkrise und Inflationsrisiken	74
13 Risiken von Anlagen in Sachwerten	80
13.1 Ertragsrisiken	80
13.1.1 Zur Entwicklung der fundamentalen Faktoren	81
13.1.2 Kurzfristige Preisbildung	82
13.2 Weitere Risiken	87
Literatur- und Quellenverzeichnis	89

Zusammenfassung

Mit Ausbruch der globalen Finanzkrise vor vier Jahren ist es an vielen Vermögenmärkten zu erheblichen Verwerfungen gekommen. Zugleich hat sich im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise gezeigt, dass auch die bislang als sicher geltenden Staatsanleihen einem substantziellen Ausfallrisiko ausgesetzt sind. Unkonventionelle Geldpolitik in den USA und im Euroraum hat zudem Befürchtungen über künftig steigende Inflationsraten ausgelöst. Angesichts dieser Entwicklungen stellen sich viele Anleger die Frage, wie das eigene Vermögen vor den gestiegenen Risiken geschützt werden kann. Vielfach werden in solchen Zeiten »Sachwerte« als Anlage empfohlen, weil sie vergleichsweise stabil sind, vor Inflation schützen und ihre Wertentwicklung nur gering mit anderen Anlageklassen korreliert.

Langfristig werden Vermögenspreise durch sogenannte fundamentale Faktoren bestimmt. So reflektieren etwa die Immobilienpreise den demografischen Wandel und die allgemeine Einkommensentwicklung. Kurzfristig können Märkte aber durch Herdenverhalten und durch sich selbst erfüllende Prophezeiungen übertreiben, es können also Preisblasen entstehen. Zudem weist jedes Sachwert-Segment Besonderheiten auf, über die Investoren informiert sein müssen. Andernfalls könnten die mit Sachwertinvestments verbundenen hohen Erwartungen enttäuscht werden.

Im Rahmen dieser Studie beleuchten wir die Themen Rohstoffe (mit dem Schwerpunkt Gold), Infrastruktur, Immobilien, Ackerland und Forstwirtschaft, Diamanten, Kunst und Luxus. Neben dem allgemeinen Marktumfeld zeigen wir auch Möglichkeiten auf, in die einzelnen Märkte zu investieren.

Rohstoffe: Ein Rohstoff-Investor braucht vor allem zwei Dinge: einen langen Atem und gute Nerven. Ein wesentliches Charakteristikum von Rohstoff-Zyklen liegt in deren extremer Länge von bis zu 40 Jahren. Momentan erlebt die Welt den vierten Rohstoff-Superzyklus, der im Jahr 2000 begonnen hat. Trotz der gestiegenen Preise gilt: Industriell genutzte Rohstoffe sind nicht wirklich knapp. Es ist lediglich eine Frage des absoluten Preisniveaus, wann und wie die vorhandenen reichhaltigen Ressourcen erschlossen und verfügbar gemacht werden. Das dann steigende physische Angebot wird, wie schon immer in den vergangenen 160 Jahren, die Wende zu wieder fallenden Notierungen bringen. Rohstoff-Anleger können jedoch mit gutem Grund davon ausgehen, dass dieser Zeitpunkt möglicherweise nicht vor dem Ende der laufenden Dekade erreicht wird.

Infrastruktur: Der weltweite Bedarf an Infrastrukturinvestitionen ist enorm. Die Finanzierung von Ausbau und Erhalt der Infrastruktur aber kostet Geld. Geld, das in einem Umfeld weltweit hoch verschuldeter Staaten öffentlich nur bedingt zur Verfügung steht. Bereits heute beläuft sich die weltweite Finanzierungslücke auf mindestens eine, eher sogar zwei Billionen US-Dollar pro Jahr. Sie dürfte sich künftig noch weiter ausdehnen. Privat finanzierte und betriebene Infrastruktur gewinnt vor diesem Hintergrund immer stärker an Bedeutung. Vor allem für den langfristig orientierten Privatanleger bieten sich Infrastrukturinvestments als interessante Portfoliobeimischung an.

Immobilien: Nach einer langen Durststrecke haben die Preise für Immobilien in Deutschland zuletzt zum Teil kräftig zugelegt. Anleger investieren in unsicheren Zeiten in »Beton-Gold«. Studien kommen allerdings zu dem Ergebnis, dass die gestiegenen Preise noch kein Anzeichen für eine Blase sind. Ironie der Geschichte: Eine geplatze Immobilienblase in den USA ist der Grund dafür, dass Anleger heute zunehmend Zuflucht in Immobilien suchen, um ihr Vermögen vor Verlusten zu schützen.

Ackerland und Forstwirtschaft: Die Nachfrage nach Agrarrohstoffen ist in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Dafür gibt es viele gute Gründe: So gilt es, immer mehr Menschen zu ernähren. Die Weltbevölkerung soll bis zum Jahr 2030 um rund 1,4 Mrd. auf dann 8,3 Mrd. wachsen. Auch der steigende Wohlstand in den Schwellenländern wird die Nachfrage erhöhen und verändern. Mit zunehmendem Wohlstand steigt der Fleischkonsum, und die dafür notwendige Viehzucht erfordert wiederum den zusätzlichen Anbau von Getreide als Futtermittel. Und schließlich hat sich bei den Agrarrohstoffen eine neue Flächen- und Verwendungskonkurrenz entwickelt: Agrarprodukte werden nicht mehr nur als Lebensmittel, sondern auch als Biokraftstoff genutzt. Gemäß Angaben der Welternährungsorganisation wird die Lebensmittelproduktion bis zum Jahr 2050 um rund 70 % steigen. Diese Faktoren lassen künftig höhere Erträge erwarten – aus dem operativen Betrieb oder aus der Verpachtung von Flächen. Waldinvestments verhalten sich hinsichtlich des Kapitalgewinns ähnlich wie Immobilieninvestments: Der größte Teil des Ertrages fließt am Ende, wenn die Bäume geschlagen oder die Flächen verkauft werden. Erträge aus der Verpachtung der Waldflächen sowie mögliche Zahlungsströme aus dem Emissionshandel bei Forstflächen in Entwicklungsländern runden das Bild ab. Einschlägige Indizes belegen, dass die Preise für Ackerland und für Wälder in der Vergangenheit bereits deutlich stärker gestiegen sind als Aktienkurse.

Diamanten: Diamanten bieten auf kleinstem Raum die größte Komprimierung von Vermögen. Die beste Qualität von Einkarättern mit einem Gegenwert von 1 Mio. US-Dollar hat ein Gewicht von nur 28 g. Gold im gleichen Gegenwert wiegt bereits gut 19 kg. Die Geldanlage in Diamanten ist attraktiv, sie erfordert aber auch eine Reihe spezieller Kenntnisse: So sind im Großhandel Preisaufschläge von 30–60 % zu tragen. Ohne Insiderkontakte wird es kaum gelingen, diese Marge entscheidend zu verkleinern. Für die kommenden Jahre gehen Prognosen von einer über das Angebot hinaus steigenden Nachfrage und damit von weiter steigenden Preisen aus. Diese Prognosen beziehen sich rein auf die Nachfrage nach Diamanten für die Schmuck- und Industrieproduktion und beinhalten noch keinerlei Investmentanteil. Es wird von Experten erwartet, dass diese zusätzliche Nachfrage die Lücke noch deutlich weiter erhöhen dürfte.

Kunst: Immobilien und Gold haben einen Materialwert. Der Wert von Kunstwerken wäre demnach theoretisch die Summe aus den Preisen für die Produktionsfaktoren Farbe, Leinwand, Rahmen

und Entlohnung für den Künstler. Kunst ist allerdings ein untypischer Sachwert. Denn in seiner Welt zählt der geistige, künstlerische Inhalt, der auf der intellektuellen Fähigkeit des Künstlers beruht. Ein Kunstwerk ist dann wertvoll, wenn es einzigartig, nicht reproduzierbar und durch Originalität gekennzeichnet ist. Der Wert eines Bildes wird demnach primär durch den Namen des Künstlers bestimmt. Der Gedanke »Flucht in die Sachwerte« ist für den modernen Kunsthandel von besonderer Wichtigkeit. Tatsächlich gibt es Kunstwerke, die einen Zufluchtsort darstellen, der auch Weltkriege überdauern kann. Der Geldüberhang in den höchsten Vermögens- und Einkommensschichten wartet auf Anlage. Und Kunst bietet die Möglichkeit, auf wenig Raum viel »Wert« zu transportieren, und das leichter als mit Gold. Im Vergleich zu den Kapitalmärkten ist der Kunstmarkt insgesamt durch ausgeprägte Informationsasymmetrien zwischen Marktinsidern und Außenstehenden sowie durch Intransparenz gekennzeichnet. Allerdings hat die Globalisierung den Kunstmarkt erreicht, was die Effizienz des Kunstmarktes erhöhen dürfte.

Luxus: Die seit Jahren überdurchschnittlich hohen Wachstumsraten charakterisieren die Luxusbranche als konjunkturresistenten Wachstumsmarkt mit großem Investitionspotenzial. Vor allem langfristig orientierten Anlegern bieten sich hier attraktive Möglichkeiten. Luxus kann in drei Bereiche unterteilt werden. Der klassische Luxus umfasst die Produktkategorien Mode und Accessoires, Uhren und Schmuck, Parfum und Kosmetik sowie Wein und Spirituosen. Dem erweiterten Luxus werden die Branchen Autos, Küchen, Yachten und Häuser zugeordnet. Der neue Luxus schließt Fashion Electronics, Wellness und Urlaub sowie Kunst und Design ein.

Teil A:

Anlegen in Sachwerte – Trends und Perspektiven

Berenberg Bank

1 Einleitung

Die Lage an den Finanz- und Vermögensmärkten ist auch vier Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise für Anleger unübersichtlich. Obwohl die Folgen der Spekulationsblase an den amerikanischen und europäischen Immobilienmärkten zu erheblichen Vermögensabschreibungen und der Insolvenz von Unternehmen der Finanzbranche geführt haben, hat sich die Lage an den Finanzmärkten nicht beruhigt. Die Krise hat inzwischen auf die Staaten übergegriffen, weil sich diese mit zahlreichen Rettungsaktionen erhebliche Haushaltsrisiken aufgeladen haben. Dies sorgt für Verunsicherung.

Eine nicht unerhebliche Rolle spielt auch die Geldpolitik. So veranlasst die Krise der Europäischen Währungsunion die Europäische Zentralbank (EZB), den bereits bei Ausbruch der Krise im Jahr 2008 beschrittenen Pfad einer äußerst expansiven Geldpolitik weiter zu beschreiten, um die Finanzmärkte und die Europäische Währungsunion vor einem Kollaps zu bewahren. Wenngleich die schwache Konjunktur sowie die moderate Kreditvergabe eine rasche Ausweitung der Geldmengen und damit inflationäre Entwicklungen in den Volkswirtschaften derzeit bremsen, droht bei einer wirtschaftlichen Erholung angesichts des reichlichen Angebots an Zentralbankgeld ein Anstieg der Inflation. Zwar kann die der Preisstabilität verpflichtete EZB einen Anstieg der Inflationsrate durch den Entzug von Liquidität bekämpfen, jedoch bestehen Zweifel, ob ein derartiger geldpolitischer Schritt angesichts der unterschiedlichen Ausmaße der Wirtschaftskrise und der Asynchronität der Wirtschaftsentwicklungen in den Mitgliedsländern rechtzeitig und energisch genug vollzogen wird.

Die Furcht vor Inflation befördert daher das Interesse an Sachwerten, denen eine Schutzfunktion vor Anstiegen des allgemeinen Preisniveaus zugeschrieben wird. Das Interesse an Sachwerten ist auch gestiegen, da ein Teil der bisher als sicher erachteten staatlichen Anleihen erhebliche Ausfallrisiken aufweist und weiterhin als sicher geltende Anleihen historisch niedrige Verzinsungen (mit zum Teil negativen Realzinsen) bringen.

Doch auch der Erwerb von Sachwerten, dies hat die Immobilienkrise in den USA und in einigen europäischen Staaten gezeigt, ist mit Risiken für Anleger und Volkswirtschaften verbunden. Ziel der vorliegenden Studie ist es daher, Sachwerte hinsichtlich ihrer Potenziale und Risiken näher zu betrachten.

2 Asset Allocation

Bei einer Portfoliooptimierung, die Sachwerte mit einbezieht, ist zu berücksichtigen, dass Sachwerte in der Regel keiner permanenten Bewertung unterliegen und zudem die Veräußerungsmöglichkeit eingeschränkt ist. Damit muss neben einer Diversifizierung unter Rendite-Risiko-Aspekten zusätzlich der Anteil des Vermögens definiert werden, der langfristig überhaupt investiert werden kann.

Das berühmteste Beispiel für eine stark sachwertorientierte Asset Allocation ist das Stiftungsvermögen der Yale University, das von David Swensen seit 1985 gemanagt wird und sich von ursprünglichen 1,3 Mrd. US-Dollar auf aktuell 19,4 Mrd. US-Dollar erhöht hat.¹ Die Rendite von fast 14 % p. a. ist außergewöhnlich und erreichte auch in den schwierigsten Kapitalmarktjahren der letzten zehn Jahre eine Nettodurchschnittsrendite von 10,1 % p. a.,² Erfolgsgarant war die sehr hohe Gewichtung wenig liquider Sachwertinvestments (»Liquidität kostet Rendite«) mit einem großen Anteil von Substanzwerten. Cash und Anleihen bilden nur eine vernachlässigbare Größe im Portfolio. In der Finanzkrise geriet auch für Yale das Geschäftsjahr 2008/2009 zu einem katastrophalen Anlagejahr und erstmals wurde ein Portfolioverlust realisiert, der mit 24,6 % unerwartet hoch war. Swensen stellte sich der Kritik und überprüfte seinen kompletten Investmentansatz. Er kam zu dem Ergebnis, dass es sich bei der Finanzkrise um ein *Once in a lifetime*-Ereignis handle. Es mache keinen Sinn, eine langfristige Kapitalanlagestrategie explizit nur auf solch seltene und unwahrscheinliche Ereignisse auszurichten. Im 26. Jahr seines Wirkens ergibt die bewährte Kombination von quantitativen Analysen und aktueller Marktbeurteilung folgende Zielgrößen für die Asset-Klassen im Yale-Portfolio:

1 Vgl. Yale Endowment Report (2011), S. 2.

2 Vgl. ebenda, S. 4.

Die Asset-Klassen im Yale-Portfolio, 2011

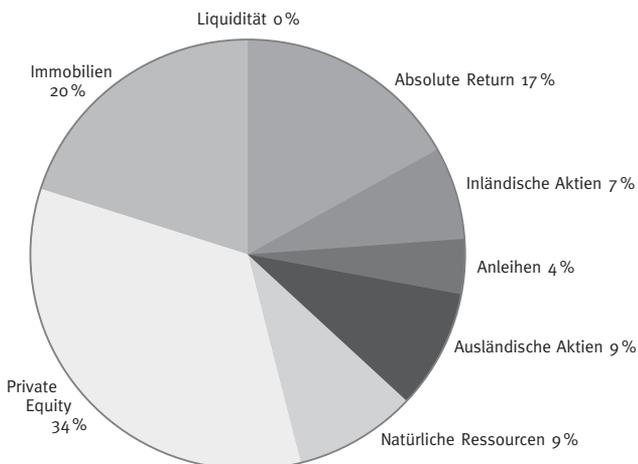


Abb. 1

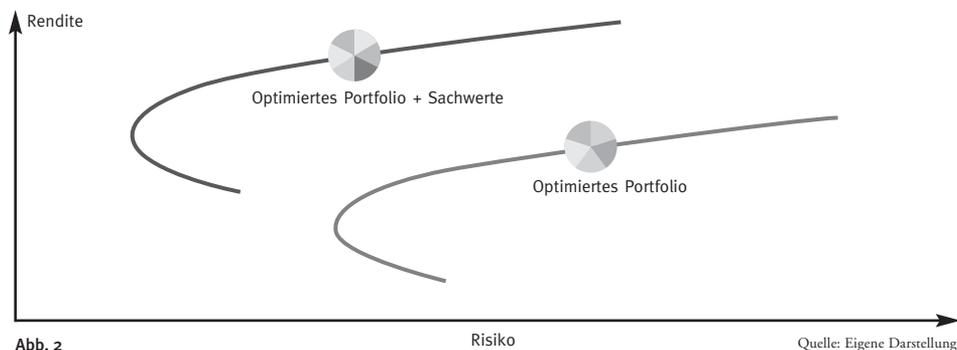
Quelle: Yale Endowment Report (2011), S. 7.

Bewertet man diese Fähigkeiten, verfügen nur wenige Institutionen über vergleichbare intellektuelle und quantitative Ressourcen, um einen vergleichbar hohen Anlageerfolg wie Yale zu erzielen. Doch selbst wenn man dies berücksichtigt und das Renditeziel um einige Prozentpunkte senkt, bleibt das Ergebnis sehr attraktiv.

Folgerungen für die Asset Allocation

Vor der Optimierung eines bestehenden Vermögens sollte zunächst der prozentuale Anteil definiert werden, der zur langfristigen Anlage (zehn Jahre und länger) zur Verfügung steht. Anschließend kann eine Aufteilung gemäß (erweiterter) Portfoliotheorie nach Markowitz vorgenommen werden. Nachfolgend ist der Effekt durch Hinzufügung weiterer (sachwertbezogener) Anlageklassen idealtypisch dargestellt. Die Effizienzlinie verschiebt sich nach links oben, also reduziert sich das Risiko bei gleichzeitiger Renditeerhöhung.

Rendite-Risiko-Verteilung im optimierten Portfolio



Die nachfolgende Grafik zeigt eine Allokation, wie sie im aktuellen Marktumfeld für einen chancenorientierten Anleger umgesetzt werden könnte. 39 % sind in illiquiden, 61 % in liquiden Werten angelegt. 68 % sind sachwertorientierte, 32 % nominalwertorientierte Investments.

Unter »Immobilien« werden in der konkreten Umsetzung Anlagen aus den verschiedenen Immobiliensegmenten subsumiert: Wohnimmobilien, Einzelhandels- und Büroimmobilien. Dazu gehört auch Infrastruktur (zum Beispiel Häfen), die je nach Phase und Ausgestaltung der Investition Private-Equity-ähnlichen oder immobilienähnlichen Charakter (zum Beispiel Parkhäuser) hat. »Farmland« ist landwirtschaftlich bewirtschafteter Grund und Boden.

Chancenorientiertes Portfolio

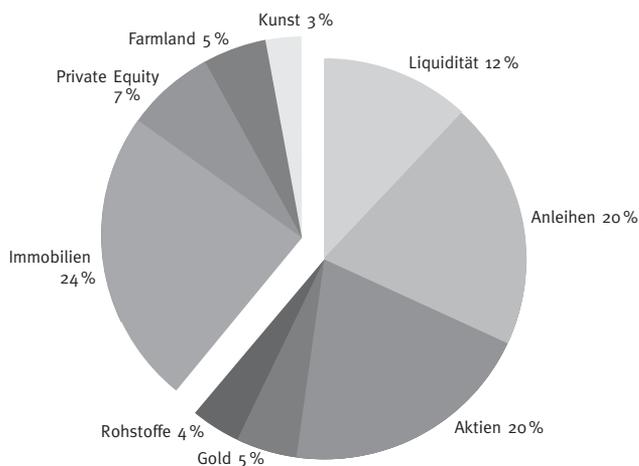


Abb. 3

Quelle: Eigene Darstellung.

Die Kennziffern dieses Portfolios:

Rendite p. a. vor Steuern	5,8 %
Value at Risk (99 %)	7,8 %
Conditional Value at Risk	9,0 %
Größter Verlust (Mai 2008 bis Februar 2009)	10,7 %

Liquidität hat nicht nur Vorteile und Illiquidität nicht nur Nachteile. Ein spürbarer Sachwertanteil gehört im aktuellen Marktumfeld in jedes gut gemischte Vermögensportfolio. Wer sich dauerhaft auf zukünftige Krisen einstellt und nur noch defensive und liquide Anlagen tätigt, wird im nächsten Zyklus steigender Kurse hohe Opportunitätsverluste einfahren, die nicht wieder aufzuholen sind. Es bleibt dabei: Ein professionell diversifiziertes Portfolio hat im Ergebnis ein besseres Chancen-Risiko-Verhältnis als ein rein zufällig zusammengestelltes und wenig diversifiziertes. Die Basis dafür bleibt die strategische Asset Allocation, die als langfristige Orientierung dient und zudem alle wesentlichen individuellen Bedingungen des Anlegers berücksichtigt.

3 Sachwerte: Begriff und Abgrenzung

Der Begriff »Sachwerte« lässt sich unterschiedlich abgrenzen und definieren. Eine strikt materielle Sichtweise kennt das deutsche Recht, dargelegt im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB § 90 ff.). Sachwerte können demgemäß unter anderem »körperliche Gegenstände« wie Immobilien (»unbewegliche Sachen«) sein.

Wird auf den wirtschaftlichen Nutzen abgestellt, steht neben der physischen Form (Maschinen, Gebäude, Land) auch die Art der Ertragsgenerierung im Vordergrund. Es handelt sich dann um Sachen, denen nicht nur kurzfristig (wie bei Konsumgütern) ein Gebrauchswert beigemessen werden kann, sondern die darüber hinaus mit hoher Wahrscheinlichkeit auch zukünftig einen persönlichen Nutzen versprechen. Dazu zählen dann auch Aktien und Edelmetalle.³

Investitionen in Sachwerte folgen in erster Linie dem Bestreben nach individuellem Kapitalerhalt und der Risikominderung. Erst danach geht es um den Vermögensaufbau. Die vergangenen zwölf Jahre haben in ihrer zeitlich stets dichteren Abfolge krisenhafter Erscheinungen diesen Wunsch immer dringlicher erscheinen lassen. Erst platzte die Dotcom-Blase der New Economy (2000–2002), nur um sogleich vom zweiten Irak-Krieg (2003) abgelöst zu werden. Dann kollabierten die Immobilienpreise innerhalb der angloamerikanischen Volkswirtschaften (USA, Großbritannien, Irland) sowie in Spanien (seit 2007). Das wiederum brachte einander bedingend erst das globale Finanzsystem, dann die Staatsschuldenfinanzierung und zuletzt das europäische Währungsgebilde ins Wanken (seit 2009). Dabei lösten sich eher inflationär geprägte Phasen (wenngleich nur kurze) mit stark rezessiven Perioden (die »Große Depression« 2008/ 2009) ab.

In den folgenden Abschnitten wird untersucht, inwieweit die wichtigsten Sachwerte-Kategorien die ihnen oftmals zugesprochenen Schutzfunktionen erfüllen können. Im Mittelpunkt stehen dabei Rohstoffe/Edelmetalle, Infrastruktur, Luxusgüter/Diamanten, Kunst sowie Forst-/Agrarinvestments.

³ Eine gute Übersicht fand sich im Juli 2012 im Internet unter <http://www.investorwissen24.de/boersenlexikon/s/news/sachwerte>.

4 Rohstoffe

4.1 Zyklusdauer und Preisverhalten

Als Rohstoff-Investor braucht man neben dem nötigen Anlagekapital vor allem zwei Dinge: einen langen Atem und gute Nerven. Ein wesentliches Charakteristikum von Rohstoff-Zyklen liegt in deren extremer Länge von bis zu 40 Jahren. Ein anderes in den enormen Preisausschlägen, die sich zudem intrazyklisch durchaus mehrfach einstellen können.

Bei der Betrachtung der zeitlichen Ausprägung einer kompletten Rohstoffbewegung fällt die große Ähnlichkeit zu den aus der Makroökonomie bekannten »Kondratjew-Zyklen« auf. Der Russe Nikolai Kondratjew veröffentlichte bereits 1926 seine Untersuchungen und Postulate zu den »langen Wellen«, in denen sich wirtschaftliche Entwicklungen vollzogen. Joseph Schumpeter verfeinerte diese Theorien, indem er unter anderem kürzer laufende Konjunkturzyklen identifizierte und deren gegenseitige Überlappung beschrieb.

Lange Wellen werden typischerweise von Innovationsschüben ausgelöst: (1) Eisenbahn/Stahl, (2) Elektrotechnik/Chemie, (3) Kernenergie/Computer/Mobilität und (4) Informationstechnologie/Internet/Kommunikation. Einer anfänglichen, ausgedehnten Wachstumsphase – sie ist von Produktivitäts- und Ertragssprüngen gekennzeichnet – folgt eine Stagnationsperiode. Schließlich kommt es zu einem raschen Abschwung. Stärkere Schwankungen oder Friktionen (Weltwirtschaftskrise, »Lehman-Schock«) sind dabei regelmäßig das Ergebnis sich wechselseitig überlagernder, zeitlich kürzer bemessener konjunktureller Wellen. Drei dieser »Kondratjew-Zyklen« liegen hinter uns. Derzeit bewegen wir uns innerhalb des vierten Langfrist-Aufschwungs.

In einer zu Anfang des Jahres 2012 erschienenen Studie über Rohstoff-Superzyklen seit 1850⁴ kommen die Autoren Bilge Erlen und Antonio Ocampo zu dem Ergebnis, dass ein vierter Rohstoff-Megazyklus im Jahr 2000 begonnen hat und wir uns zwölf Jahre später immer noch innerhalb der Aufschwungsphase befinden. Dabei blieb die Goldpreisentwicklung unberücksichtigt. Das Edelmetall lasse sich aufgrund seiner besonderen Eigenschaften nicht dem Rohstoffsektor zuordnen. Die

Rohstoff-Superzyklen im Überblick

Zyklus	Anfang Jahr	Ende Jahr	Spitze Jahr	Dauer des Zyklus	Dauer des Aufschwungs	Dauer des Abschwungs
1	1814	1932	1917	38 Jahre	23 Jahre	15 Jahre
2	1932	1971	1951	39 Jahre	19 Jahre	20 Jahre
3	1971	1999	1973	28 Jahre	2 Jahre	26 Jahre
4	2000	offen	offen	12 Jahre	12 Jahre	offen

Tab. 1

Quelle: Erlen/Ocampo (2012).

⁴ Vgl. Erlen/Ocampo (2012).

Rohstoff-Superzyklen im Detail

Angaben in %

Zyklus-Hoch	Alle Rohstoffe ohne Öl				
	Jahr	1917	1951	1973	seit 2010
Preisanstieg		50,2	72,0	38,9	81,3
Preisverfall		-54,6	-43,3	-52,5	-
Zyklus-Hoch	Metallpreise				
	Jahr	1916	1929	1956	2007
Preisanstieg		105,7	66,6	98,0	202,4
Preisverfall		-70,2	-51,9	-47,4	-
Zyklus-Hoch	Rohölpreise				
	Jahr	1920	1958	1980	2008
Preisanstieg		402,8	27,4	363,2	466,5
Preisverfall		-65,2	-23,1	-69,9	-

Tab. 2

Quelle: Erlen/Ocampo (2012).

detaillierte Ablaufanalyse führte dabei zu folgenden von uns verallgemeinerten Schlussfolgerungen:⁵

- Die stärksten Preisausschläge zeigte das Rohöl. Die Notierungen für Industriemetalle schwanken etwas weniger intensiv. Sie beginnen ihren An-, aber auch den Abstieg früher als Agrarrohstoffe. Aus unserer Sicht wichtig für Anleger: Die Schwankungen des Industriemetallkomplexes können zu 90 % durch die Bewegungen der Kupferpreise erklärt werden.⁶ Man muss also nicht in einen Korb von Metallen investieren, sondern kann sich auf das »rote Metall« fokussieren.
- Seit 1970 sind Öl- und Metallpreiszyklen zeitlich hoch korreliert ($K = 0,87$). Das bestätigt die Annahme einer überwiegend nachfragegetriebenen Preisentwicklung.⁷
- Bis zum Beginn des laufenden vierten Superzyklus sind die inflationsbereinigten Metall- und Agrarrohstoffpreise von Zyklus zu Zyklus gefallen. Während Öl und Metalle jetzt deutlich höhere historische Preisniveaus erreicht haben, gilt dies für viele Agrarrohstoffe auch bis in das Jahr 2012 hinein nicht. Deren reale Preise haben über mehr als sieben Jahrzehnte nachgegeben und lagen noch immer um ca. 50 % unterhalb des in 1973 erreichten Niveaus.⁸
- Der laufende, vierte Zyklus ist durch die höchsten globalen Wachstumsraten seit Beginn der 70er-Jahre gekennzeichnet. Haupttreiber sind die asiatischen Schwellenländer. Er unterscheidet sich von seinen Vorgängern vor allem durch die Breite des Aufschwungs und durch die besonders ausgeprägten Preisausschläge (vgl. Tab. 2).

Auf der Zeitachse waren Mitte 2012 etwa 60 % der durchschnittlichen Aufschwungsdauer erreicht. Ob es 20 oder mehr Jahre werden können, hängt nach unserer Einschätzung wesentlich davon ab, inwieweit es der BRIC-Gruppe⁹ gelingt, sich in ihrem Wachstumsmuster von den absehbar unterdurchschnittlichen Expansionsraten der entwickelten Welt abzukoppeln. Das Potenzial ist zweifelsohne vorhanden.

5 Vgl. ebenda, S. 8.

6 Vgl. Lombardi/Osbat/Schnatz (2010).

7 Vgl. Erlen/Ocampo, S. 11.

8 Vgl. Adler/Sosa (2011).

9 Darunter werden die großen Schwellenländer Brasilien, Russland, Indien, China verstanden.

4.2 Die Rohstoffintensität Indiens und Chinas

Die chinesische Wirtschaft ist während der vergangenen 25 Jahre im Durchschnitt um 8,5 % p. a. gewachsen. Die wesentlichen Impulse kamen von den Sachinvestitionen. Seit der Jahrtausendwende wurden sie um durchschnittlich 25 % p. a. gesteigert. Sie erreichten damit einen Anteil von 45 % am chinesischen Bruttoinlandsprodukt (BIP). Zum Vergleich: In westlichen Dienstleistungsgesellschaften liegt diese Quote eher zwischen 12 % (USA) und 18 % (Deutschland).

Erfahrungsgemäß ist gerade der Ausbau der Infrastruktur (Verkehr, Energie, Kommunikation) mit einem hohen Rohstoffeinsatz verbunden. China ist hier noch lange nicht am Ende. Es steht die Erschließung der mittleren und westlichen Provinzen an. So sollte der Investitionsboom bis in das kommende Jahrzehnt hineinreichen.

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass im Zuge des Industrialisierungsprozesses der G7-Staaten die Rohstoffnachfrage pro Kopf der Bevölkerung dann Höchstwerte erreichte, wenn das Pro-Kopf-Einkommen die Schwelle von 25 000 US-Dollar überschritt.¹⁰ Im Jahr 2010 kam China hier trotz aller Wachstumserfolge der Vergangenheit erst auf 7 500 US-Dollar/Kopf.

Selbst wenn die Volksrepublik in den kommenden Jahren zunächst einmal »nur« die Rohstoffintensität Südkoreas erreichte, so würde sich der Bedarf bzw. der Verbrauch/die Nachfrage in den kommenden zehn Jahren verdoppeln.¹¹

Indien liegt weit zurück. Die Infrastruktur gilt als erheblich zurückgeblieben. Sie stellt den wesentlichen Engpassfaktor für den wirtschaftlichen Aufholprozess des zweiten Milliardenvolkes der Erde dar. Der Subkontinent weist einen deutlich niedrigeren Urbanisierungsgrad (30 %) auf als China (50 %).¹² Bei einem Pro-Kopf-Einkommen von 3 500 US-Dollar (2010) ist der Rohstoffverbrauch je Einwohner naturgemäß vergleichsweise sehr niedrig. Mit dem Erreichen bestimmter Schwellenwerte könnte sich Indien ab 2015/16 als Hauptimpulsgeber der globalen Rohstoffnachfrage erweisen, so die Autoren des Bank Credit Analyst.

Die ebenfalls als vielversprechend einzustufenden wirtschaftlichen Entwicklungsperspektiven Russlands und Brasiliens dürften in Bezug auf die Rohstoffmärkte und damit deren Preisgestaltung von untergeordneter Bedeutung sein. Beide Länder gelten als außerordentlich rohstoffreich. Die Bedingungen auf der Nachfrageseite für eine Fortsetzung des Aufschwungs an den Rohstoffmärkten bis etwa zum Jahr 2020 scheinen also gegeben.

4.3 Die Angebotsseite: Investitionen und Reserven versus Ressourcen

Wichtige industriell genutzte Rohstoffe zeigten nicht erst seit dem Jahr 2012 Knappheitserscheinungen. Breit diskutierte Sachverhalte kreisten um Begriffe wie *Peak Oil*,¹³ sinkende Mineralisierungsgrade bei steigenden Erschließungskosten, Bestrebungen zu Nationalisierungen oder zumindest Steueranhebungen, Auferlegung von Exportzöllen oder gewaltbereite Streikende. Ihnen allen wohnt

¹⁰ Vgl. Abramson (2011), S. 7.

¹¹ Vgl. ebenda.

¹² Vgl. ebenda, S. 9.

¹³ Darunter versteht man das Phänomen des unumkehrbaren Überschreitens des Fördermaximums von Öllagerstätten.

die Tendenz zu Angebotsverknappungen bzw. kostengetriebenen Preiserhöhungen inne. So verharrte trotz erheblich gestiegener Nachfrage die Minenproduktion von Gold oder Kupfer noch im Jahr 2011 auf dem Stand von 2005.¹⁴

Andererseits berichten die Autoren in derselben Studie von geplanten Investitionen der weltweiten Top 40 Minenkonzerne in neue Vorkommen oder Ausbauprojekte in Höhe von 430 Mrd. US-Dollar bis zum Jahr 2015. Das ist, verglichen mit Rekord-Nettogewinnen dieser Unternehmensgruppe von 130 Mrd. US-Dollar oder einem freien Cashflow von 174 Mrd. US-Dollar, ein großes Investitionsvolumen. Beide Werte stellten in 2011 neue Rekordmarken dar. Könnte hierin der Keim für die unausweichliche Abschwungphase der Rohstoffpreise stecken?

Von grundsätzlicher Bedeutung ist die Erkenntnis, dass Rohstoffe noch nie wirklich knapp gewesen sind und es wohl auch in der Zukunft nicht werden. Zu unterscheiden ist nämlich inhaltlich zwischen den Begriffen der Reserven und der Ressourcen.

Reserven, Ressourcen und die statistische Reichweite

Seit Jahrhunderten keimt immer wieder vorübergehend die Sorge auf, dass der Zeitpunkt kommen könnte, an dem Rohstoffe vollständig ausgebeutet sind. Dennoch: Knappheit ist immer auch eine Frage der betrachteten Zeitskala. So können kurz- bzw. mittelfristige Nachfrage- oder Angebotsschocks zwar eine Unterversorgung von Rohstoffen hervorrufen. Langfristig kann diese jedoch zur Erschließung neuer Lagerstätten, wie zum Beispiel von Manganknollen in der Tiefsee, Ölsanden, in Schiefergestein gebundenen Gas- und Ölvorkommen, arktischem Rohöl oder Innovationen im Rohstoffsektor, anregen.

Um die Verfügbarkeit von Rohstoffen besser bezeichnen zu können, sollte man daher immer zwischen Ressourcen und Reserven unterscheiden. Zwei Begriffe, die fälschlicherweise in der öffentlichen Diskussion zumeist gleichgesetzt werden. *Ressourcen* sind dabei diejenigen Mengen eines Rohstoffs, die zwar nachgewiesen sind, deren Förderung jedoch gegenwärtig wirtschaftlich oder technologisch noch nicht angezeigt oder möglich ist. *Reserven* bilden hingegen nur eine Teilmenge der Ressourcen, und zwar diejenige, die gegenwärtig bereits wirtschaftlich gewinnbar ist. Entscheidend ist, dass Reserven und Ressourcen im Gegensatz zur Ausstattung der Erdkruste mit Rohstoffen mengenmäßig nicht unveränderbar fixiert sind. Dennoch wird die statistische Reichweite, die das Verhältnis der derzeitigen Reserven eines Rohstoffes bei konstanter jährlicher Fördermenge darstellt, oftmals als Indikator für die absolute Knappheit verwendet. Dabei erfüllt der Reichweitenwert eigentlich nur eine ähnliche Funktion wie die Tankanzeige bei Autos: Ein niedriger Wert gilt als Indikator, bald wieder aufzutanken. Somit zeigt er die Notwendigkeit zur Wiederaufnahme oder Verstärkung von Explorationstätigkeiten, aber auch von Innovationen und Substitutionen an.

Der technische Fortschritt spielt eine entscheidende Rolle in der Berechnung zukünftiger Reserven. Technischer Fortschritt oder der Einsatz neuer Werkstoffe und Verfahren (Substitution) ermöglichen eine gesteigerte Ressourcen- und Energieeffizienz, die nicht nur Rohstoffe spart,

¹⁴ Goldsmith/Absolom (2012).

sondern auch CO₂-Emissionen verringern kann. Dadurch wurden beispielsweise in Deutschland während der vergangenen Jahre zwei Drittel der zusätzlichen Wertschöpfung über den Einsatz von Sekundärrohstoffen und daraus folgenden Energieeinsparungen erreicht. Der technische Fortschritt ist daher ein entscheidender Grund dafür, dass die Reserven vieler Rohstoffe im Laufe der Zeit tendenziell eher zu- als abgenommen haben. Zuletzt verfügbare Daten zeigen für den Bereich der Industriemetalle folgenden Stand:

Förderung, Reserven, Ressourcen und Reichweiten von Metallrohstoffen, 2006

Metall	Förderung in Mio. t	Reserven in Mio. t	Ressourcen in Mio. t	Reichweiten in Jahren	
				Reserven	Ressourcen
Bauxit	178,0	25 000	55 000	140	309
Blei	3,5	79	1 500	23	429
Kupfer	15,1	490	2 300	32	152
Nickel	1,6	67	150	42	94
Zink	10,0	180	1 900	18	190
Eisenerz	1 800,0	150 000	800 000	83	444

Tab. 3

Quelle: U.S. Geological Survey Open File Report (2007).

Fazit: Industriell genutzte Rohstoffe sind nicht wirklich knapp. Es ist lediglich eine Frage des absoluten Preisniveaus, wann und wie die vorhandenen reichhaltigen Ressourcen erschlossen und verfügbar gemacht werden. Das dann steigende physische Angebot wird, wie schon immer in den vergangenen 160 Jahren, die Wende zu wieder fallenden Notierungen bringen. Rohstoff-Anleger können jedoch mit gutem Grund davon ausgehen, dass dieser Zeitpunkt möglicherweise nicht vor dem Ende der laufenden Dekade erreicht wird.

4.4 Gold – bestechende Eigenschaften

Gold ist begrenzt vorhanden und nicht beliebig vermehrbar. Ein Blick auf die Reserven und Ressourcen unterstützt diese Sichtweise.¹⁵ Seit Jahrtausenden wird es begehrt, sein Wert hoch geschätzt. So hoch, dass von der jemals geförderten Goldmenge ca. 90 %, in welcher Form auch immer, erhalten geblieben sind. Gold ist eben im Unterschied etwa zu Blei oder Kupfer kein Rohstoff, der »verbraucht« wird (also in hohem Maße nach der Erstverwendung verschwindet), sondern »edel« und von Dauer ist. Der aktuelle Weltbestand wird auf ca. 170 000 Tonnen geschätzt, was aufgehäuft einem Würfel mit einer Quaderlänge von etwa 20 Metern entspräche. Zum Vergleich: In einer Stunde wird weltweit mehr Stahl produziert als Gold bislang in der Geschichte der Menschheit. Die Jahresgoldproduktion kommt hingegen kaum über 2 400 Tonnen hinaus, was ca. 1,5 % der Bestandsmenge ausmacht. Interessanterweise entspricht dies nahezu exakt dem durchschnittlichen Wachstum der Weltbevölkerung während der vergangenen Jahrzehnte.¹⁶

¹⁵ Vgl. ebenda.

¹⁶ Vgl. Erste Research Group (2012).

Förderung, Reserven, Ressourcen und Reichweiten von Metallrohstoffen, 2006

	Förderung	Reserven	Ressourcen	Reichweite Reserven	Reichweite Ressourcen
Gold	2 460 t	42 000 t	90 000 t	17 Jahre	37 Jahre
Silber	20 200 t	270 000 t	570 000 t	13 Jahre	28 Jahre
Platinum-Gruppe	445 t	71 000 t	100 000 t	160 Jahre	225 Jahre

Tab. 4

Quelle: U.S. Geological Survey Open File Report (2007).

4.4.1 Notenbankgeld, Papiergeld und Gold

All dies steht in krassem Gegensatz zu der beliebigen und scheinbar unkontrollierten Expansion der Notenbank-Geldmengenaggregate. Seit dem Jahr 2000 wächst die zusammengefasste Basisgeldmenge der vier bedeutendsten Zentralbanken um 15,2 % pro Jahr. Seit dem Jahr 2002 (Euro-Einführung) stieg die kombinierte Basisgeldmenge der amerikanischen und der europäischen Zentralbank von 1 564 Mrd. auf 6 578 Mrd. US-Dollar (per 30.06.2012). Das ist ein Anstieg von 420 %. Im selben Zeitraum kletterte der Goldpreis von US-Dollar 340 je Feinunze auf 1 600 US-Dollar. Das ist ein Plus von 470 %.¹⁷ Dieser Zeitraum war geprägt sowohl von inflationären als auch von disinflationären Abschnitten, von systemischen Krisen und Kapitalmarkturbulenzen aller Art. Wie hat sich der Goldpreis über eine noch längere Periode verhalten?

4.4.2 Der Goldpreis aus Euro-Anlegersicht seit 1986

Dieser Startpunkt der Betrachtungen ist nicht zufällig gewählt. Denn seit 1986 wurde die Euro-Vorgängerwährung, der ECU, an den internationalen Devisenmärkten gegen den US-Dollar gehandelt, wenn auch nur als Buchgeld. So ist es also möglich, die Goldpreisentwicklung aus der Sicht eines europäischen Anlegers über einen Zeitraum von gut 25 Jahren zu analysieren. Unsere Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse beruht auf einer Studie des World Gold Council aus dem Jahr 2011.¹⁸

- Von 1986 bis 2006 entwickelte sich der Goldpreis in etwa parallel zum Anstieg der Verbraucherpreise innerhalb der jetzigen Eurozone.
- Ab 2006: Während die kumulierten Inflationsraten knapp 8 % erreichten (die Studie schließt mit dem Jahr 2010 ab), stiegen die Goldnotierungen im selben Zeitraum (in Euro je Feinunze) um 78 %. Anmerkung: Seitdem hat sich die divergente Entwicklung vermutlich aufgrund der Zuspitzung der Staatsschulden-, Finanz- und Eurokrise beschleunigt. Die Verbraucherpreise bewegten sich zwischen +2 % und +2,5 % p. a. Die Euro-Goldpreise zogen nochmals deutlich von 767 (31.12.2010) auf über 1 300 Euro an.
- 1986–2010: Über den betrachteten Gesamtzeitraum wies Gold eine durchschnittliche reale Wertsteigerung von 2,9 % p. a. aus und lag damit oberhalb der erzielbaren 3-Monats-Geldmarkrenditen von 2,6 %.¹⁹

¹⁷ Vgl. ebenda, S. 6.

¹⁸ Vgl. World Gold Council (2011).

¹⁹ Vgl. ebenda, S. 8.

- Das heißt: In »normalen« Zeiten sind kurzfristige Preisabweichungen vom Langfristrend immer möglich. Grundsätzlich tendieren die realen Renditen einer Goldanlage hingegen anscheinend gegen null. Das bedeutet aber immerhin: Gold erfüllt seine Werterhaltungsfunktion in vollem Umfang und dient damit der Risikobegrenzung eines diversifizierten Anlageportfolios.

In einem Nebenergebnis stellt ebendiese Studie fest: Zwischen 1990 und 2010 haben die Goldnotierungen (in Euro je Feinunze) die Wertentwicklung des Dow Jones-UBS Commodity Index um 14,3 % übertroffen (Gold vervierfachte sich, der Rohstoff-Index kletterte um etwa 350 %).²⁰ Eine etwas anders gelagerte Untersuchung kommt zu ähnlichen, aus Goldanlegersicht noch attraktiveren Resultaten.²¹ Ein gleichgewichtetes Portfolio, bestehend aus Gold, Silber und Platin, erzielte zwischen 1971 und 2004 eine jahresdurchschnittliche Realrendite von 6,3 %. Die Betrachtung fand hier jedoch in US-Dollar statt. Da die Wertentwicklung des Edelmetallkomplexes in den Folgejahren eine starke Beschleunigung erfuhr, dürfte sich an diesen Ergebnissen grundlegend nichts verändert haben.

4.4.3 Gold und Deflation

Die Historie ist nicht gerade reich an deflationären Phasen der wirtschaftlichen Entwicklung. In der oben erwähnten Studie »In Gold we trust« werden bislang drei solcher Zeiträume aufgeführt:²² von 1814–1830, dann von 1864–1897 und schließlich die Weltwirtschaftskrise von 1929–1933. In allen drei Zeiträumen wies Gold eine positive Wertentwicklung auf: +100 % (1814–1830), +40 % (1864–1897) und +44 % (1929–1933). Silber konnte in denselben Zeiträumen in zwei von drei Fällen ebenfalls Wertsteigerungen erzielen: +89 %, +27 % und –5 %.

Zuletzt wurde Japan oftmals als aktuelles Beispiel für hartnäckig verankerte deflationäre Tendenzen diskutiert. Per saldo sind die Verbraucherpreise beginnend im Jahr 2000 bis Ende 2011

²⁰ Vgl. ebenda, S. 7.
²¹ Vgl. Idzorek (2005).
²² Vgl. ebenda, S. 20.

Wertentwicklung von Edelmetallen in deflationären Phasen

Angaben in %

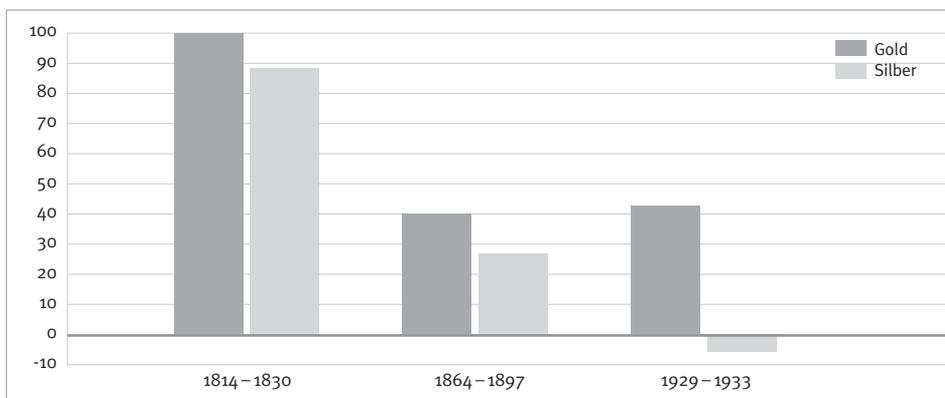


Abb. 4

Quelle: Erste Research Group (2012).

gefallen (Indexstand am 01.01.2000: 102,4; am 31.12.2011: 99,7).²³ Der in Yen berechnete Goldpreis wies mit nur einer Ausnahme (in 2008 fielen die Notierungen um 14 %) in jedem Jahr positive Preisveränderungen auf. Im Jahresdurchschnitt verteuerte sich Gold um 13,1 %.²⁴

4.4.4 Euro-Misstrauen

Die europäische Finanz- und Staatschuldenkrise hat nicht nur das Vertrauen in die Gemeinschaftswährung erschüttert, sondern sie trägt auch klar deflationäre Keime in sich. Wenn sowohl ganze Nationalstaaten als auch kreditausfallgeschädigte Banken wie letztlich eine Vielzahl überschuldeter Privathaushalte ihre »Bilanzen verkürzen« müssen, dann werden eben Vermögenswerte trotz aufgelaufener Verluste zwangsläufig veräußert, Schulden zurückgezahlt und keine neuen kreditfinanzierten Anschaffungen oder Investitionen getätigt. Das Vertrauen in die vermeintlichen oder tatsächlichen Verursacher der Krise, also in Staaten, Banken, »Spekulanten«, nimmt gleichzeitig bedrohlich ab. Gesamtwirtschaftlich bedeutet das Kontraktion statt Expansion. Die in die Realwirtschaft fließende Liquidität nimmt sogar ab. Das gilt auch für die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, denn dessen realer Wert nimmt in deflationären Zeiten zu. Noch stärker dürfte dann Gold als ultimativer Hort von Sicherheit und Wertbeständigkeit gefragt sein.

4.4.5 Fazit: Rohstoffe/Gold

- Rohstoffinvestments sind in der Regel mit dem Kauf/Verkauf von Terminkontrakten auf einzelne Produktkategorien oder von in Rohstoff-Indizes gebündelten Produkten wie dem Thomson Reuters/Jefferies CRB Index oder dem oben erwähnten Dow Jones-UBS Commodity Index assoziiert. Einzel- und Indexinvestments beinhalten die spezifischen Risiken/Chancen aus Währungsschwankungen (Rohstoffe werden hauptsächlich in US-Dollar notiert) und der vorherrschenden Contango-Situation, die regelmäßig zu »Rollverlusten« führt. Diese entstehen immer dann, wenn für in der Zukunft liegende Rohstoff-Lieferungen zu leistende Zahlungen höher sind als die aktuellen »Kassa-Kurse«.
- Gerade bei Agrar-Rohstoffen beinhalten Terminkontrakte etwa auf gefrorenen Orangensaft, Mais oder Soja zwar einheitliche Mengen. Die Produktqualität, Lagerstätten oder Lieferbedingungen können jedoch durchaus heterogen sein. Einzelinvestments in landwirtschaftliche Produkte bieten sich also auch nicht unbedingt an.
- Vorteilhafter scheinen da schon Direktanlagen in Agrar- oder Forstflächen zu sein. Es gilt eine verminderte Liquidität gegen eine ebenfalls deutlich niedrigere Volatilität der Preisbewegungen abzuwägen.
- Es ist offen, ob Inflation oder Deflation das bestimmende Thema der kommenden Jahre sein wird. In Zeiten stark steigender Verbraucherpreise sind Sachwerte wie Immobilien, aber auch Gold die bevorzugte Anlageklasse. Kommt es zu dauerhaft nachgebenden Teuerungsraten, dann »lacht Bargeld«. Misstraut man jedoch mehr und mehr dem Papiergeld, dann steht Gold an erster

²³ Vgl. Bank of Japan, Monatsberichte.
²⁴ Eigene Berechnungen.

Stelle. Das Edelmetall ist hochliquide, teilbar, unzerstörbar, mit einem weltweiten Markt versehen, und es gibt kein Ausfallrisiko. Es ist somit besser als jeder Geldmarktfonds.

- Das »Risiko« besteht in einem positiven Ausgang der weltweiten Staatsverschuldungskrise, indem es gelingt, ohne inflatorische oder deflatorische Folgen das riesige Überangebot von Notenbankgeld zu neutralisieren und dabei die Weltkonjunktur wieder auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu führen.

5 Infrastrukturinvestitionen: Großes Potenzial – große Finanzierungslücke

Ein Blick in unsere Reihe »Strategie 2030« zeigt, dass sich das Thema Infrastruktur wie ein roter Faden durch viele der vorangegangenen Studien zieht. Einige Megatrends, die wir in früheren Ausgaben untersucht haben, wurden davon berührt.

Denn:

- die demografische Entwicklung mit einem überdurchschnittlichen Wachstum der Bevölkerung und des Pro-Kopf-Einkommens der asiatischen Schwellenländer,
- die zunehmende Urbanisierung,²⁵
- der wachsende Welthandel mit einem rasant zunehmenden globalen Gütertausch
- sowie der globale Klimawandel und
- die Knappheit von Energierohstoffen und Wasser

bedingen allesamt eine ausreichend ausgebaute und effiziente Infrastruktur. Mit anderen Worten: Infrastrukturinvestitionen sind bereits ein kleiner Megatrend an sich.

Die Finanzierung von Ausbau und Erhalt der Infrastruktur aber kostet Geld. Geld, das in einem Umfeld weltweit hoch verschuldeter Staaten öffentlich nur bedingt zur Verfügung steht. Vor diesem Hintergrund werden private Finanzierungsformen für Unternehmen und die Investition in den Sachwert Infrastruktur als Alternatives Investment für den privaten Anleger immer interessanter.

5.1 Das Potenzial ist riesig

Der weltweite Bedarf an Infrastrukturinvestitionen ist enorm.²⁶ So erwartet die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), dass der Infrastrukturbedarf aller OECD-Länder, einschließlich der großen Nichtmitglieder wie China, Indien und Brasilien, im Jahr 2030 jährlich etwa 2,5 % des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) ausmachen wird. Bezogen auf

²⁵ 2030 dürften 60 % aller Menschen in Städten leben, viele davon in sogenannten Megacities mit über zehn Mio. Einwohnern.

²⁶ Die Angaben hierzu weichen je nach Quelle zum Teil deutlich voneinander ab. Sie sind daher vor allem als Anhaltspunkt zu verstehen.

Globaler Infrastruktur-Investitionsbedarf, 2009–2030

Angaben in Mrd. US-Dollar

Global	Jährliche durchschnittliche Investitionen		Aggregierte Investitionen		
	2009–2015	2015–2030	2009–2015	2015–2030	2009–2030
Art der Infrastruktur					
Flughäfen	70	120	400	1 800	2 200
Hafen-Infrastruktur	33	40	200	630	830
Bahn-Infrastruktur (inkl. Instandhaltung)	130	270	920	4 060	5 000
Öl- und Gas: Transport- und Distributionsnetz	155	155	930	2 325	3 255
Gesamt	388	585	2 450	8 815	11 285

Tab. 5

Quelle: OECD (2011a).

das Jahr 2011 würde dies einer Summe von rund 1,75 Bio. US-Dollar pro Jahr entsprechen. Bei Berücksichtigung der Stromerzeugung sowie anderer energiebezogener Infrastrukturinvestitionen in Öl, Gas und Kohle steigt der Anteil auf 3,5 % p. a., entsprechend rund 2,5 Bio. US-Dollar jährlich. Unterstellt wird dabei von der OECD, dass die Weltwirtschaft bis zum Jahr 2030 um durchschnittlich 3 % p. a. wächst.²⁷ Vor diesem Hintergrund erwartet die OECD, dass sich das globale Transportvolumen zwischen den großen Wirtschaftsregionen (Asien, USA, Europa) bis 2030 mindestens verdoppelt, eventuell sogar verdreifachen könnte.

Mit den daraus resultierenden Anforderungen wird die bestehende Infrastruktur nicht Schritt halten können. Die OECD veranschlagt den weltweiten Infrastrukturbedarf für Straßen, Schiene, Telekommunikation, Elektrizität (Leitung, Verteilung) und Wasser zwischen 2010 und 2030 auf rund 53 Bio. US-Dollar. Wie ungeheuer groß diese Summe ist, wird deutlich, wenn man sie beispielsweise mit dem Bruttoinlandsprodukt der Euroländer vergleicht. Bezogen auf das Jahr 2011 (umgerechnet 13 Bio. US-Dollar) übersteigt der Bedarf an Infrastrukturinvestitionen die Wirtschaftsleistung der gesamten Eurozone um das Dreifache. Bezogen auf das weltweite BIP (2011) beträgt der Bedarf an Infrastruktur bis zum Jahr 2030 rund 75 %.

Der höchste Investitionsbetrag dürfte laut OECD bis zum Jahr 2030 auf die Wasserinfrastruktur mit 17,7 Bio. US-Dollar entfallen, gefolgt vom Telekommunikationssektor mit 10,9 Bio. US-Dollar. Weitere 7,5 Bio. US-Dollar müssen in Straßen sowie 6 Bio. US-Dollar in die Elektrizitätsversorgung investiert werden. Allein für Häfen, Flughäfen und Eisenbahnlinien sowie den Transport und die Verteilung von Öl und Gas sind Investitionen von 11 Bio. US-Dollar (2009 bis 2030) erforderlich (vgl. Tab. 5).²⁸ Auch der Bedarf der Energiemärkte an Infrastrukturinvestitionen wird weltweit deutlich steigen. So schätzt die Internationale Energieagentur (IEA), dass die globalen Investitionen in Energieinfrastruktur zwischen 2001 und 2030 bei 16,5 Bio. US-Dollar liegen werden. Davon entfallen rund 40 % auf den asiatisch-pazifischen Raum.²⁹

²⁷ Vgl. OECD (2007a); OECD (2008).

²⁸ Vgl. OECD (2011a).

²⁹ Vgl. Gevestor (2012).

5.1.1 Emerging Asia

Vor allem das überdurchschnittliche Bevölkerungs-, Wirtschafts-, Güter- und Verkehrswachstum im asiatischen Raum wird einen gigantischen Bedarf an Infrastrukturinvestitionen nach sich ziehen. So wird das weltweite Transportvolumen aufgrund des zu erwartenden Anstiegs der Pro-Kopf-Einkommen vieler asiatischer Schwellenländer dort deutlich stärker zunehmen als in Europa. Beispielsweise erwartet der World Business Council for Sustainable Development³⁰ bis zum Jahr 2030 weltweit ein durchschnittliches Wachstum der Gütertransportleistung in Tonnenkilometern von 2,5 % p. a. Während für Westeuropa Zuwächse von 1,9 % prognostiziert werden, soll sich das Transportaufkommen in Indien um 4,2 % und in China um 3,7 % pro Jahr beschleunigen.³¹ Vor diesem Hintergrund formieren die asiatischen Schwellenländer das Wachstumszentrum für den Neubau von Transportinfrastruktur, der sich vorrangig auf Schiene und Straße konzentriert.

Aber auch die Ersatzinvestitionen, einschließlich Reparaturen und Wartung, dürften in Asien im Zeitablauf zunehmen. Schon heute geben viele Länder Südasiens mehr als doppelt so viel für den Erhalt ihrer Transportinfrastruktur aus wie für den Neubau. Hierbei spielt auch eine Rolle, dass viele Länder häufig mit der zerstörerischen Kraft von Naturkatastrophen zu kämpfen haben.³² Fokussieren werden sich die Infrastrukturinvestitionen in Asien auf die beiden Schwergewichte China und Indien. So schätzt die OECD das jährliche Volumen der Infrastrukturinvestitionen in China im Zeitraum 2020/2030 auf rund 40 Mrd. US-Dollar. Auch in Indien hat der Aufbau der Infrastruktur mit der wirtschaftlichen Expansion nicht Schritt gehalten, sodass das Potenzial enorm ist (wie im folgenden Kasten 1 beschrieben).

Infrastrukturinvestition in Indien

Die Investitionsbedingungen in Indiens Infrastruktur sind vielversprechend. Indien verfügt über eine stabil wachsende Bevölkerung von über 1,2 Mrd. und dürfte China bis zum Jahr 2030 mit dann 1,5 Mrd. Menschen überholt haben.³³ Ferner ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den letzten zehn Jahren um über 7 % jährlich gestiegen. Die OECD schätzt, dass sich das Wachstum bis 2030 bei etwa 6 % halten wird.³⁴

Das existierende Infrastruktursystem hat vor diesem Hintergrund großen Nachholbedarf: Viele Straßen sind nicht befestigt oder nur einspurig, die Bahnschienen sind veraltet, und die Häfen operieren zu langsam. Das World Economic Forum stuft die Qualität der Infrastruktur Indiens lediglich auf Platz 86 von 142 Ländern ein.³⁵ Experten gehen davon aus, dass die indische Wirtschaft um zwei Prozentpunkte pro Jahr schneller wachsen könnte, wenn die Investitionslücke, die in den nächsten Jahren auf mindestens 500 Mrd. US-Dollar geschätzt wird, geschlossen werden würde.³⁶

30 Vgl. World Business Council for Sustainable Development (2004).

31 Vgl. Berenberg Bank/HWWI (2006).

32 Vgl. ESCAP (2005).

33 Vgl. Goldman Sachs (2007).

34 Vgl. OECD Economic Outlook (2012).

35 Vgl. World Economic Forum (2011).

36 Vgl. Deutsche Bank (2008).

Kasten 1

Die indische Regierung hat den Investitionsbedarf erkannt, kann aber aufgrund der angespannten öffentlichen Haushaltslage nicht genügend eingreifen. Um dieses Problem zu lösen, zieht sie den Privaten Sektor hinzu. Das Augenmerk wird besonders auf Public Private Partnerships (öffentlich-private Partnerschaften, PPPs) gelegt. Derzeit bestehen in Indien über 1 000 PPP-Projekte im Wert von ca. 90 Mio. US-Dollar.³⁷

Vorrangig investieren ausländische Investoren in den Verkehr (Flughäfen oder Häfen) und in die Telekommunikation. Flughäfen sind besonders attraktiv, da die Zivilluftfahrt in den letzten fünf Jahren um fast 20 % jährlich gewachsen ist.³⁸ Hier wurden bereits mehrere PPP-Projekte umgesetzt, so etwa der Indira Gandhi Flughafen in Delhi, der seit 2006 von einem privaten Konsortium verwaltet wird. Aber auch Seehäfen, über die der größte Teil des Außenhandels abgewickelt wird, müssen modernisiert werden. Die Tatsache, dass in Indien das Handelsvolumen noch schneller als das BIP wächst,³⁹ macht die Investition hier besonders interessant. In diesem Bereich ist die private Beteiligung schon seit Anfang der 1990er-Jahre möglich. 2005 etwa wurde der Firma DP World eine 38-jährige Konzession gegeben, den Rajiv Gandhi Container Terminal exklusiv zu betreiben. Ferner bestehen Investitionsmöglichkeiten in den Sektoren Energie und Wasser. Der Mega-Stromausfall Ende Juli 2012 hat deutlich gemacht, wie dringend nötig der Ausbau der Energieversorgung Indiens ist. Dem Energieministerium zufolge betrug der Nachfrageüberhang 2011 rund 80 Terawattstunden (1 TWh = 1 Mrd. kWh). Die indische Energieproduktion erreichte im gleichen Jahr lediglich 877 TWh (zum Vergleich Deutschland: 615 TWh).

Bei Investitionen in Indien ist allerdings zu beachten, dass gerade Infrastrukturinvestitionen langfristige Entscheidungen sind und daher Kontinuität und Stabilität voraussetzen. Indien leidet unter Korruption, einer Bürokratie, die für Ausländer nicht immer nachvollziehbar ist, und schwacher Corporate Governance. Fristen und Kosten werden bei Infrastrukturprojekten durchschnittlich um 25 bis 50 % überschritten. Viele der Probleme lassen sich aber durch Joint Ventures mit einem indischen Partner lösen. Ferner arbeitet die Regierung daran, das Umfeld attraktiver zu gestalten. Innerhalb des zweiten 5-Jahres-Plans (2007–2012) wurden Vorschriften reformiert und Prozeduren standardisiert, um die Prozesse zu vereinfachen und zu beschleunigen.

Fazit: Indien lockt Investoren mit starkem Bevölkerungs- und Wirtschaftswachstum, einer Infrastruktur, die der Investition bedarf, und einer Regierung, die private Anleger mit offenen Armen empfängt.⁴⁰

Kasten 1

37 Vgl. Government of India Planning Commission (2011).

38 Vgl. ebenda.

39 Vgl. ebenda.

40 Vgl. zu diesem Kapital auch Berenberg Bank/HWWI (2011).

5.1.2 Afrika

Das Potenzial ist aber nicht nur in Asien groß. Auch die gesamte Infrastruktur Afrikas befindet sich in einem überwiegend besorgniserregenden Zustand und erfordert in den nächsten Jahren einen großen finanziellen Kraftakt. Nötig wären der Weltbank zufolge Investitionen von jährlich mindestens 93 Mrd. US-Dollar, um die Infrastrukturlücke zu schließen.⁴¹ Dies würde 15 % der Wirtschaftsleistung der Region entsprechen. Davon dürften etwa zwei Drittel auf neue Infrastrukturprojekte und ein Drittel auf den Erhalt der bestehenden Infrastruktur entfallen. Der höchste Investitionsbedarf besteht im Elektrizitätssektor, gefolgt von der Wasserbereitstellung und -versorgung sowie der Transportinfrastruktur (in erster Linie Straßenbau).

Da die Länder Afrikas dies aus eigener Kraft nicht stemmen können, werden sie – neben Entwicklungshilfe und supranationalen Geldern – zunehmend auf private Investoren angewiesen sein. Aktuell geben die Länder Afrikas etwa 45 Mrd. US-Dollar pro Jahr für ihre Infrastruktur aus. Davon werden etwa zwei Drittel durch den Staat finanziert und ein Drittel vom Endverbraucher über Steuern beziehungsweise Gebühren getragen. Selbst unter Berücksichtigung möglicher Effizienzsteigerungen beziffert die Weltbank die Finanzierungslücke im Infrastruktursektor Afrikas immer noch auf jährlich 31 Mrd. US-Dollar.⁴²

5.1.3 Industrieländer

Ungeachtet des riesigen Investitionsbedarfs der Schwellenländer wird der Investitionsschwerpunkt bis 2030 der OECD zufolge aber weiterhin in Westeuropa und Nordamerika liegen. Während sich in Fernost der Fokus auf den Neubau fehlender Transportinfrastruktur konzentriert, liegen die Prioritäten in den Industrieländern auf dem Erhalt sowie der Wartung und Modernisierung der vorhandenen städtischen und ländlichen Infrastruktur. Vor allem das Straßen- und Schienennetz gilt in der Regel allein aus räumlichen Gründen als kaum noch ausbaufähig. Vor diesem Hintergrund ist der Anteil der Instandhaltungsaufwendungen an den Infrastrukturausgaben in den Industrieländern hoch.

Dies gilt insbesondere für die USA, wo der Nachholbedarf besonders groß ist. Die Kosten für die Modernisierung der Transport-, Energie- und Wasserinfrastruktur werden für die nächste Dekade auf mindestens 2,3 Bio. US-Dollar geschätzt.⁴³ Dem Congressional Budget Office zufolge müssten die USA allein für den Erhalt (Wartung, Reparaturen) ihrer Verkehrsinfrastruktur 20 Mrd. US-Dollar p. a. mehr als gegenwärtig ausgeben. Hinzu kämen noch mal 80 Mrd. US-Dollar jährlich für nötige Modernisierungen und Upgrades. Diese Zahlen scheinen bereits den engen finanziellen Möglichkeiten angepasst zu sein. Denn 2008 lag die entsprechende Schätzung für die nächsten fünfzig Jahre noch bei wenigstens 255 Mrd. US-Dollar p. a.⁴⁴ Das US-Transportministerium geht davon aus, dass die Kapazität auf der Schiene allein um 90 % aufgestockt werden müsste, um dem Bedarf (Gütertransport) bis zum Jahr 2035 gerecht zu werden.⁴⁵

⁴¹ Vgl. Weltbank und Agence Française de Développement (2010).

⁴² Vgl. zu diesem Kapitel auch Berenberg Bank/HWWI (2010).

⁴³ Vgl. Council on Foreign Relations (2012).

⁴⁴ Vgl. The Economist (2011).

⁴⁵ Vgl. The Economist (2010).

Auch der Umweltschutz spielt in den Industrieländern eine größere Rolle als in den Schwellenländern, genauso wie die Anpassung an den absehbaren Klimawandel.⁴⁶ So werden sich die witterungsbedingten Schäden an der Verkehrsinfrastruktur durch zu erwartende ausgeprägte Witterungsbedingungen wie extreme Hitze im Sommer und Zunahme von klimatischen Extremereignissen (Stürme, Starkregen) häufen. Hier müssen künftig entsprechende Präventions- und Anpassungsinvestitionen getätigt werden. Nicht zuletzt aus Umweltaspekten muss die Anfang des 20. Jahrhunderts gebaute Wasserinfrastruktur sukzessive erneuert und gewartet werden, da die Netze weltweit massiv überaltert sind. Die Investitionslücke in den OECD-Ländern, allein um Leckagen zu reduzieren, die Wasserqualität zu sichern und das Angebot zu gewährleisten, wird zwischen 100 Mrd. und 200 Mrd. US-Dollar jährlich geschätzt.⁴⁷ Mit einem wachsenden Bedarf ist darüber hinaus bei der öffentlichen Kanalisation und Abwasserbeseitigung zu rechnen. Bis 2025 könnte sich der jährliche Investitionsbedarf für Infrastrukturprojekte im Bereich Wasser und Abwasser in den USA auf 178 Mrd. US-Dollar, in Japan auf 63 Mrd. US-Dollar und in Deutschland auf 36 Mrd. US-Dollar belaufen.⁴⁸

5.2 Die Finanzierungslücke ist groß

Angesichts der angespannten Finanzsituation geht die Schere zwischen steigendem Bedarf an Infrastrukturinvestitionen und den entsprechenden Finanzierungsmöglichkeiten in den meisten Industrie- und Schwellenländern immer weiter auseinander. Bereits heute beläuft sich die weltweite Finanzierungslücke – je nach Quelle – auf mindestens eine, eher sogar zwei Billionen US-Dollar pro Jahr. Sie dürfte sich künftig noch weiter ausdehnen.

5.2.1 Chancen für Unternehmen

Privat finanzierte und betriebene Infrastruktur gewinnt vor diesem Hintergrund immer stärker an Bedeutung. So hat sich die Struktur der Finanzierungsquellen bereits in den letzten 15 Jahren stark verändert. Wurden Anfang der 1990er-Jahre beispielsweise noch knapp 80 % der Transportinfrastruktur staatlich oder über Entwicklungshilfe finanziert, nimmt die staatliche Finanzierung heute nur noch etwa 50 % ein.⁴⁹ Die Lücke, die durch den Rückzug staatlicher und supranationaler Gelder entstanden ist, wird künftig voraussichtlich noch stärker durch private Mittel gefüllt werden.

Generell existiert bei Infrastrukturprojekten eine große Bandbreite an Kooperationsformen zwischen Staat und privaten Investoren. Neben der vollständigen Privatisierung spielen öffentlich-private Partnerschaften, die privates Kapital und Know-how in öffentliche Projekte einbinden, bereits seit einigen Jahren eine zunehmende Rolle.⁵⁰ Nach wie vor wird der Staat aber die notwendigen Rahmenbedingungen für eine ausreichende und sichere Versorgung setzen und vor allem Neubauten mit hohen Risiken, hohen Investitionskosten sowie Projekte, an denen ein starkes gesellschaftliches Interesse besteht, weiter öffentlich finanzieren. Der Bau, die Wartung und die

⁴⁶ Vgl. Berenberg Bank/HWWI (2007).
⁴⁷ Vgl. Berenberg Bank/HWWI (2005).

⁴⁸ Vgl. OECD (2007b).
⁴⁹ Vgl. ESCAP (2006).

⁵⁰ Planung, Bau, Finanzierung und Betrieb einer Infrastrukturanlage werden bei diesen Kooperationen ganz oder teilweise für eine festgelegte Nutzungsdauer auf einen privaten Partner übertragen. Nach Ablauf der Zeitspanne fällt das Infrastrukturobjekt an den Staat zurück.

Bewirtschaftung von Straßen, Schienen, Flughäfen, See- und Binnenhäfen dürfte dagegen immer mehr – ganz oder teilweise – in private Hände gelegt werden. Dabei dürfte es den Regierungen leichter gelingen, Mittel für neue als für erhaltende Infrastrukturprojekte zu gewinnen. Private Investitionen in Infrastruktur sind derzeit vor allem im Energiesektor und in der Telekommunikation konzentriert.

5.2.2 Infrastrukturinvestments zur Portfoliodiversifikation

Auch für Privatanleger gibt es inzwischen vielfältige Möglichkeiten, am Megatrend Infrastruktur teilzuhaben. So können beispielsweise Aktien oder Anleihen von börsennotierten Flughäfen und Häfen oder Titel aus infrastrukturnahen Branchen wie zum Beispiel aus den Sektoren Bau, Logistik, Maschinenbau, Technologie und von Versorgern erworben werden. Neben ausgewählten Einzeltiteln bieten sich darüber hinaus Indizes, Zertifikate auf Infrastrukturunternehmen sowie geschlossene und offene, börsennotierte und ungelistete Infrastrukturfonds an. Infrastrukturfonds investieren sehr langfristig in Infrastrukturanlagen aus unterschiedlichen Sektoren und in verschiedenen Laufzeitphasen. Die Zusammenstellung unterschiedlicher Risiko-Rendite-Profile ermöglicht daher ein gut diversifiziertes Fondsportfolio.⁵¹

Vor allem für den langfristig orientierten Privatanleger bietet sich der Sachwert Infrastruktur als Portfoliobeimischung in einer defensiven Anlagestrategie an. In der Regel bieten Infrastrukturinvestments stabile Erträge über einen relativ langen Zeitraum. Dies gilt insbesondere für Investments in bestehende Anlagen (*Brownfields*), die kalkulierbare, regelmäßige Erträge generieren. Risikoreicher sind dagegen Investitionen in neue Anlagen und Projektentwicklungen (*Greenfields*).

Generell zeichnen sich Infrastrukturinvestitionen durch eine vergleichsweise niedrige Konjunkturabhängigkeit aus und weisen eine relativ geringe Korrelation zu anderen Asset-Klassen auf. Nachteile liegen im Wesentlichen in (unerwarteter) staatlicher Regulierung bzw. Deregulierung sowie einer im Vergleich zu anderen Anlageformen geringeren Liquidität und Transparenz.⁵² Zudem sind auch Infrastrukturinvestments langfristigen Kapitalmarktrends und allgemeinen Marktschwankungen unterworfen.

⁵¹ Vgl. zu diesem Kapitel auch Berenberg Bank/HWWI (2006b) sowie Berenberg Private Capital (2006).

⁵² Vgl. IVG (2011).

6 Immobilien

6.1 Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Immobilien gelten als der Klassiker unter den Sachwerten. Wir hatten bereits den dritten Band unserer Studienreihe »Strategie 2030« vollständig dem Thema Immobilien gewidmet.⁵³ Deshalb wollen wir auf die Grundlagen der Immobilienwirtschaft hier nicht erneut eingehen. Seit der Veröffentlichung unserer Studie im Jahr 2006 ist es in verschiedenen Ländern zu Verwerfungen an den Immobilienmärkten gekommen, wir wollen deshalb die jüngeren Entwicklungen in aller Kürze skizzieren und einige Anlageimplikationen aufzeigen.

6.1.1 US-Immobilienblase: Weltwirtschaftskrise und wankende Staaten

Die Entstehungsgeschichte der aktuellen Weltwirtschaftskrise wurde umfassend beschrieben und darf als bekannt vorausgesetzt werden.⁵⁴ Zusammengefasst in einem Satz: Was ursprünglich als Krise des Subprime-Segments begann, wuchs sich zu einer umfassenden US-Immobilienkrise aus, die wiederum Banken und Versicherungen in schwere Bedrängnis brachte und schließlich die USA, aber auch weite Teile der Weltwirtschaft in eine heftige Rezession stürzte.

Das Problem wurde dadurch verschärft, dass neben den USA auch andere Länder wie Großbritannien, Irland oder Spanien das Platzen einer Immobilienblase verdauen mussten. Der Wertverfall an diesen Immobilienmärkten führte dazu, dass zahlreiche Banken in vielen etablierten Industrienationen (auch in Deutschland) faule Kredite in ihren Bilanzen aufhäuferten. Die Probleme wurden so groß, dass verschiedene Banken nicht mehr in der Lage waren, sie aus eigener Kraft zu bewältigen. Stattdessen war immer öfter der Staat gefragt, wenn es darum ging, die Lasten aus den geplatzten Immobilienblasen zu schultern. Die Staaten beteiligten sich mit verschiedenen Rettungspaketen an den aufgelaufenen Verlusten und strapazierten damit die öffentlichen Finanzen erheblich. Dies wog umso schwerer, weil gleichzeitig umfassende Konjunkturprogramme gegen den Wirtschaftseinbruch zu finanzieren waren – und das alles vor einer Kulisse, die bereits vor Ausbruch der Weltfinanzkrise durch strapazierte Staatsfinanzen geprägt war.

6.1.2 Vertrauen in Finanzsystem stark angekratzt: Flucht in Sachwerte

Die Immobilienkrise war der Auslöser dafür, dass mehrere Staaten – auch bzw. insbesondere in der Eurozone – offensichtlich an die Grenzen ihrer finanziellen Leistungsfähigkeit geraten sind. Griechenland, Irland und Portugal mussten unter den eigens dafür geschaffenen europäischen Rettungsschirm (EFSF) flüchten, weil sie zu vertretbaren Zinsen keinen Zugang mehr zum Kapitalmarkt hatten. Die Staatsschuldenkrise ist noch lange nicht ausgestanden und droht weitere Länder in ihren Abwärtssog zu ziehen. Regierungen und Notenbanken müssen deshalb immer wieder zu unkonventionellen Mitteln greifen. Begleitet wird die Krise durch eine Reihe herabgestufter Kredit-Ratings für verschiedene Länder. Nicht einmal die USA und Deutschland können sich noch vor den Urteilen der Rating-Agenturen sicher fühlen. Mit anderen Worten: Die Krise hat sich so tief in die

⁵³ Vgl. Berenberg Bank/HWWI (2006a).

⁵⁴ Ausführliche Analysen enthalten verschiedene Ausgaben unserer »Konjunktur- und Kapitalmarktbarometer« aus den Jahren 2007, 2008 und 2009.

Weltwirtschaft und in das globale Finanzsystem gegraben, dass viele Bürger und Investoren zutiefst besorgt sind. Die verunsicherten Investoren belassen es jedoch nicht bei der Besorgnis, sondern sind aktiv auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten, die sie vor einer drohenden Inflation oder einem Systemkollaps schützen können. Gerade das verloren gegangene Vertrauen in unser Finanzsystem hat das Interesse an Sachwerten in den vergangenen Jahren noch einmal deutlich erhöht. Die Goldpreisentwicklung der vergangenen Jahre zeigt dies eindrucksvoll. Aber auch die Währungen von Ländern, die über hohe Rohstoffvorkommen verfügen (Australien, Kanada, Norwegen), haben kräftig an Wert gewonnen. Anleger vertrauen offenbar – wenn überhaupt – solchen Währungen, die zumindest indirekt durch Rohstoffe gedeckt sind. Neben Rohstoffen/Edelmetallen ist es letztlich das sogenannte Betongold, das für Werterhalt sorgen soll. Ironie der Geschichte: Eine geplatze Immobilienblase ist der Grund dafür, dass Anleger heute zunehmend Zuflucht in Immobilien suchen, um ihr Vermögen vor Verlusten zu schützen.

6.1.3 Immobilienpreise: Sonderfall Deutschland

Im Vorfeld der Finanzkrise überhitzten die Immobilienmärkte in vielen Ländern. Diese Märkte sind – trotz einzelner Lebenszeichen – noch immer mit der Korrektur der vorausgegangenen Übertreibungen konfrontiert. Währenddessen ist der Trend in Deutschland gegenläufig: Vor der Finanzkrise entwickelten sich die deutschen Immobilienpreise viele Jahre seitwärts und lagen damit unter der Inflationsrate, doch als Folge der Krise erlebt nun der deutsche Immobilienmarkt eine Sonderkonjunktur. Die Sorge der Bürger vor einem Auseinanderbrechen der Eurozone sowie die außergewöhnlich günstigen Finanzierungsmöglichkeiten zeigen ihre Wirkung. Angesichts der seit dem Jahr 2010 zum Teil deutlich gestiegenen Immobilienpreise (vornehmlich in Großstädten) wird bereits die Frage gestellt, ob es nun eine Blase am deutschen Immobilienmarkt gibt. Ähnliche Diskussionen werden auch in anderen Ländern geführt. So gibt es in Kanada die Sorge, dass der Immobilienmarkt wegen des extrem niedrigen Zinsniveaus überhitzen könnte. Eine jüngst veröffentlichte Studie des Instituts der Deutschen Wirtschaft kommt zu dem Ergebnis, dass es noch keine Anzeichen für eine spekulative Blase am deutschen Markt gibt.⁵⁵ Die Autoren der Studie führen die Preissteigerungen insbesondere auf die starke deutsche Konjunktur, die Re-Urbanisierung und eben den Wunsch von Investoren nach einer sicheren Anlageform zurück.

Für den langfristig orientierten Investor sind kurzfristige Preisausschläge weniger relevant als die Perspektive über mehrere Jahrzehnte. Mit Blick auf das Jahr 2030 gilt es, die Folgen der absehbaren demografischen Umwälzungen auf den Immobilienmarkt bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigen. Die alternde und schrumpfende Bevölkerung dürfte zu Nachfrageverschiebungen mit entsprechenden Konsequenzen für die Preise führen. Dabei spielen auch regionale Aspekte eine wichtige Rolle. So gibt es Prognosen, die für einen 20-Jahres-Zeitraum Differenzen im Bevölkerungswachstum von mehr als 40 Prozentpunkten zwischen Top-Regionen und schlechteren Regionen ermitteln.⁵⁶ Eine naheliegende Schlussfolgerung lautet also, dass Investoren mit einem langen

⁵⁵ Vgl. Henger/Pomohajko/Voigtländer (2012).
⁵⁶ Vgl. Just (2011).

Anlagehorizont diese Unterschiede bei ihrer Anlageentscheidung berücksichtigen sollten. Einer weiteren Studie des Instituts der Deutschen Wirtschaft zufolge tun die Investoren dies bereits. Anhand eines empirischen Modells mit Daten für 127 Städte kommen die Forscher zu dem Ergebnis, dass die heutigen Preise für Wohnimmobilien die künftige Flächennachfrage bereits widerspiegeln.⁵⁷ Die Immobilienpreise haben die demografiebedingten Risiken demnach bereits eskompensiert. Wegen der höheren »Liquidität« der städtischen Immobilienmärkte – das heißt, es gibt eine höhere Wiederverkaufswahrscheinlichkeit – dürfte sich das Anlegerinteresse trotzdem auch künftig auf städtische Lagen konzentrieren.

6.2 Anlagemöglichkeiten

Grundsätzlich gibt es verschiedene Möglichkeiten, in den Immobilienmarkt zu investieren. Aufgrund der Finanzkrise hat sich die Attraktivität der einzelnen Investmentmöglichkeiten jedoch zum Teil erheblich verändert.

6.2.1 Direktinvestitionen

Für Anleger, die den Worst Case – also den Zerfall des Euro und/oder des globalen Finanzsystems – fürchten, ist die Direktinvestition in Immobilien anzustreben. Jeder Intermediär zwischen Investor und Immobilienobjekt stellt bei Finanzmarkturbulenzen letztlich ein gewisses Risiko dar. Zu bevorzugen ist deshalb der unmittelbare Zugang zum Objekt. Investitionen in Eigentumswohnungen und in Ein- oder Mehrfamilienhäuser erfüllen dieses Kriterium.

Allerdings haben Direktinvestitionen spezifische Nachteile: Ein einzelnes Objekt hat gegebenenfalls nur einen Mieter (Eigentumswohnung) und nur eine Lage. Standortrisiken lassen sich lediglich durch den Kauf mehrerer Objekte (und mit entsprechend hohem Kapitaleinsatz) diversifizieren. Bei Eigentumswohnungen ist auch zu berücksichtigen, dass sich der Eigentümer Mehrheitsbeschlüssen der Eigentümergemeinschaft unterordnen muss. Außerdem ist die Rentabilität im Vergleich zu einem ganzen Mehrfamilienhaus wegen der Aufteilungskosten niedriger. Ein Mehrfamilienhaus in Hamburg wird momentan mit einem durchschnittlichen Transaktionsvolumen von 1,93 Mio. Euro gehandelt. Für den Erwerb eines wirtschaftlich attraktiven Mehrfamilienhauses sind gute Kenntnisse über den lokalen Immobilienmarkt erforderlich. Zudem sind rechtliche, technische, kaufmännische und grundsätzliche Immobilienkenntnisse nötig.

6.2.2 Offene Immobilienfonds

Offene Immobilienfonds waren bei den Anlegern vor der Finanzkrise besonders beliebt – insgesamt kommen sie auf ein Nettovermögen von rund 100 Mrd. Euro. Sie konnten neben der stabil positiven Wertentwicklung mit jederzeitiger Verfügbarkeit punkten. Als prinzipiell langfristige und illiquide Anlageform wurde die Immobilie den Anlegern mit börsentäglicher Veräußerbarkeit

57 Vgl. Pomogajko/Voigtländer (2012), S. 55–69.

schmackhaft gemacht. Genau diese jederzeitige Veräußerbarkeit wurde einigen offenen Immobilienfonds während der Finanzkrise jedoch zum Verhängnis: Als viele Investoren Liquidität benötigten und deshalb Anteile an den Fonds zurückgaben bzw. zurückgeben wollten, hätten die Fonds Objekte verkaufen müssen – und das in einem Umfeld, in dem ohnehin schon hoher Druck auf den Immobilienmärkten lastete. Um Verkäufe in fallenden Märkten zu vermeiden, gab es für die Anleger temporäre Rückgabestopps. Bei Anlageentscheidungen muss künftig also berücksichtigt werden, dass die offenen Fonds in wirtschaftlich schwierigen Zeiten – entgegen der eigentlichen Zielsetzung – zu illiquiden Anlagen werden können. Hinzu kommen Probleme, die Kritiker schon länger bemängeln: nur teilweise Transparenz der Fondsobjekte und deren preislicher Bewertung.

Schließlich drohen den offenen Fonds einschneidende Konsequenzen von regulatorischer Seite: Der Diskussionsentwurf zur Umsetzung der EU-Richtlinie für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) sieht vor, dass neue Fonds künftig nur noch in der geschlossenen Form aufgelegt werden dürfen.⁵⁸ Für bereits existierende offene Immobilienfonds soll jedoch Bestandsschutz gelten. Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in nationales Recht hat bis Juli 2013 zu erfolgen. Ob der jetzige Entwurf tatsächlich unverändert umgesetzt wird, bleibt abzuwarten.

6.2.3 Geschlossene Immobilienfonds

Geschlossene Fonds existieren in Deutschland seit den 50er-Jahren und bilden das größte Segment der indirekten Immobilieninvestments. Sie sind überwiegend in der Rechtsform einer Personengesellschaft konzipiert (GmbH & Co. KG) und werden zur Finanzierung bestimmter Investitionsvorhaben aufgelegt. Geschlossene Immobilienfonds ermöglichen Anlegern, mit relativ geringem Volumen (ab ca. 10 000 Euro, derzeit wird aber ein Mindestvolumen von 50 000 für Ein-Objekt-Fonds diskutiert) an großen Projekten teilzuhaben.

Im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds handelt es sich hier um langfristige Investments mit einem Anlagehorizont von mehr als zehn Jahren, bei denen ein täglicher Verkauf nicht gewährleistet ist. Allerdings hat sich in den letzten Jahren ein immer besser werdender Zweitmarkt etabliert, der eine etwas höhere Flexibilität ermöglicht. Im Jahr 2002 waren lediglich Beteiligungen im Wert von 56 Mio. Euro über den Zweitmarkt verkauft worden, 2011 betrug das Volumen bereits 213 Mio. Euro. Immobilienfonds nehmen hierbei den größten Teil der Verkäufe ein.

Bei einem solide konzipierten Fonds legt der Anleger die Bewirtschaftung und das Management in die Hände professioneller Immobilienexperten. Über die laufende Fonds-Berichterstattung ist der Anleger immer bestens über die wirtschaftliche Lage seiner Immobilie unterrichtet. Damit sind geschlossene Fonds eine sehr transparente Anlageform, die auch einem passiven Investor eine attraktive Immobilienanlage bietet.

58 Bei Geschlossenen Immobilienfonds geht es in der Regel um die Realisierung eines bestimmten Objektes (vereinzelt wird auch in mehrere bestimmte Projekte investiert). Wenn das dafür benötigte Kapital gezeichnet ist, wird der Fonds geschlossen. Bei einem Offenen Immobilienfonds gibt es hingegen weder eine Zeichnungsfrist noch ein bestimmtes zu realisierendes Objekt. Laufend zufließende Gelder werden nach dem Prinzip der Risikostreuung in unterschiedliche Objekte investiert.

6.2.4 Immobilien-AGs und REITs

Die Schnittstelle zwischen Immobilien und Kapitalmarkt bilden Immobilien-Aktiengesellschaften bzw. Real Estate Investment Trusts (REIT). Sowohl Immobilien AGs als auch REITs investieren überwiegend oder sogar ausschließlich in gewerblich genutzte Objekte, Wohnimmobilien bilden eher die Ausnahme. Die Vorteile der Immobilie (Sicherheit) werden mit denen der Aktie (Liquidität) kombiniert, und es entsteht ein fungibler, börsenbewerteter Immobilienbesitz. Kauf und Verkauf dieser Spezialwerte über die Börse sind börsentäglich möglich. Kurzfristig entwickeln sich deren Kurse jedoch eher wie die Aktienmärkte und weniger wie die Immobilienmärkte. In guten Zeiten liegen die Börsenwerte deutlich über den Inventarwerten, in schlechten Zeiten deutlich darunter, die Volatilität ist also deutlich höher, als von Immobilieninvestments zu erwarten wäre. Nach extremen Kursverlusten von 70–90 % spielen Immobilienaktien in Deutschland momentan kaum eine Rolle.

7 Ackerland und Forstwirtschaft

7.1 Ackerland

Im Schatten der Immobilieninvestments etablieren sich Agrar- und Forstwirtschaft als gefragte Sachinvestments. Die Nachfrage nach Agrarrohstoffen ist in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Dafür gibt es viele gute Gründe: So gilt es, immer mehr Menschen zu ernähren. Dieser Trend bleibt ungebrochen: Die Weltbevölkerung soll gemäß einer UN-Prognose bis zum Jahr 2030 um rund 1,4 Mrd. auf dann 8,3 Mrd. wachsen. Nicht nur deshalb werden künftig mehr Nahrungsmittel benötigt, der steigende Wohlstand in den Schwellenländern wird die Nachfrage zusätzlich erhöhen und auch verändern. Denn mit zunehmendem Wohlstand steigt der Fleischkonsum, und die dafür notwendige Viehzucht erfordert wiederum den zusätzlichen Anbau von Getreide als Futtermittel. Und schließlich hat sich bei den Agrarrohstoffen eine neue Flächen- und Verwendungskonkurrenz entwickelt: Agrarprodukte werden nicht mehr nur als Lebensmittel, sondern auch als Biokraftstoff genutzt. Gemäß Angaben der Welternährungsorganisation (FAO) wird die Lebensmittelproduktion bis zum Jahr 2050 um rund 70 % steigen. Diese Faktoren lassen künftig höhere Erträge erwarten – aus dem operativen Betrieb oder aus der Verpachtung von Flächen.

Hinzu kommt eine Reihe von hinlänglich bekannten Faktoren: Das Angebot an landwirtschaftlichen Flächen ist begrenzt und unterliegt zudem (klimabedingten) Risiken: Bodenerosion, Überschwemmungen und die Ausweitung von Dürrezonen reduzieren das Angebot. Gemäß Angaben der FAO ist es in der Vergangenheit zumindest gelungen, die Produktionseffizienz der bestehenden Flächen zu erhöhen: Um eine Person zu sättigen, wird heute nur noch etwa halb so viel Agrarland benötigt wie in den 60er-Jahren. Eine Möglichkeit, die vorhandene Bodenfläche noch produktiver zu nutzen, besteht in der sogenannten Agro-Forstwirtschaft (vgl. Kasten 3, S. 39).

Kurzfristig schlagen die Preise von Agrargütern zudem witterungsbedingt immer wieder aus. Im Sommer 2012 gab es in den USA die schlimmste Dürre seit den 50er-Jahren. Allein im Juli 2012 stieg der Maispreis um 23 %, der breiter angelegte Lebensmittelpreisindex der FAO legte um 6 % zu. Die FAO forderte die USA angesichts zunehmender Lebensmittelknappheit und steigender Preise auf, die Produktion von Biotreibstoffen zu reduzieren. In die gleiche Richtung argumentierte der deutsche Entwicklungsminister Dirk Niebel, indem er einen sofortigen Verkaufsstopp für den Biosprit E10 forderte. Erinnerungen an die sogenannte Tortilla-Krise des Jahres 2007 wurden wach. Damals schossen die Preise für Mais wegen der Bio-Ethanolproduktion in den USA in die Höhe – die Folge war eine Lebensmittelkrise in Mexiko, wo Mais als Hauptbestandteil von Tortillas das wichtigste Grundnahrungsmittel ist.

Die Preisentwicklung der Agrarrohstoffe zeigt deutlich, warum eine wachsende Zahl von Anlegern an Agrarinvestments interessiert ist. Daraus resultierende ethische Probleme sind offensichtlich: Wie ist es zu bewerten, wenn durch Investitionen in Agrarrohstoffe Nahrungsmittel verteuert werden und dadurch Menschen Hunger leiden müssen?

Preise von Agrarrohstoffen: Starker Anstieg, starke Schwankungen

Seit dem Ausbruch der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise ist ein weiteres Motiv für Investitionen in den Agrarsektor (und andere Sachwerte) hinzugekommen: die Furcht vor dem ökonomischen Weltuntergang. In den vergangenen vier Jahren hat es an apokalyptischen Meldungen und Prognosen wahrlich nicht gemangelt. Bekannte Investoren wie beispielsweise Jim Rogers spitzen ihr Unbehagen gegenüber dem globalen Finanzsystem bewusst zu, wenn sie Privatanlegern über die Medien raten: »Kaufen Sie einen Bauernhof.«⁵⁹ Damit werden die Sorgen der Anleger, das Weltfinanzsystem könne wie ein Kartenhaus zusammenfallen, adressiert. Mit einer solchen Anlagestrategie wird also eine bewusste Abkehr von den üblichen Anlageklassen hin zu den Grundbedürfnissen der Menschen vollzogen. Selbst das Thema Subsistenzwirtschaft, also die Produktion für den eigenen Bedarf, spielt in diesem Zusammenhang eine Rolle. Dennoch ist für die Mehrheit potenzieller Ackerlandkäufer nicht das Ziel die eigene Bewirtschaftung, sondern die reine Kapitalanlage. Dass Investitionen in Agrarland lukrativ sein können, zeigt der NCREIF⁶⁰ Farmland Index. Seit Auflegung im Jahr 1991 hat der Farmland-Index mit 10,9 % p. a. eine deutlich bessere Wertentwicklung genommen als etablierte Aktienmärkte (vgl. Abb. 6).

⁵⁹ Vgl. Dörner (2012).

⁶⁰ NCREIF steht für Nacional Council of Real Estate Investment Fiduciaries.

GSC-Index für Agrarrohstoffe, 2002–2012

Angaben in Punkten

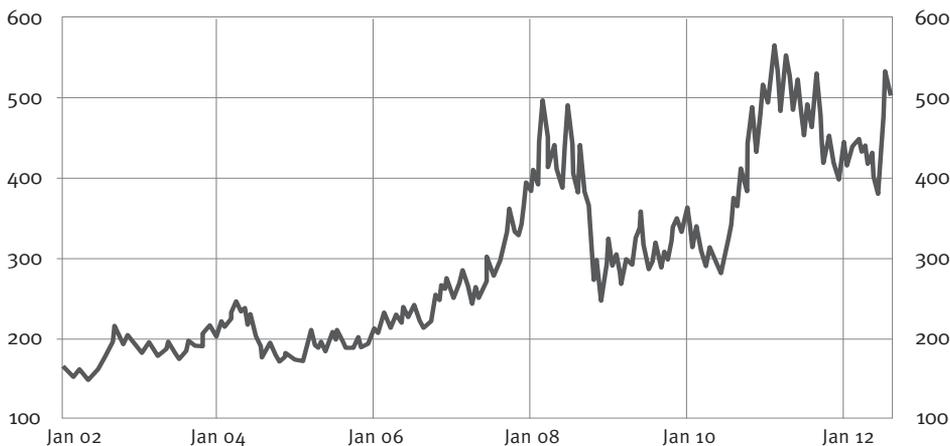


Abb. 5

7.2 Forstwirtschaft

Finanzkrise und Inflationsängste haben auch das Anlegerinteresse für Wald als Sachwertinvestition neu geweckt. Dabei verhalten sich Waldinvestments hinsichtlich des Kapitalgewinns ähnlich wie Immobilieninvestments – der größte Teil des Ertrages fließt am Ende, wenn die Bäume geschlagen oder die Flächen verkauft werden.⁶¹ Hinzukommen können Erträge aus der Verpachtung der Waldflächen sowie mögliche Zahlungsströme aus dem Emissionshandel bei Forstflächen in Entwicklungsländern.

Den wichtigsten Wertbeitrag von Forstflächen liefert jedoch nach wie vor der Baumbestand. Laut Welternährungsorganisation FAO sind derzeit rund 31 % der globalen Landfläche von Wald bedeckt. Rund die Hälfte dieser Wälder konzentriert sich in nur fünf besonders waldreichen Ländern: Brasilien, China, Kanada, Russland und den USA. Doch durch natürliches Bevölkerungs- und rasantes Wirtschaftswachstum vor allem in den asiatischen Schwellenländern wird sich die Holznachfrage bis 2030 vervielfachen und so den globalen Waldverlust beschleunigen. Allein im Zeitraum von 2000 bis 2010 verringerte sich der globale Waldbestand um knapp 5,2 Mio. Hektar. Der WWF (World Wide Fund For Nature) prognostiziert im drastischsten Szenario bis 2050 einen Waldverlust von weiteren 230 Mio. Hektar. Hauptursache ist die Umwandlung von Wald in Ackerflächen, aber auch die stetig steigende Nachfrage nach Biotreibstoffen und Holz als energiesparendem Baustoff. Schädlingsbefall und durch den Klimawandel bedingte Brände beschleunigen diese Entwicklung zusätzlich. Folglich ist im Prognosezeitraum mit weiter steigenden Holzpreisen zu rechnen. Bei Forstbesitz in Entwicklungsländern ist eine zusätzliche Renditesteigerung durch

61 Vgl. Sauert (2009).

Ackerland und Wald schlagen Aktien, 1992–2012

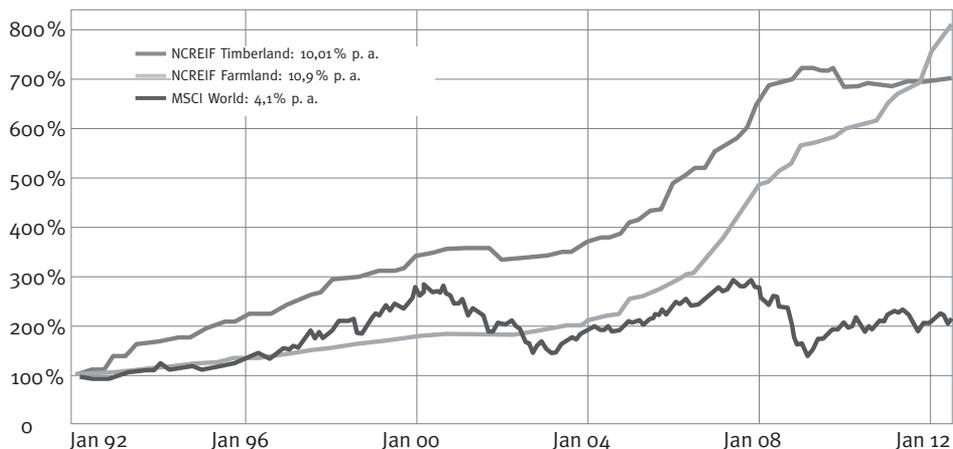


Abb. 6

den Verkauf von Emissionsrechten möglich. Wald bietet sich daher in Zeiten volatiler Märkte als langfristige Absicherungsoption an, bei der die Cashflows durch flexible Gestaltung der Ernte relativ gut prognostizierbar bleiben.

Langfristige Preiszeitreihen für Forstflächen sind bisher nur für die USA ausreichend verfügbar, zum Beispiel in Form des NCREIF Timberland Index. Seit Beginn der Aufzeichnung 1987 entwickelte sich der NCREIF-Index deutlich besser als herkömmliche Aktienindizes. Der bisherige Verlauf dieses Index unterstreicht die Konjunkturfestigkeit von Wald als Sachwertanlage.

Anlagerisiken bei direkten Forstinvestments bestehen vor allem aufgrund der bedingten Illiquidität durch die langen Laufzeiten von meist mehr als 20 Jahren. In diesem Zeitraum können Stürme, Schädlinge, mangelnde Pflege, Brände und Trockenheit wie auch politische Risiken bei Forstflächen in Schwellenländern den Waldbesitzern zusetzen. Durch entsprechende Vorsorge, Versicherungen und Portfoliodiversifikation können diese Risikofaktoren aber minimiert werden.

In Deutschland haben sich neben den traditionellen Waldbesitzern erst kürzlich neue Käufertypen wie Energieproduzenten und Kapitalinvestoren etabliert. Diverse Unternehmer, Versicherungsgesellschaften und Stiftungen suchen hierzulande großflächige Waldareale. Neben der Wertstabilität des Waldes locken Investoren sowohl die Waldflächen-Besteuerung nach dem Einheitswert (der nur einen Teil des Gesamtwertes ausmacht) als auch die steuerfreie Vererbbarkeit von Wald als Betriebsvermögen (nach einer Sperrfrist von sieben Jahren).⁶² Allerdings gibt es in der Bundesrepublik derzeit kaum Wald zu kaufen, und die Preise haben sich trotz starker regionaler Schwankungen vielerorts seit Mitte der Dekade auf 7–12 Euro pro Quadratmeter verdoppelt. Institutionelle Investoren weichen daher inzwischen vermehrt nach Osteuropa, Asien und Südamerika aus.

62 Vgl. Werle (2010).

Waldbesitz und Emissionshandel

Die Vorgaben des Kyoto-Protokolls werden auf dem sogenannten Verpflichtungsmarkt sowie auf freiwilliger Basis (zum Beispiel als Teil einer CSR-Initiative⁶³) umgesetzt. Da Wälder als CO₂-Senken eine wichtige ökologische Funktion erfüllen, können sie in den Emissionshandel miteinbezogen werden. In vielen Ländern (unter anderem in Kanada, den USA und Neuseeland) werden Emissionszertifikate für die Auf- und Wiederaufforstung von Wäldern vergeben (zum Beispiel an die Precious Woods Group, die in Costa Rica Wiederaufforstungsmaßnahmen betreibt und CO₂-Zertifikate an Investoren verkauft). Diese machen jedoch nur rund ein Prozent des Verpflichtungsmarktes aus – in der EU ist der Handel mit diesen Zertifikaten momentan generell nicht erlaubt.⁶⁴ Die Schwellen- und Entwicklungsländer verhandeln derzeit die Anerkennung von Waldbestandschutzmaßnahmen für den CO₂-Handel im Rahmen des REDD⁶⁵-Mechanismus. Emissionszertifikate, die aus dem Bestand und Erhalt von Wäldern in Schwellenländern resultieren, sind bereits am freiwilligen Markt verfügbar. Waldbesitz außerhalb Europas kann sich also auch in Form von gehandelten Emissionszertifikaten auszahlen.

Waldbesitzer in Deutschland können jedoch laut Umweltbundesamt generell keine CO₂-Zertifikate für ihre Forstflächen beantragen, da deutsche Wälder als Ganzes bereits in der CO₂-Bilanz der Bundesrepublik im Verpflichtungsmarkt eingerechnet werden.

Kasten 2

Agro-Forstwirtschaft

Als Agro-Forstwirtschaft wird die Einbeziehung von Bäumen in die Landwirtschaft bezeichnet.⁶⁶ Ziel der kombinierten Bodennutzungsform, also der gleichzeitigen Bepflanzung mit Agrargütern und Baumbeständen, ist eine nachhaltigere und höherwertige Flächenbewirtschaftung. Es können Synergiepotenziale erschlossen und damit die Erträge erhöht werden, weil die kombinierte Nutzung des Bodens die Stabilität des Ökosystems erhöhen kann. So tragen Bäume dazu bei, Boden- und Wassererosion zu reduzieren. Außerdem ist eine höhere Holzqualität erzielbar, wenn die Bäume nicht dicht gedrängt in einem Waldgebiet stehen, sondern aufgelockert auf einem ansonsten agrarisch genutzten Feld. Auf diese Weise erhält ein Baum mehr Licht, und er kann gleichmäßiger wachsen. Als ein Nachteil ist zu nennen, dass Bäume bei der Ernte der Agrarprodukte stören, sodass der Ernteaufwand steigt. In jedem Fall dürfte ein geeignetes „Bodenmanagement“ künftig an Bedeutung gewinnen. Agro-Forstwirtschaft spielt insbesondere im Bereich tropischer Regenwälder eine Rolle. Auch in der EU gab es bereits das Forschungsprojekt SAFE⁶⁷, mit dem Machbarkeit und Potenziale der Agro-Forstwirtschaft genauer analysiert werden sollten. Dennoch ist es in unseren Breitengraden noch ein Nischenthema.

Kasten 3

63 CSR steht für »Corporate Social Responsibility«, also für das Thema »Gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen«.

64 Vgl. OroVerde/GNF (2011).

65 REDD steht für Reducing Emissions from Deforestation and Degradation.

66 Detaillierte Informationen zum Thema Agro-Forstwirtschaft liefert die Website des World Agroforestry Center:

<http://www.worldagroforestrycentre.org/>.

67 SAFE steht für Silvoarable Agroforestry for Europe.

Risiko und Rendite verschiedener Anlageformen, 1992–2012*

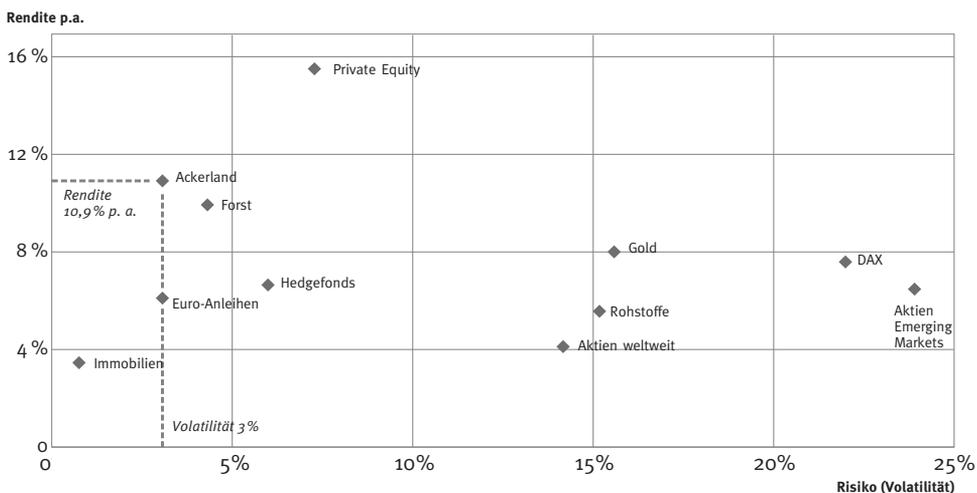


Abb. 7 * Ackerland: NCREIF Farmland Index; Aktien Emerging Markets: MSCI EM; Aktien weltweit: MSCI World (local); DAX: DAX 30; Euro-Anleihen: JPMorgan Gov 3-5Y; Forst: NCREIF Timberland Index; Gold: Gold Spot \$/OZ; Hedgefonds: HFRI Fund of Funds Composite Index; Immobilien: DIX Wohn&Gewerbe; Private Equity: PrivEquity US (Feri); Rohstoffe: DJUBS Commodity TR

7.3 Anlagemöglichkeiten

Ackerland und Forstwirtschaft sind für Anleger aus mehreren Gründen attraktiv: Als Sachwerte sind sie beständig und trotzen den Unwägbarkeiten des globalen Finanzsystems. Sie dürften wegen der skizzierten wirtschaftlichen und demografischen Entwicklungen in den kommenden Jahren bei relativ geringem Risiko gute Renditen erwirtschaften und einen gewissen Inflationsschutz bieten. Schließlich eignen sie sich zur Diversifikation, weil die Renditen nur eine geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen wie Aktien oder Immobilien aufweisen.

Doch wie können Anleger in Ackerland oder in Wald investieren, und worauf ist dabei zu achten? Naheliegend ist das Direktinvestment, also der direkte Erwerb land- oder forstwirtschaftlicher Flächen. Allerdings ist ein Direktinvestment auch dornenreich: Der Zugang zu geeigneten Ackerflächen ist schwierig, weil die Besitzer oft bestrebt sind, das Land über Generationen im Familienbesitz zu halten. So sind im Jahr 2011 deutschlandweit lediglich knapp 115 000 Hektar Agrarland verkauft worden – das entspricht nur 0,7 % der in Deutschland landwirtschaftlich genutzten Fläche. Zudem sind Fach- und Marktkenntnisse erforderlich, denn mit einer Preisspanne von 5 000 bis 40 000 Euro pro Hektar ist Ackerland weit davon entfernt, ein homogenes Investment zu sein.

Ein Forstportfolio sollte idealerweise diversifiziert werden. Dabei lassen sich kurze Nutzungszyklen schnell wachsender Jungbäume und die Wertsteigerung langsamer wachsender Qualitäts-

hölzer ergänzen, um stabile Cashflows zu erzielen. Auch eine regionale Diversifizierung ist ratsam, denn dadurch lässt sich die Anfälligkeit gegenüber extremen klimatischen Einflüssen und Schädlingen reduzieren. Zudem ist die Größe des Waldes auch mit Blick auf die Möglichkeit der Jagd bzw. der Verpachtung als Jagdrevier zu prüfen. Ein durch Direktanlage diversifiziertes Forstportfolio erfordert also gegebenenfalls beträchtliche finanzielle Mittel.

Für Investments in Ackerland und in Forst ist gleichermaßen ein stabiles und sicheres rechtliches Umfeld nötig. Die erforderliche Rechtssicherheit lässt aus Sicht des deutschen Anlegers den Heimatmarkt oder zumindest einen etablierten Markt wie die USA oder Kanada attraktiv erscheinen. Institutionelle Investoren sind inzwischen aber auch in Südamerika, Osteuropa (Rumänien) und anderen Schwellenländern aktiv.

Viele der Unwägbarkeiten lassen sich mithilfe indirekter Investments, bei denen die konkreten Anlageentscheidungen an professionelle Investoren oder Vermögensverwalter delegiert werden, vermeiden. Die dafür zur Verfügung stehende Produktpalette ist breit und reicht von offenen und geschlossenen Fonds über ETFs (Exchange Traded Funds) und Indexzertifikate bis hin zu Forst-REITs⁶⁸ und sogenannten Timber Investment Management Organizations (TIMOs). Diese insbesondere in den USA verbreiteten TIMOs bündeln Investorengelder und bewirtschaften Waldflächen.

Schließlich können Anleger auch über den Umweg des Aktienkaufs in den Agrar- und Forstsektor investieren. So können beispielsweise die Aktien von Holzunternehmen oder von Zuliefererunternehmen des Agrar- und Forstbereiches erworben werden. Damit setzen sich Anleger allerdings dem typischen Kursrisiko des Aktienmarktes aus, das viele von ihnen mithilfe von Ackerland- oder Forstinvestments gerade umgehen wollen.

68 Vgl. Berenberg Bank/HWWI (2007), S. 58 f.

8 Diamanten

Marilyn Monroes Aussage »Diamonds are a girl's best friend« und der berühmte Werbespruch von De Beers »A Diamond is forever« verknüpfen hervorragend Emotionen und Business im Diamantengeschäft. Um als Edelstein zu gelten, muss ein Mineral ausreichend hart, transparent und selten sein. Der Diamant nimmt in allen diesen Kategorien eine herausragende Stellung ein: Er ist deutlich härter als jedes andere natürlich vorkommende Material und selbst gegenüber den meisten Chemikalien unempfindlich.

Diamanten sind vor rund vier Mrd. Jahren im Inneren der Erde entstanden und sind durch Vulkanausbrüche an die Oberfläche gelangt. Jeder einzelne Diamant ist älter als 900 Mio. Jahre. Sie wurden schätzungsweise schon vor 8 000 Jahren in Indien, später im 18. Jahrhundert auch in Brasilien entdeckt.⁶⁹ Doch erst ein Fund in der südafrikanischen Nordkap-Provinz im Jahr 1866 leitete einen grundlegenden Wandel des Marktes ein.⁷⁰ Etwa 20 Jahre später wurde in Afrika in einem Jahr ein Mehrfaches von dem produziert, was vorher insgesamt über viele Jahrhunderte geschürft wurde.⁷¹ Heute ist der Markt hoch industrialisiert und globalisiert, mit den wichtigsten Minenproduktionen in Afrika, Australien, Kanada und Russland. Vom späten 19. Jahrhundert bis Ende des 20. Jahrhunderts beherrschte die De Beers-Gruppe mit fast 90 % aller gehandelten Rohdiamanten den Diamantenmarkt. Heute ist aus dem Quasi-Monopol ein Oligopol geworden.

8.1 Qualitätskriterien

Die Wertkriterien für Diamanten sind die sogenannten vier Cs.

Carat: Das Gewicht von Diamanten wird in Carat (1 Carat = 0,2 g) angegeben. Dabei steigt der Preis pro Carat exponentiell mit der Größe des Diamanten – denn je größer die Diamanten, umso seltener sind sie. Insgesamt gibt es 17 Gewichtskategorien.⁷²

Color: Ein perfekter Diamantkristall ist absolut farblos. Die Abstufungen sind fließend und nur mit geschulten Augen und unter speziellen Tageslichtlampen zu beurteilen. Grundsätzlich gibt es bei Einkarättern 10 Grades von D bis M.⁷³ Neben den farblosen erzielen die sehr seltenen *fancy colors* in der Regel noch höhere Preise.

Clarity: Diamanten sind ein Naturprodukt. Deshalb unterscheiden sie sich nicht nur durch Größe, Farbe und Form, sondern auch durch winzige, für das bloße Auge häufig kaum sichtbare Einschlüsse. Für die Bewertung gibt es genau definierte Abstufungen, die eingeteilt sind in zwei Hauptgruppen: Einschlüsse mit bloßem Auge nicht sichtbar (sondern nur bei 10-facher Vergrößerung) und Einschlüsse mit bloßem Auge sichtbar. Es gibt bei Einkarättern 10 Abstufungen der Reinheit, bei größeren Steinen existieren noch weitere Kategorien.⁷⁴ Grundsätzlich gilt: Je höher die Reinheit, desto wertvoller ist der Diamant.

Cut: Für den Wert ist entscheidend, ob der Schliff dem Stein Brillanz und Leuchtkraft verleiht. Dabei kommt es auf Proportionen, Symmetrie und Ausführung des Schliffes an.

Kein Diamant ist wie der andere. Jeder einzelne Stein muss daher individuell geplant und bearbeitet

69 Vgl. Prinsloo et al. (2011), S. 7.

70 <http://www.showcaves.com/english/za/mines/Kimberley.html>.

71 <http://www.mineralienatlas.de/lexikon/index.php/MineralData?mineral=Diamant>.

72 Vgl. Brückner (2010), S. 30.

73 Bei größeren Steinen wird bis zur Kategorie N unterschieden.

74 http://www.naturalgems.de/diamant_clarity.html.

Umsatz(-anteil) der einzelnen Glieder in der Diamanten-Wertschöpfungskette, 2010

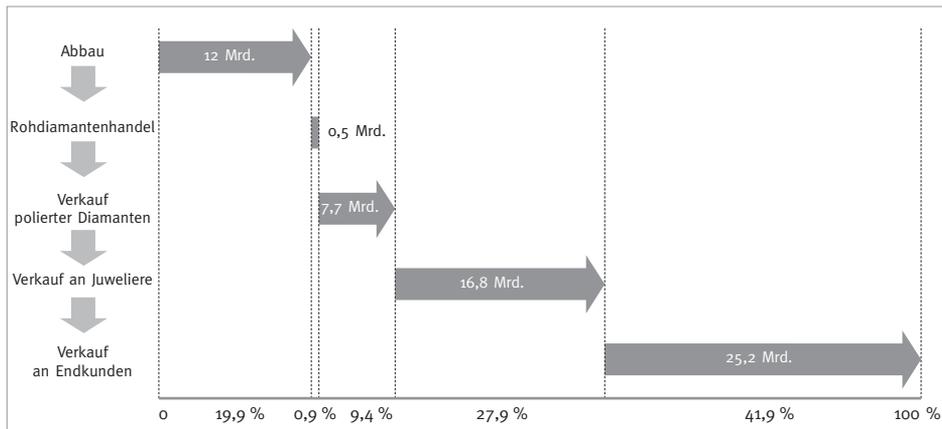


Abb. 8

Quelle: Prinsloo et al. (2011), S. 22.

werden, damit er höchste Brillanz erreicht, beim Schleifen möglichst wenig Gewicht einbüßt und auf diese Weise einen maximalen Wert erzielen kann. Mit 3 106 Carat (621,2 g) ist der Cullinan der größte jemals gefundene Diamant.⁷⁵

8.2 Von der Mine an den Finger

Ungeachtet des strukturellen Wandels wird der Markt noch immer durch das gleiche Prinzip der *Diamond Pipeline* bestimmt – der Wertschöpfungskette von der Mine über den Rohsteinhandel zur Verarbeitung und den Handel mit polierten Diamanten bis hin zur Schmuckherstellung und zum Verkauf an die Konsumenten (vg. Abb. 8). Dieser Prozess ist engmaschig organisiert und streng kontrolliert. Die Bergwerke generierten 2010 durch den Abbau von Diamanten weltweit einen Wert von ca. 12 Mrd. US-Dollar, Rohdiamantenhandel sowie Manufaktur/Handel geschliffener Diamanten erhöhen den Wert um 8,2 Mrd. US-Dollar auf 20,2 US-Dollar. Die Veredelung durch Schmuckherstellung bringt weitere 16,8 Mrd. US-Dollar. Am Ende der Wertschöpfungskette durch den Verkauf an die Konsumenten wird mit 25 Mrd. US-Dollar am meisten verdient. Aus geschürften Diamanten im Wert von 12 Mrd. US-Dollar wird somit ein Marktwert von 60,2 Mrd. US-Dollar generiert.

8.3 Produktion und Produzenten

Obwohl sich die weltweite Produktion seit 1980 fast verdreifacht hat, bleiben Rohdiamanten ein knappes Gut. In den vergangenen 25 Jahren wurden mehr als 10 000 Kimberlit-Vorkommen entdeckt, aber nur weniger als ein Prozent als wirtschaftlich eingestuft.⁷⁶ Die professionelle Suche nach Diamantenvorkommen beginnt in der Regel mit der Erforschung des Geländes aus der Luft

⁷⁵ <http://www.chemie.de/lexikon/Cullinan.html>.
⁷⁶ Vgl. Prinsloo et al. (2011), S. 24.

Jährliche Diamantenproduktion, 1990–2011

Angaben in Mio. Carat

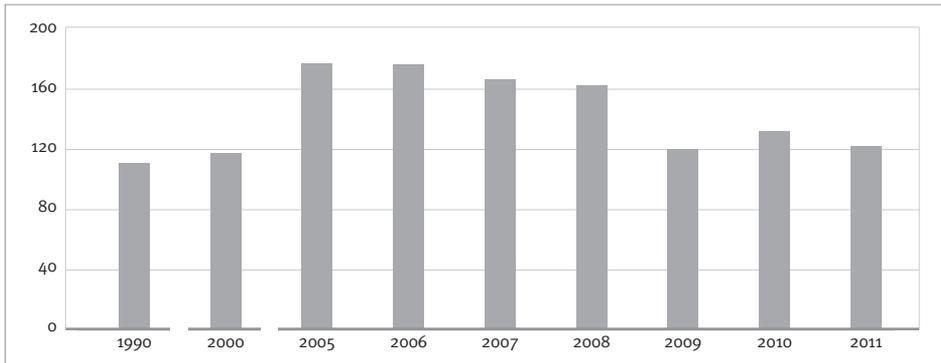


Abb. 9

Quelle: Prinsloo et al. (2011), S. 32.⁷⁷

– zum Teil sogar per Satellit – und vom Boden aus. Trotz aller Innovationen bei der Erkundung und Erschließung neuer Vorkommen vergehen durchschnittlich immer noch fünf bis acht Jahre von der ersten Identifizierung eines Zielgebietes bis zum kommerziellen Betrieb einer Mine. Diese langen Vorlaufzeiten gehen mit hohen Investitionen einher. Seit 1996 wurde keine große Mine mehr entdeckt. Neben De Beers verkaufen Alrosa in Russland, gefolgt von der Rio Tinto in Australien sowie BHP Billiton und Harry Winston in Kanada ihre Diamanten direkt. Obwohl es in mehr als 25 Ländern Diamantenminen gibt, kommt das Gros der weltweit produzierten Diamanten von diesen Lieferanten – und aus acht Ländern: Russland, Botswana, Kongo, Südafrika, Angola, Namibia, Australien und Kanada. Diese trugen 2010 wertmäßig 94 % und in Bezug auf das Vo-

lumen 92 % der weltweiten Diamantenproduktion bei.⁷⁸ Um den Handel mit »Konflikt-Diamanten« zu unterbinden, haben Regierungen, die Diamantenindustrie und die Vereinten Nationen das *Kimberley Process Certification System (KP)* ins Leben gerufen. 49 Teilnehmer haben sich zu diesem Selbstregulierungsmechanismus verpflichtet.⁷⁹ Hierüber werden 99,8 % der weltweiten Rohdiamantenproduktion abgedeckt.

Jährliche Diamantenproduktion: Regionale Marktanteile, 2010

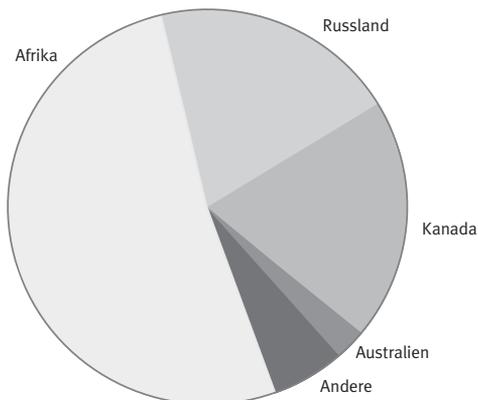


Abb. 10

Quelle: Prinsloo et al. (2011), S. 30.

⁷⁷ Quelle für 2011: Diamond prices fall on world market to Zimbabwe gems, www.izimbabwe.co.zw.

⁷⁸ http://de.wikipedia.org/wiki/Liste_der_gr%C3%B6%C3%9Ften_Diamantenproduzenten.

⁷⁹ Vgl. Prinsloo et al. (2011), S. 17.

Prognose für die Diamantenindustrie: Stagnierendes Angebot – Steigende Nachfrage

Angaben in Mrd. US-Dollar

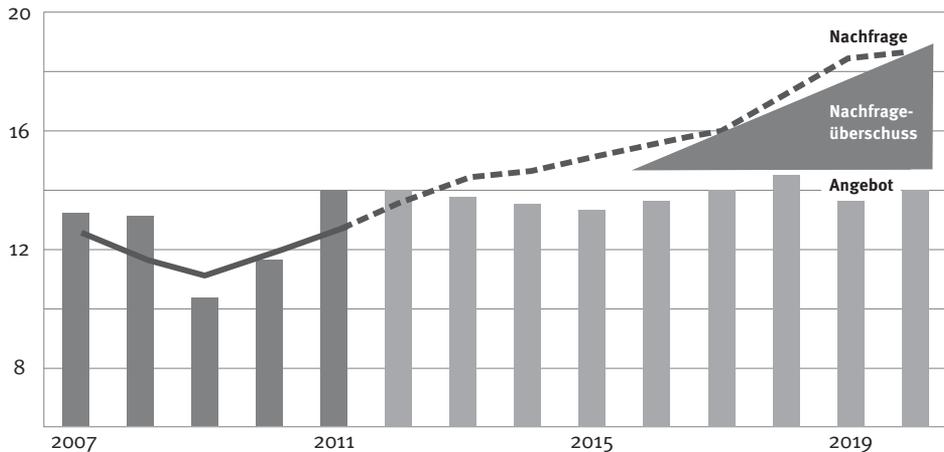


Abb. 11

Quelle: Prinsloo et al. (2011), S. 72; 2012–2020: Prognosen.

8.4 Angebot und Nachfrage

Seit De Beers die alleinige Kontrolle über das weltweite Diamantangebot vor etwas mehr als zehn Jahren aufgegeben hat, haben sich die Strukturen der Branche verändert. Die angebotsgesteuerte Beeinflussung des Marktes ist einer nachfrageorientierten Preisbildung gewichen. Nun beliefern mehrere große Akteure 90 % des Marktes.⁸⁰ 65 % der Rohware werden auch heute per Allokation verkauft. Beim Allokationsverfahren dürfen hauptsächlich sogenannte Sightholder Rohdiamanten kaufen. Sightholder sind ausgewählte, weltweit agierende Diamantenhändler, die in diesem noch immer verschwiegenen Markt über langfristige Geschäftsbeziehungen zu den Lieferanten von Rohdiamanten verfügen. Nur ein kleiner Teil von 15 % der Rohdiamanten wird an andere registrierte und lizenzierte Käufer verkauft.⁸¹

Für die kommenden Jahre gehen Prognosen von einer über das Angebot hinaus steigenden Nachfrage und damit von weiter steigenden Preisen aus. Bain sagt sogar voraus, dass die Nachfrage in fünf bis zehn Jahren das Angebot um 30 % übersteigen wird. Diese Prognosen beziehen sich rein auf die Nachfrage nach Diamanten für die Schmuck- und Industrieproduktion und beinhalten noch keinerlei Investmentanteil. Es wird von Experten erwartet, dass diese zusätzliche Nachfrage die Lücke noch deutlich erhöhen dürfte. Die Preise für Rohdiamanten sind seit 2003 kontinuierlich gestiegen – allein von 2003–2007 um durchschnittlich acht Prozent pro Jahr. Zuvor waren sie über zehn Jahre relativ stabil, weil große Lieferanten ihre Lager räumten. Die Entwicklung der Preise für Rohdiamanten unterliegt deutlich größeren Schwankungen als die Preise für geschliffene Diamanten. Bei Letzteren werden mittels eines intensiven Preiswettbewerbs und einer gewissen Marktpflege durch Ausweitung oder Verringerung der Gewinnmargen extreme Schwankungen vermieden.

⁸⁰ Vgl. ebenda, S. 54.

⁸¹ Vgl. ebenda, S. 39.

8.5 Der letzte Schritt zum Kunden

Der Verkauf von Diamanten(-schmuck) an den Endkunden kommt in der Wertschöpfungskette auf einen Anteil von fast 42 % und generiert mit Abstand das Gros des Gesamtumsatzes. Die USA und Japan sind dabei die größten Absatzmärkte und vereinigen ca. die Hälfte des gesamten Konsums von Diamanten auf sich. In den vergangenen Jahren holten aber auch Indien, China und der Mittlere Osten stark auf. Der Schmuckmarkt in Indien und China wuchs in den vergangenen fünf Jahren durchschnittlich um jährlich 9,6 %.⁸² Schon 2012 sollten beide Länder zusammen Japan als zweitgrößten Konsumenten von Diamantschmuck eingeholt haben. Der zunehmende Wohlstand und die immer breitere Mittelschicht werden auch in Zukunft für hohe Wachstumsraten sorgen.

Synthetische Diamanten sind in dieser Hinsicht trotzdem (noch) keine Konkurrenz, der Anteil auf das Volumen bezogen betrug 2010 gerade einmal 0,01 %. Sie werden fast ausschließlich für industrielle Arbeiten genutzt, wo ihr Anteil 2010 inzwischen 99,99 % betrug.⁸³ Grundsätzlich ist das *High-Pressure-High-Temperature*-Verfahren das gleiche wie bei der Entstehung eines natürlichen Diamanten. Fachleute können allerdings den Unterschied mit entsprechender technischer Ausstattung problemlos feststellen. Künstliche Diamanten treffen außerdem bei den meisten Verbrauchern nach wie vor auf Ablehnung, sodass der Produktionsprozess damit ökonomisch uninteressant ist.

8.6 Preisbildung und Preisentwicklung

Diamanten sind Unikate. Darum gibt es bis jetzt auch keinen Terminhandel, zumal die bestimmenden Marktteilnehmer bislang noch keine Notwendigkeit dafür gesehen haben. Sie müssten sich dann auf eine bestimmte Qualität einigen, damit aus dem Unikat eine definierte Mindestqualität als Handelsware wird. Selbst der Rapaport Diamond Report, der regelmäßig Preisindizes publiziert, warnt vor dieser Komplexität. Denn während eine Feinunze Gold genau definiert und austauschbar ist und ein Marktpreis existiert, gilt das für den Einkaräter Diamant nicht. Das hat nicht nur Nachteile. So kommen keine psychologisch motivierten Tagesschwankungen unerklärlicher Größe zustande. Es gilt tendenziell die Relation Angebot und Nachfrage, spekulative Aktivitäten bleiben weitestgehend außen vor. Die obere Tabelle zeigt die Komplexität bei der fairen Beurteilung des Marktpreises und die Preisbildung bei einem Einkaräter (*Carat*). Kombiniert man den jeweiligen Reinheitsgrad (*Clarity*) mit den verschiedenen Farbvarianten (*Colours*), so ergibt sich der jeweilige Marktpreis in US-Dollar. Die anderen zwei Cs (*Carat* und *Cut*) fließen als Qualitätsmerkmal in die Tabelle als möglicher Preis mit ein. Die beste Qualität (*Colour D*), der höchste Reinheitsgrad (*Clarity IF*) mit dem besten *Cut* steht in der Tabelle ganz oben links. Der Preis betrug im Mai 2012 28 900 US-Dollar. Der günstigste Einkaräter (M, I3) kostete etwa 1 100 US-Dollar. Die Vermutung liegt nahe, dass es zu ständigen Diskussionen über die Qualität der Steine zwischen Käufer und Verkäufer kommt. Doch bei 10-facher Vergrößerung können sogar Laien Unterschiede erkennen. Für versierte Fachleute, die sich kennen und miteinander auf professioneller Basis arbeiten, gibt es selten Anlass zur Diskussion über die Qualität.

⁸² Vgl. Prinsloo et al. (2011), S. 70.

⁸³ Vgl. ebenda, S. 75.

Die Qualität von Diamanten

Angaben in US-Dollar

Farbvarianten	Reinheitsgrad (Clarity)									
	IF	VVS ₁	VVS ₂	VS ₁	VS ₂	SI ₁	SI ₂	I ₁	I ₂	I ₃
D	28 900	20 900	18 400	14 300	11 900	8 400	7 200	4 800	2 900	1 700
E	20 900	18 400	14 900	12 400	10 400	7 900	6 900	4 600	2 800	1 600
F	17 900	14 900	12 400	11 400	9 400	7 600	6 500	4 500	2 700	1 500
G	13 900	12 400	11 400	9 400	8 600	7 300	6 300	4 400	2 600	1 400
H	11 400	10 600	9 400	8 400	7 600	6 800	6 000	4 200	2 500	1 400
I	9 400	8 900	7 900	7 300	6 800	6 200	5 500	3 800	2 300	1 300
J	7 900	7 300	7 000	6 500	6 200	5 400	5 100	3 300	2 100	1 300
K	6 800	6 500	6 100	5 800	5 500	4 800	4 400	3 000	1 900	1 200
L	5 600	5 500	5 100	4 900	4 600	4 300	3 900	2 800	1 700	1 100
M	4 900	4 600	4 300	4 000	3 700	3 500	3 100	2 500	1 600	1 100

Tab. 6

Quelle: Rapaport (2012).

Diamantenpreis-Index⁸⁴

Januar 1997 = 100

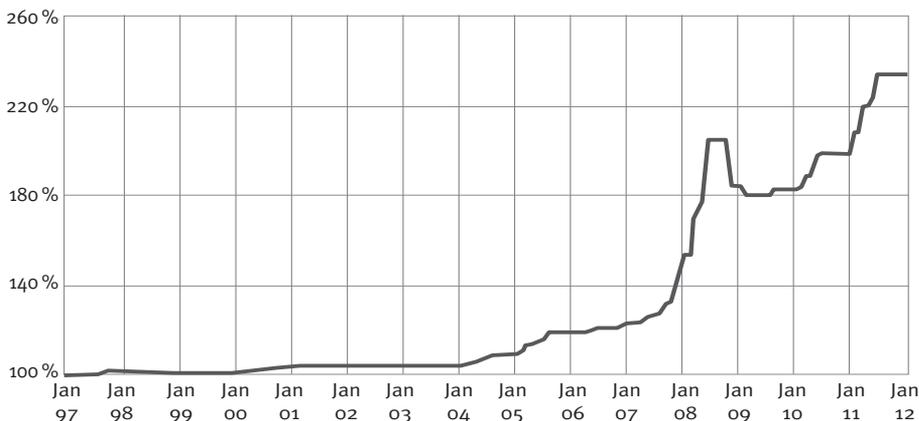


Abb. 12

Quelle: Rapaport (2012) und eigene Berechnungen.

Die Betrachtung der Preisentwicklung der letzten 15 Jahren zeigt, dass besonders seit der Jahrtausendwende eine beachtliche Wertentwicklung nach oben stattgefunden hat. Selbst in den Krisenjahren wurde diese Entwicklung nur zeitweise umgekehrt, sodass das Vorkrisenniveau längst wieder erreicht worden ist (vgl. Abb. 12). Über den gesamten Zeitraum betrachtet ergibt sich dabei eine jährliche Rendite von 6,36 %, wobei für diese Entwicklung allein die Zuwächse in den letzten zehn Jahren verantwortlich sind. Für das Segment der oberen Qualitätsstufen (*Colour* D bis F mit *Clarity* IF/lupenrein bis VS₂) war in diesem Zeitraum sogar eine Preissteigerung von mehr als 10 % jährlich zu beobachten. Ursache für die relative Preisstabilität bis zum Beginn des letzten Jahrzehnts

⁸⁴ Es erfolgte eine Unterteilung nach Carat 1,00–1,49/1,50–1,99/2,00–2,99/5,00–5,99 mit der Gewichtung 1/4/7/10.

war vor allem die damalige Quasi-Monopolstellung und der resultierende, strategisch genutzte Lagerbestand an Diamanten von De Beers. So entstand ein vom Angebot gesteuerter Markt. In den Jahren 2001 bis 2004 wurde der Lagerbestand nach und nach aufgelöst, vor allem als Reaktion auf den Verlust der Quasi-Monopolstellung, und die historische Preisstabilität war passé.

Diamanten sind Sachwerte und bieten auf kleinstem Raum die größte Komprimierung von Vermögen. Die beste Qualität von Einkarättern mit einem Gegenwert von 1 Mio. US-Dollar hat ein Gewicht von nur 28 g. Gold im gleichen Gegenwert wiegt bereits gut 19 kg.

8.7 Investments in Diamanten?

Grundsätzlich bewahren geschliffene Diamanten den Wert und unterliegen überschaubaren Schwankungen. Kein Wunder, dass seit Beginn der Finanzkrise das Interesse am Erwerb von Diamanten stark zugenommen hat. Für Privatkunden macht es allerdings keinen Sinn, wenn sie sich Diamanten in den Tresor legen, da sie zum Konsumentenpreis einkaufen. Betrachtet man die Abbildung auf Seite 43, wird deutlich, dass der Aufschlag im Großhandel 30–60 % beträgt. Ohne Insiderkontakte wird es kaum gelingen, diese Marge entscheidend zu verkleinern. Ist der Einkauf im günstigen Fall schon 30 % zu teuer, entsteht beim späteren Verkauf das nächste Problem. Bei Praxistests waren hier weitere Abschläge von 10–40 % zum *fair value* festzustellen. Kein Wunder, denn der Verkäufer ist dem Käufer in der Regel nicht bekannt. Damit geht der Käufer sämtliche Risiken bezüglich Herkunft, Qualität und möglicher Geldwäsche ein. Warum also den Diamanten zum Großhandelspreis einkaufen? Hinzu kommt in Deutschland beim Kauf die Umsatzsteuer von 19 %. Diese kann man durch den Kauf im Ausland gegebenenfalls reduzieren bzw. vermeiden, darf dann die Steine jedoch nicht nach Deutschland einführen. Es gab bereits einige Versuche, Diamanteninvestments als Kapitalanlage zu strukturieren. Im Juni 2008 wurde der Diamantenfonds einer neu gegründeten Investmentfirma, der Diamond Circle Capital, an der London Stock Exchange gelistet.⁸⁵ Der geschlossene Fonds hatte ein Volumen von gut 70 Mio. US-Dollar, der Emissionskurs betrug zehn US-Dollar. Gemäß der Investitionsstrategie wurden geschliffene Diamanten der höchsten Güte erworben, die mindestens 1 Mio. US-Dollar pro Stein kosteten. Ergänzend wurden wertvolle weiße oder farblich seltene Diamanten gekauft. Nach vier Jahren beträgt der festgestellte Börsenwert eines Fondsanteils nur noch sechs US-Dollar. Ein vielversprechendes Investment mit einem sehr interessanten Ansatz bietet »Diamond Asset Advisors«, eine 2010 gegründete Investmentfirma, deren Management über weitreichende Erfahrungen aus der Diamanten- und Private-Equity-Industrie verfügt.⁸⁶ Durch die Einbeziehung der börsennotierten Harry Winston erlangen Investoren das Eigentum von Diamanten, die über die Harry Winston Shops weltweit verkauft werden. Durch eine intelligente Konstruktion investieren Anleger ab 1 Mio. US-Dollar zu Großhandelspreisen und unter Vermeidung hoher Transaktionskosten. Investoren nehmen so direkt an den Wertsteigerungen, aber entsprechend auch an sinkenden Preisen von Diamanten teil. Das erste Closing dieses Fonds durch überwiegend institutionelle Investoren soll im Oktober 2012 erfolgen.

⁸⁵ Vgl. Bloomberg (2011), S. 24.
⁸⁶ Vgl. Tester (2012).

9 Die Kunst, in Kunst zu investieren

»Wenn Banker Banker treffen, reden sie über Kunst, wenn Künstler Künstler treffen, reden sie über Geld.«⁸⁷ Lange Zeit herrschte die Auffassung, dass mit Kunst- und Kapitalmarkt zwei Welten aufeinanderprallen, die nicht zusammenpassen. Doch Kunst und Ökonomie können sich durchaus ergänzen. Dies belegt nicht nur die wachsende Zahl an wissenschaftlichen Publikationen zu diesem Thema.⁸⁸ Auch in der Wirtschaftspresse wird Kunst immer häufiger erwähnt: »Add Picasso to your portfolio«, titelt beispielsweise CNN Money,⁸⁹ und die englische Presse erfreut sich am Wortspiel des »Monet-maker«.⁹⁰ Im aktuellen Umfeld scheint die zunehmende Anzahl publizitätsträchtiger Auktionsergebnisse auf eine Blasenbildung hinzuweisen. So wurde »Der Schrei« von Munch im Sommer 2012 zu einem Auktions-Rekordpreis von ca. 120 Mio. US-Dollar verkauft. Doch bereits 1990 wurde »Portrait of Dr. Gachet« von van Gogh bei Christie's in New York an den japanischen Großunternehmer R. Saito für 82,5 Mio. US-Dollar verkauft. Inflationsbereinigt entspricht das heute einem Preis von 144,6 Mio. US-Dollar.

9.1 Definition und Marktsegmente

Als Kunstmarkt wird die Gesamtheit aller Galerien, Kunstmessen, Sammlerbörsen oder Auktionen bezeichnet, bei denen Kunstwerke gehandelt werden. Akteure sind Künstler, Galeristen, Kunsthändler und Sammler. Die zentralen Kunstmarktsegmente sind Bildende Kunst (*fine art*: Gemälde, Skulpturen, Aquarelle, Zeichnungen, Fotografien) und Dekorative Kunst (*decorative art*: Antiquitäten, Porzellan, Kunstgewerbe und Textilien).⁹¹ Im Weiteren geht es um Bildende Kunst, die sich wiederum in verschiedene Segmente aufteilt, wobei die Abgrenzungen der Epochen nicht trennscharf sind:

- Alte Meister (1300–ca. 1800)
- Impressionismus (1860–1900)
- Klassische Moderne (ab 1900–1960)
- Zeitgenössische Kunst (ab 1960–1985)
- Zeitgenössische Kunst (ab 1986)

An der Spitze stehen die »Unschätzbaren«, jene Werke wie die Mona Lisa von Leonardo da Vinci, für die es keinen echten Preis gibt. Auf dem Kapitalmarkt gibt es dafür kein Analogon. Diese hochrangigen Werke haben sich aus einem Sieb- und Auswahlprozess von Jahrhunderten herauskristallisiert. Das Wertvollste am Kunstmarkt hat keinen Preis.⁹²

Mit entsprechendem Abstand schließen sich die *blue chips* an. Als solche fast »mündelsichere« Anlagen gelten neben den bekannten Alten Meistern und Niederländern auch Impressionisten und Expressionisten. Danach folgt der solide Durchschnitt von Werken, die ihren Kurs jahrzehntelang auf gleichem Niveau halten bzw. leicht steigern konnten. Risikobehaftet sind insbesondere Investments in zeitgenössische Kunst, da sie ihren Platz in der Kunstgeschichte erst noch beweisen muss. Man weiß nicht, ob ein Werk wirklich wegweisend und deshalb auch in späteren Jahren seinen Preis

87 Zitat von Oscar Wilde.

88 Vgl. Kunze (2002), S. 11.

89 Vgl. Pasha (2006).

90 Vgl. The Economist (2006), zitiert nach Schneller (2009), S. 10.

91 Vgl. McAndrew (2010), S. 1–30.

92 Vgl. Wagenführ (1965), S. 130.

noch wert ist. Wo junge Kunst zu etablierter bzw. klassischer Kunst wird, sind die Gewinnzuwächse am größten, vergleichbar mit erfolgreichen Seed Investments im Venture Capital.

9.2 Der Kunstmarkt in Zahlen

Marktzahlen zum Kunstmarkt bieten nur einen eingeschränkten Blick auf die Aktivitäten und das Transaktionsvolumen des Gesamtmarktes. Etwa die Hälfte des Umsatzvolumens wird durch den Kunsthandel generiert und nicht öffentlich dokumentiert. Einen sehr umfassenden Marktüberblick bietet die regelmäßige publizierte Studie der European Fine Art Foundation, Maastricht (TEFAF).

In den letzten Jahrzehnten waren London und New York die wichtigsten Kunsthandelsplätze. Noch 2006 wurden dort drei Viertel aller Umsätze erzielt. 2011 hat sich China mit 30 % Marktanteil vor die USA an die Spitze gesetzt.⁹³ Der internationale Kunsthandel konzentriert sich auf Auktionshäuser und Händler (Galerien, Zwischenhändler, Sammler, Private etc.). Im letzten Jahrzehnt teilten sich diese beiden Parteien den Markt zu gleichen Teilen. Dominierend im Bereich der Auktionshäuser sind Christie's und Sotheby's, die ihre Wurzeln in London haben.⁹⁴ Ihr Umsatzanteil beträgt zusammen etwa 50 %⁹⁵ des Auktionsmarktes.⁹⁶ Bei Auktionshäusern wurden 2011 1 675 Transaktionen über 1 Mio. US-Dollar registriert. Der weitaus größte Teil, 91 % der gehandelten Werke, hat einen Wert unter 25 000 US-Dollar.⁹⁷ Bei Auktionen verlangt das Auktionshaus in der Regel sowohl vom Käufer als auch vom Verkäufer eine Kommission. Während das vom Käufer zu tragende Aufgeld regelmäßig zwischen 10 % und 25 % des Verkaufspreises liegt, betragen die Kosten (Abgeld) für den Verkäufer überwiegend zwischen 8 % und 15 %. Sie variieren auch je nach Wert und Volumen der versteigerten Güter.⁹⁸

93 Vgl. TEFAF Maastricht (2011), S. 23.

94 Vgl. McAndrew (2010), S. 10.

95 Das zusätzliche Prozent ist auf Rundungen zurückzuführen.

96 Vgl. TEFAF Maastricht (2011), S. 30.

97 Vgl. McAndrew (2010), S. 29.

98 Vgl. ebenda, S. 12.

Weltweiter Umsatz im Kunst- und Antiquitätenmarkt

Angaben in Mrd. US-Dollar

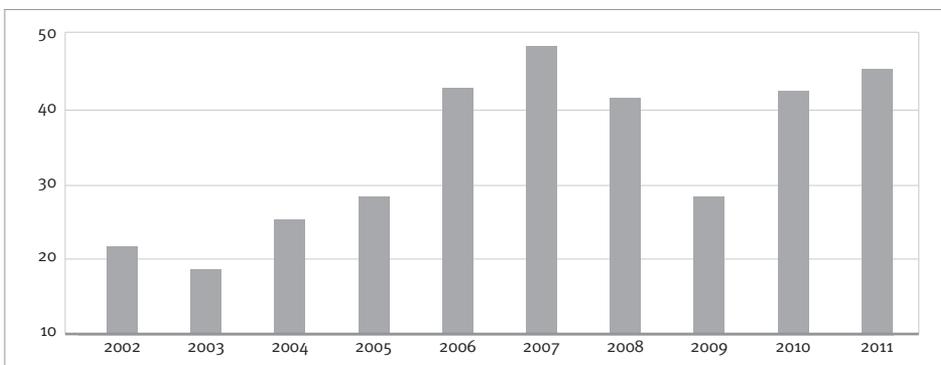


Abb. 13

Quelle: TEFAF Maastricht (2011), S. 21.

9.3 Die Internationalisierung des Kunstmarktes

Einige Kunstkenner vertreten die These, dass der Kunstmarkt erst 1974 – ausgehend vom steigenden Luxusappetit der amerikanischen Babyboomer-Generation – durch die Inflationspanik des Ölschocks wirklich belebt wurde. Im Gegensatz zu ähnlichen früheren Situationen, wo angesichts des Wegschmelzens des Geldwertes die Flucht in Gold, Silber oder Land stattgefunden hatte, kam damals Kunst als ein »neues« Investment dazu.⁹⁹

Früher war der Markt hauptsächlich von Kennern und Kunstsammlern dominiert. Heute ist der Kunstmarkt weitaus offener, auch für die Allgemeinheit. Interessante Museen und Ausstellungen weisen im letzten Jahrzehnt Rekordbesuche auf, wie die Ausstellung im Frühjahr/Sommer 2012 von Gerhard Richter in Berlin beweist. 380 000 Kunstinteressierte besuchten die Ausstellung in nur drei Monaten. Im Vergleich zu den Kapitalmärkten ist der Kunstmarkt insgesamt durch ausgeprägte Informationsasymmetrien zwischen Marktinsidern und Außenstehenden sowie Intransparenz gekennzeichnet. Der Kunstmarkt ist für qualitativ hochwertige Kunst ein Verkäufermarkt, bei dem die Marktlage insgesamt infolge von Angebotsmangel durch steigende Preise gekennzeichnet ist. Anderes als in der Wirtschaft üblich, führt eine hohe Nachfrage nicht zu größerer Produktion, sondern zu höheren Preisen. Das Angebot ist also preisunelastisch. Zudem gelangt viel Kunstgut in die »Einbahnstraße« Museen. Von dort aus gibt es in der Regel kein Zurück mehr auf den Markt. Die Angebotsseite reduziert sich durch unsachgemäße Lagerung, Diebstahl, Krieg oder Zerstörung. Vor allem erstklassige Kunst kennt keine nationalen Grenzen. Die Globalisierung hat den Kunstmarkt ergriffen und fördert die Markteffizienz des Kunstmarktes. Je mehr der Wohlstand eines Landes zunimmt, desto stärker wird, früher oder später, die Nachfrage im Kunsthandel. Die Globalisierung macht sich besonders auf der Käuferseite bemerkbar, mit zunächst starkem Bezug zur heimischen Kunst (*home bias*).¹⁰⁰ Durch das Aufkommen von »neuer« Kunst in Schwellenländern wird die auf gestiegenem Wohlstand beruhende Nachfrage nur marginal kompensiert. Bessere Information und größere Transparenz haben das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Marktes erhöht. Neue Marktteilnehmer wie Kunstfonds, Hedgefonds und die Garde der neuen Internetmillionäre und -milliardäre drängen in den Markt. Unternehmen schmücken ihre Eingangshallen mit Kunst und sponsern Kunstevents. Die zunehmende Nähe von Kunst und Kapitalanlage schlägt sich auch in der Tatsache nieder, dass sich die Zentren des Kunstmarktes an denselben Stellen befinden, an denen auch die Finanzzentren angesiedelt sind: New York und London stehen an erster Stelle. Hinzu kommen neuerdings auch Singapur und Hongkong in den Freihandelszonen direkt an den Flughäfen.

9.4 Preisbildungsfaktoren¹⁰¹

Die richtige Bewertung eines Gemäldes ist aufwendig und zeitintensiv. Sie erfordert den Besuch von Galerien, Messen und Auktionen, Gespräche mit Insidern und das Studium von Fachliteratur und

⁹⁹ Vgl. Schneider (2005).

¹⁰⁰ Vgl. The Economist Newspaper (2006), zitiert nach Schneller (2009).

¹⁰¹ Vgl. Schneller (2009), S. 24.

Internetdatenbanken. Damit sind die Suchkosten vergleichsweise sehr hoch und der Zeitaufwand immens. Die Preisbildung hat zwar eine subjektive Prägung. Dennoch hat auch eine Vielzahl von Preisbildungsfaktoren¹⁰² durchaus objektiven Charakter:

- Geschmack der Zeit für Stilrichtung und Genre
- Kunsthistorische Bedeutung des Werkes
- Qualität/Herkunft des Künstlers/Werkes
- Präsenz des Künstlers am Markt
- Seltenheit von Werken des Künstlers
- Provenienz des Werkes (lückenlose Dokumentation der Herkunft, vor allem Kriegsjahre)
- Marktfrische des Werkes (Zeit, bis Werk gehandelt wird, gut sieben bis zehn Jahre)
- Erkennbarkeit des Künstlers im Werk
- Zustand des Werkes

Der Kunstmarkt wird oft mit der Luxusindustrie verglichen. Da es sich allerdings bei der Kunst im Allgemeinen um Unikate handelt, übersteigt der Symbolwert der Ware Kunst den des Luxusgutes bei Weitem. Finanztechnisch hingegen ähneln die Kunstmärkte dem Private-Equity-Geschäft, da sie wenig erschlossen sind, der Informationsstand sich äußerst ungleichmäßig zeigt, die Bewertungen schwierig sind und es eine begrenzte Zahl von Mitspielern gibt.¹⁰³ Gründe für den Anstieg von Kunstpreisen sind:¹⁰⁴

- Mehr Liquidität am Markt
- Bessere Information
- Globalisierung (Emerging Markets, mehr Wohlstand)
- Nachfrage ist größer als das Angebot
- Angebot verringert sich tendenziell
- Kunst als sachwertorientierte Kapitalanlage
- Niedrigere Transaktionskosten

9.5 Datenmaterial und Renditen

Die ökonomische Wissenschaft und Forschung hat die Kunst und ihre Märkte noch bis in die zweite Hälfte des 20. Jahrhunderts hinein ignoriert. Die erste seriöse Untersuchung der Ökonomie des Kulturbereichs wurde 1966 von Baumol und Bowen publiziert. Einige Studien unterscheiden auch zwischen monetärer und emotionaler Rendite. Sie argumentieren, dass bei Kunst zusätzlich zur rein monetären Wertsteigerung eine emotionale Rendite durch das Betrachten und Besitzen eines Bildes anfällt (Liebhaberei, Schönheit, Prestige etc.).

Insbesondere die sehr langfristig angelegten Studien,¹⁰⁵ die bis 1652/1780 zurückgehen, stellen in Frage, ob Kunst im Vergleich zu anderen Anlageklassen eine risikoangepasste Rendite erzielt. In ihren Studien ermitteln sie nominale Renditen von lediglich 0,9 bis 3,0 % p. a. Doch dieser Vergleich

¹⁰² Vgl. Czotscher (2006).

¹⁰³ Vgl. Bilanz (2007), S. 72.

¹⁰⁴ Vgl. Lee (1988), S. 65.

¹⁰⁵ Anderson (1974); Baumol (1986); Buelens/Ginsburgh (1993).

bezieht nicht ein, dass Aktien, Anleihen oder Immobilien den Siebenjährigen Krieg (1756–1763), die Französische Revolution (1789–1799), Napoleons Eroberungsfeldzüge (1804–1815), diverse kürzere regionale Kriege sowie den 1. und 2. Weltkrieg nur selten schadlos überstanden bzw. Eigentumsrechte verfallen oder vereinnahmt wurden. In diesem Vergleich ist das Ergebnis von Kunst, die Wertbewahrung nach Inflation, ein gutes Anlageergebnis. Kunst war in diesen unruhigen Zeiten keine *return producing strategy*, sondern eine *risk reducing strategy*.¹⁰⁶ Wer zu dieser Zeit sein Geld in einheimischer oder fremder Währung angelegt hat, büßte – gleichgültig, um welche Währung es sich handeln mag – stets einen Großteil der Kaufkraft ein. Wirklich aussagekräftiges Datenmaterial, darunter Aufzeichnungen über Kunstauktionen, steht erst seit den 70er-Jahren zur Verfügung. Daher basieren Analysen, die danach und über den Zeitraum ab 1970 erstellt wurden, zumeist auf einer sehr viel umfangreicheren Datenbasis und bilden damit die Realität besser ab.

Grundsätzlich gibt es vier Methoden zur Erstellung von Preisindizes: die Durchschnittspreismethode, die Methodik der wiederholten Verkäufe, die hedonische Regression und hybride Konstruktionen, die sich der anderen Methoden bedienen.¹⁰⁷ Alle haben ihre Vor- und Nachteile und sind nicht vollständig mit den Indizes liquider Anlageklassen vergleichbar.

Die Informationsdichte und -qualität der wichtigen Kunstdatenbanken (artnet, Artprice, Art Sales, AMR, Artfact etc.) zur Berechnung des Erfolges einzelner Künstler oder des Marktes an sich werden immer professioneller. Eine zunehmende Anzahl wissenschaftlicher Untersuchungen hat sich in den letzten Jahren mit der Renditeermittlung von Kunst beschäftigt. Die Datenbasen, Samples, Perioden und Methoden sind zwar unterschiedlich und so auch die Ergebnisse. Alle weisen jedoch eine positive Rendite aus, die zwischen 5,5 und 12,6 % p. a. liegt.¹⁰⁸

¹⁰⁶ Vgl. Schneller (2009), S. 13; Pasha (2006).

¹⁰⁷ Vgl. Bernhard (2005), S. 105; Kräussl (2010), S. 63–86.

¹⁰⁸ Vgl. Schneller (2009).

Vergleich Tutela Global Art 100 Index vs. MSCI World Index

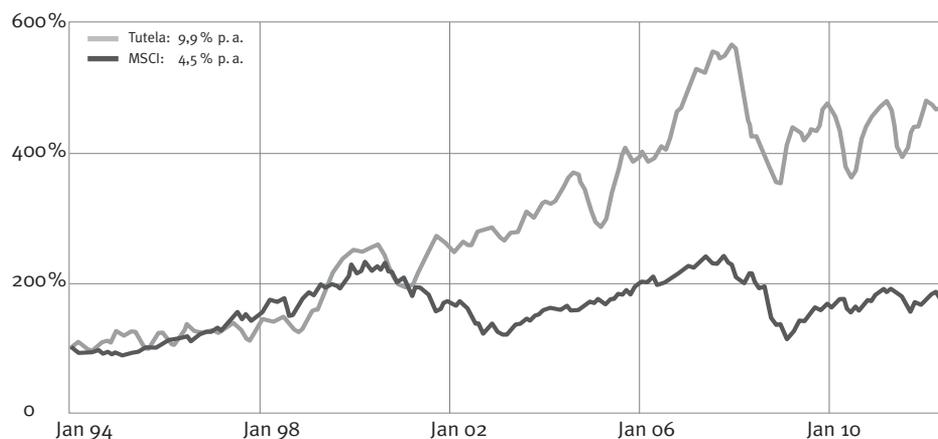


Abb. 14

Quelle: Tutela Capital; eigene Berechnungen.

Die Korrelation von Kunst mit dem MSCI World Index

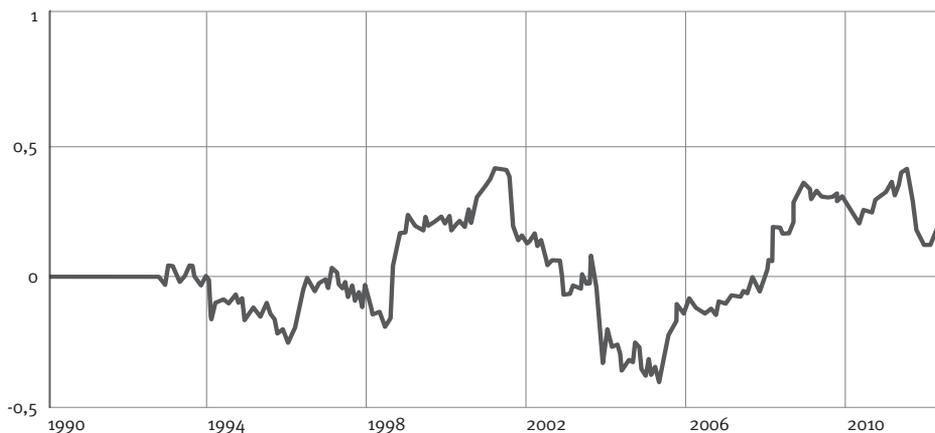


Abb. 15

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

Durch Preisindizes kann Kunst als Anlageklasse im Portfoliokontext eingesetzt werden. Hervorzuheben sind die Indexberechnungen von Mei und Moses Art Market Research (AMR) und artnet, die in Kombination mit Marktanalysen, Expertenmeinungen und Insidergesprächen eine nützliche Orientierungshilfe bieten können, welche Renditen mit Kunst zu erwarten sind. Seit 2000 betragen die Renditen je nach Segment zwischen 8 und 12 % p. a. (bei überdurchschnittlicher Volatilität). Aus der anerkannten und sehr umfangreichen Datenbank von artnet sowie eigenen Recherchen hat die auf analytische Tools und Investmentstrategien im Kunstbereich spezialisierte Investmentfirma Tutela Capital einen repräsentativen globalen Index entwickelt. Dieser setzt sich aus insgesamt 100 Künstlern der fünf Kunstsegmente zusammen.

Aus Sicht eines Investors ist die Prognose der zukünftigen Renditen wichtiger als die Darstellung einer historisch erreichten Rendite. Die Mittelwertberechnung liefert dafür seit 1990 eine Rendite von 5,9 % p. a. Im Vergleich dazu erzielte der weltweite Aktienindex MSCI World (local) eine Rendite von lediglich 4,0 % p. a. Mittels Indizes kann neben der Rendite auch die Korrelation von Kunst zu anderen Asset-Klassen berechnet werden. Die meisten Studien, die sich mit diesem Thema beschäftigen, bescheinigen keine oder nur eine leicht positive Korrelation von Kunst zu anderen Asset-Klassen. Im dargestellten Vergleich zum weltweiten Aktienindex MSCI World (local) ist die rollierende 36-Monats-Korrelation ebenfalls nur leicht positiv und beträgt 0,22.

Negative Aktienmärkte lösen nur bedingt Verkäufe von Kunst aus, da die Kunstgegenstände überwiegend bei Sammlern und anderen Langfristinvestoren liegen. Das empirische Material zeigt, dass der Kunstmarkt im Allgemeinen beständiger als die Börse ist, unter der Voraussetzung, dass man die richtigen Anlagen (Qualität) wählt. Nicht jede Rezession wird vom Kunstmarkt geteilt – umgekehrt kann man behaupten, dass Zeiten schwerer Krisen am Kunstmarkt immer auch Zeiten

der Depression der Börse sind. Krisen wirken oft als Folge der Flucht in die Sachwerte preiserhöhend auf den Kunstmarkt.

Der Wissenschaftler Oliver Chanel untersuchte empirisch die Kunstpreisentwicklung von 1961 bis 1993 mit den Börsenentwicklungen und stellte fest, dass es zwar Parallelen zwischen Kunst- und Kapitalmarkt gebe, jedoch keine systematischen Wirkungszusammenhänge. Langfristig besteht eine Korrelation zu wirtschaftlicher Prosperität bzw. *Wealth creation*. Kunst gilt als *Consumer confidence Index* der Vermögenden. Die Dynamik am Kunstmarkt unterscheidet sich insofern von der übrigen Wirtschaft, als es in der Kunst und ihren Techniken keinen feststellbaren Fortschritt gibt.

Betrachtet man die »gefühlte« Korrelation abseits finanzmathematischer Berechnungen, dann haben sich während der aktuellen Finanzkrise folgende Auffälligkeiten gezeigt:

- Die Abwärtsbewegung nach Krisenbeginn setzt bei Kunst mit Verzögerung ein.
- Die Korrektur ist scharf und tief.
- Die Erholung tritt früher und nachhaltiger als bei Aktien ein.
- Weitere Kurseinbrüche des Aktienmarktes werden nicht mehr nachvollzogen.

9.6 Kunst als Sachwert

Immobilien und Gold haben einen Materialwert. Der Wert von Kunstwerken entspräche analog dazu theoretisch der Summe aus den Preisen für die Produktionsfaktoren Farbe, Leinwand, Rahmen und Entlohnung für den Künstler. Kunst ist allerdings ein untypischer Sachwert. Denn in ihrer Welt zählt der geistige, künstlerische Inhalt, der auf der intellektuellen Fähigkeit des Künstlers beruht. Ein Kunstwerk ist dann wertvoll, wenn es einzigartig, nicht reproduzierbar und durch Originalität gekennzeichnet ist.¹⁰⁹ Der Wert eines Bildes wird demnach primär durch den Namen des Künstlers bestimmt. Der Gedanke »Flucht in die Sachwerte« ist für den modernen Kunsthandel von besonderer Wichtigkeit. Tatsächlich gibt es Kunstwerke, die einen Zufluchtsort darstellen, der auch Weltkriege überdauern kann. Der Geldüberhang in den höchsten Vermögens- und Einkommensschichten wartet auf Anlage. Und Kunst bietet die Möglichkeit, auf wenig Raum viel »Wert« zu transportieren, und das leichter als mit Gold. Die Einzigartigkeit und die Dauerhaftigkeit macht Kunst zu einem Wertaufbewahrer, potenzieller Kapitalgewinn eingeschlossen.

Kunst, Geld und Währung

Auktionshäuser sind das Äquivalent der Börse für den Kunstmarkt. Kunstmesse erfüllen die Etablierung von Kunst als Währung, wie schon in fernster Vergangenheit viele Künstler ihre Werke als Währung/Geld eingesetzt haben. Kunst ist letztendlich nicht ökonomisch-mathematisch erfassbar wie große Teile der Wirtschaft. Ebendeshalb hat das Geld Kunst zur Währung erhoben. Sie ist wie die nationalen Währungen unberechenbaren Schwankungen unterworfen. Doch aufgrund ihres materiellen Daseins bietet die Kunst den Anschein von größerer Sicherheit. Auch für Kunst gilt wie

109 Vgl. Kunze (2002), S. 41.

für Geld: Steigt das Vertrauen, steigt der Wert. Steigt der Wert, zeigt sich das Vertrauen gerechtfertigt, worauf sich noch mehr Käufer finden. Kunst scheint als Währung sicherer als das übrige Zeichengeld und hat tendenziell Elemente eines neuen Goldstandards.

9.7 Anlagemöglichkeiten

Im aktuellen Kapitalmarktumfeld sind viele Investoren auf der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten. Es gibt gute Gründe, dass Kunst hier eine attraktive Alternative darstellen kann. Kunstfonds sind ein probates Mittel, ein Kunstinvestment sinnvoll zu steuern und organisiert durchzuführen. In der Historie gibt es überwiegend negative Beispiele von gescheiterten Kunstfonds. Das liegt vor allem daran, dass wichtige Prämissen, die für den Erfolg ausschlaggebend sind, nicht umgesetzt wurden. Aber es geht auch anders. The British Rail Pension Fund¹¹⁰ wurde vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise 1973/74 und der extrem hohen Inflationsrate mit einem Volumen von 40 Mio. Britischen Pfund aufgelegt, um das Pensionsvermögen zu diversifizieren und den Wert real zu erhalten.

Das aufgebaute Portfolio bestand aus etwa 2 400 Werken. Die Desinvestitionsphase begann 1987 und war größtenteils 1990 abgeschlossen. Damit fiel der Verkauf des Portfolios mitten in die Überhitzungsphase des Marktes Ende der 80er-Jahre. In diesem Marktumfeld wurde ein großer Renditebeitrag der Gesamrendite von 13,8 % p. a. (nach Kosten) erwirtschaftet.¹¹¹

Der Fine Art Fund startete 2004 mit einem Volumen von 20 Mio. US-Dollar und einer Mindestanlage von 250 000 US-Dollar. Nach Krepler (2007) ist der Fine Art Fund aktuell »der einzige größere, diversifizierte Kunstfonds, der nachvollziehbar am Markt aktiv ist, Kunst handelt und Rendite erwirtschaftet«. ¹¹² Nach eigenen Angaben liegt die bisher realisierte Rendite auf 46 bereits verkaufte Werke bei 20,1 % p. a. ¹¹³ Insgesamt verwaltet die Fine Art Fund Group 100 Mio. US-Dollar. Auch beim Fine Art Fund zeigt sich, dass das Kunstgeschäft ein ausgesprochenes *People's Business* ist. Nach Fondsgründer Philip Hoffman, einst Mitglied des International Management Board von Christie's, sind lukrative Transaktionen überwiegend *off the market* realisierbar. ¹¹⁴ Und gerade dort zeigt sich die Bedeutung von Kontakten und Insiderwissen.

Wie sollte ein erfolgreicher Kunstfonds gestaltet werden?

- Exzellentes Know-how des Fondsmanagements in Bezug auf Kunst und gute Vernetzung innerhalb der Kunstszene
- Erfolgsbilanz (*track record*) des Managements
- Seriosität des Anbieters
- Banktechnisches und betriebswirtschaftliches Know-how
- Klare Investitionskriterien mit Ausschluss von Klumpenrisiken
- Dokumentation und Nachvollziehbarkeit von Investmententscheidungen

110 Vgl. Eckstein/Willette (2011), S. 136.

111 Vgl. Bernhard (2005), S. 258.

112 Vgl. Krepler (2007), S. 61.

113 Vgl. The Fine Art Fund Group.

114 Vgl. Krepler (2007), S. 62.

- Hohe Interessengleichheit zwischen Management und Investoren
- Gutes Chancen-Risiko-Verhältnis
- Überzeugende rechtliche Fondsgestaltung
- Mindestvolumen, um Fixkosten im Rahmen zu halten, insgesamt niedrige Kosten
- Professioneller Vertrieb, auch international

Unbedingt zu vermeiden sind:

- Kein »echtes« nachgewiesenes Branchen-Know-how des Managements
- Management »falsch« finanziell motiviert, nicht vom Erfolg abhängig, nur beratend tätig
- Bestände aus Privatsammlungen/Museen etc. aus dem Dunstkreis der Fondsiniciatoren werden in den Fonds eingebracht
- Einseitige Ausrichtung des Genres (zum Beispiel nur zeitgenössische Kunst)
- Hohe Fondskosten (inkl. Agio > 8 %) und jährliche Managementgebühren (> 2,5 %)

Es ist ambitioniert, einen hochwertigen Kunstfonds zu konzipieren, ausreichend Kapital zu generieren und für den Investor eine attraktive Rendite zu erzielen. Mit vorgenannter »Bedienungsanleitung« besteht dazu aber eine gute Chance.

10 Luxus

»Man umgebe mich mit Luxus. Auf alles Notwendige kann ich verzichten«, sagte Oscar Wilde schon im 19. Jahrhundert. Im 21. Jahrhundert öffnet sich die Welt des Luxus zunehmend nicht nur für Konsumenten, sondern auch für Privatanleger. Dabei ist es möglich, sowohl direkt in die Luxusgüter, wie zum Beispiel Oldtimer oder Schmuck, als auch in den edlen Konsumbereich anhand von Aktien und Zertifikaten zu investieren. Die seit Jahren überdurchschnittlich hohen Wachstumsraten charakterisieren die Luxusbranche als konjunkturresistenten Wachstumsmarkt mit großem Investitionspotenzial. Vor allem langfristig orientierten Anlegern bieten sich hier attraktive Möglichkeiten. Laut Boston Consulting Group¹¹⁵ belief sich der globale Umsatz der Luxusbranche (einschließlich Premiumfahrzeugen) in 2011 auf ca. 1,4 Bio. Euro, während allein der Umsatz mit persönlichen Luxusgütern (Mode, Kosmetik etc.) rund 191 Mrd. Euro ausmachte.¹¹⁶ In diesem Segment wird bis 2014 mit zusätzlichen 20 % an Wachstumspotenzial gerechnet. Nach moderatem Wachstum während der Finanzkrise erholte sich die Branche zuletzt deutlich. Schätzungen zufolge könnte die gesamte Luxusbranche bis 2025 um 9 % jährlich wachsen.

Luxusgüter haben ein enormes und anscheinend krisenfestes Potenzial, das zunehmend in den Fokus von Investoren rückt. Allerdings sollten Anleger auch in dieser Branche stark auf die Produktpalette sowie aktuelle Markttendenzen achten. Gerade in der Luxusbranche sind Trends und Moden ein wichtiger Bestandteil einer fundierten Wertanalyse.

10.1 Merkmale von Luxusgütern

Das Verständnis von Luxus unterlag historisch starken Veränderungen und ist darüber hinaus auch von subjektiven Bewertungen abhängig. Folglich fehlt es bis dato an einer einheitlichen Definition für Luxus. Laut Meyers Enzyklopädischem Lexikon ist Luxus »Konsum oder sonstiger Aufwand, der, nach Maßgabe historischer oder regional spezifischer, jedoch sich verändernder Normen, das gesellschaftlich betrachtet Notwendige übersteigt«. Hier stellt sich jedoch die Frage, wo die Grenze zwischen dem Notwendigen und wahren Luxus liegt. *Ökonomisch gesehen* werden Güter mit einer Einkommenselastizität größer als eins, deren Nachfrage also mit einer Steigerung des Einkommens überproportional zunimmt, als Luxusgüter bezeichnet.¹¹⁷ Aus Konsumentensicht sind sechs Eigenschaften eines Luxusgutes wichtig bzw. charakteristisch:

1. Premiumqualität,
2. Ästhetik,
3. höherer Preis im Vergleich zu anderen Marken derselben Produktgruppe,
4. Einzigartigkeit bzw. Seltenheit,
5. lange Historie und Tradition sowie
6. Nichtnotwendigkeit bzw. Überflüssigkeit.¹¹⁸

Diesen Merkmalen entsprechend unterscheiden Konsumenten zwischen zwei traditionellen Luxus-kategorien wie *Hard-Luxus* (Autos, Uhren und Schmuck) und *Soft-Luxus* (Mode und Accessoires)

115 Vgl. Bellaiche et al. (2012).

116 Vgl. Bain & Company/Fondazione Altgamma (2012).

117 Vgl. Fischbach (1986).

118 Vgl. Dubois et al. (2001).

Entwicklung des globalen Marktes von persönlichen Luxusgütern, 2001–2014

Angaben in Mrd. Euro (links) und % (rechts)

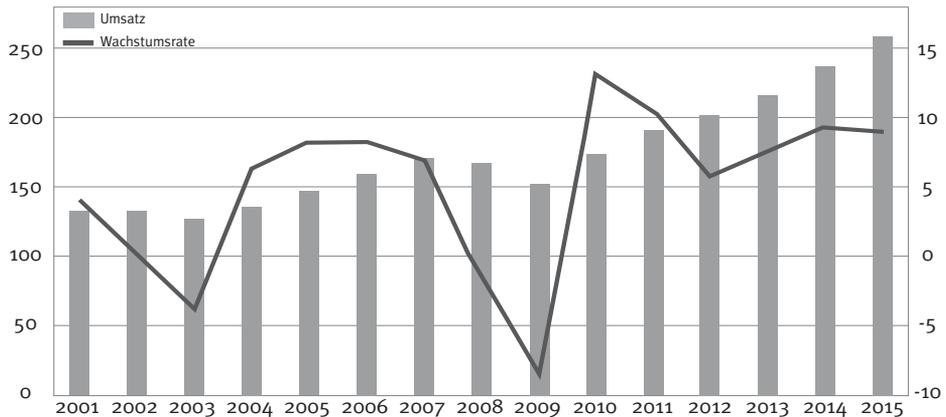


Abb. 16

Quellen: Bain & Company/Fondazione Altgamma (2011); eigene Berechnungen.

sowie einer relativ neuen Kategorie Erlebnisluxus (Reisen und Wellness). Aus der Produktperspektive kann Luxus in drei Bereiche unterteilt werden: Der *klassische Luxus* umfasst die Produktkategorien Mode und Accessoires, Uhren und Schmuck, Parfum und Kosmetik sowie Wein und Spirituosen. Dem *erweiterten Luxus* werden die Branchen Autos, Küchen, Yachten und Häuser zugeordnet. Der neue Luxus schließt Fashion Electronics, Wellness und Urlaub sowie Kunst und Design ein.¹¹⁹ Außerdem wird zwischen persönlichem Luxus und Investmentluxus unterschieden. Zum *persönlichen Luxus* gehören Parfum und Kosmetik, Mode und Accessoires, Champagner, Hotel, Private/First Class Aviation, Elektronik und Schreibgeräte. Der *Investmentluxus* beinhaltet Oldtimer, Schmuck, Küchen, Uhren, Kunst und Musikinstrumente.¹²⁰ Hierbei nehmen weltweit Investmentluxusgüter einen größeren Marktanteil (53 %) ein als die persönlichen Luxusgüter (47 %). Unter Investments in Luxusgüter sind die Anlagen in Oldtimer und Yachten (29 % aller Investments), Kunstsammlungen (22 %) oder Juwelen (22 %) am populärsten. Hierbei sollte beachtet werden, dass Autos und Yachten, abgesehen von Ausnahmefällen, nach dem Erwerb an Wert verlieren und damit nicht als Investition im engeren Sinne gesehen werden sollten. Historische Fahrzeuge und wertsteigernde Maßnahmen wie Umbauten oder Veredelungen können als die erwähnten Ausnahmen angeführt werden.

10.2 Tendenzen in der Luxusbranche

Die Luxusindustrie boomt. Sie ist weltweit ein Billionenmarkt und meldet kontinuierlich neue Umsatzrekorde. Die aktuell schwierige wirtschaftliche Situation scheint die Konsumenten der Branche nicht zu stören. Gerade aufgrund der angespannten Lage an den Finanzmärkten ziehen viele

¹¹⁹ Vgl. Roland Berger Strategy Consultants (2007).

¹²⁰ Vgl. ebenda (2012).

Struktur des Investmentluxus¹²¹

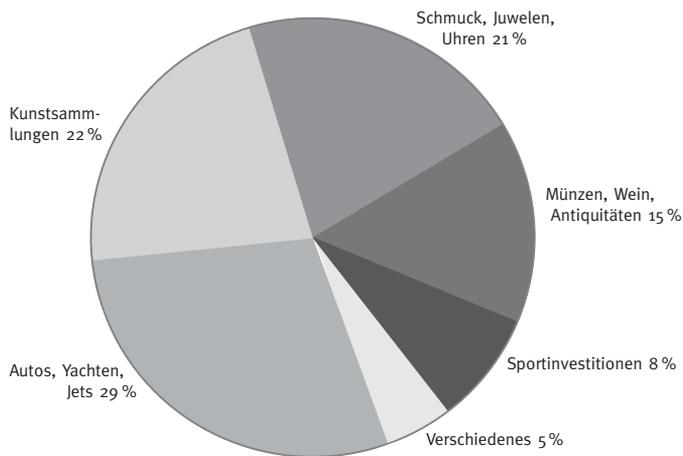


Abb. 17

Quellen: Capgemini; Merrill Lynch (2011).

wohlhabende Anleger Teile ihres Geldes aus herkömmlichen Geldanlagen ab und fragen vermehrt Luxusgüter nach. Analysen zeigen, dass die Preissteigerung von Luxusgütern ein kontinuierliches Phänomen und durch wachsende Produktionszahlen kaum beeinflussbar ist. Als Basis für die Preisgestaltung in der Luxusgüterbranche dienen hauptsächlich nicht die Herstellungskosten, sondern vielmehr der Bekanntheitsgrad des Produzenten. Dementsprechend ist die Branche relativ unabhängig von vorherrschenden konjunkturellen Trends und zeichnet sich durch hohe Gewinnmargen von bis zu 55 % aus.¹²²

Die Branche profitiert besonders von den Vorzügen der Globalisierung, in deren Zuge neue Märkte erschlossen werden und innovative Luxusmarken Verbreitung finden. Hierbei gewinnen vor allem europäische Marken, die für den größten Anteil (ca. 70 %) des globalen Angebotes an Luxusartikeln verantwortlich sind.¹²³ Expansionswillige Anbieter von Luxusgütern nehmen mittlerweile auch auf den ersten Blick weniger naheliegende Zielländer wie Aserbaidschan, Indonesien, Mexiko, Südafrika oder Vietnam ins Visier. Globaler Tourismus erleichtert den Zugang zu den Luxusgütern zusätzlich – Analysten zufolge sorgen allein Reisende aus China für 50 % des Umsatzes in Luxusmetropolen wie Paris, London und Mailand.¹²⁴ Zusätzlich verschärft sich auch der Wettbewerb in der Branche, wo etablierte amerikanische und europäische Unternehmen zunehmend mit neuen Firmen aus Schwellenländern konkurrieren müssen.

Die Wachstumsperspektiven der traditionell stark im Westen verankerten Luxusbranche verschieben sich aktuell nach Osteuropa, Asien und Lateinamerika. Bereits heute findet jeder dritte Premiumartikel seinen Käufer in Ländern wie China, Indien, Russland und Brasilien. Derzeit ist der europäische Markt mit 36 % noch für den größten Anteil am globalen Umsatz mit Luxusgütern

¹²¹ Die Kategorie „Verschiedenes“ beinhaltet Club-Mitgliedschaften, Waffen, Reisen und Musikinstrumente.

¹²² Vgl. Walkshäusl et al. (2011).

¹²³ Vgl. Frontier Economics (2012).

¹²⁴ Vgl. Bain & Company/Fondazione Altagamma (2012).

Struktur des globalen Luxusabsatzmarktes, 2011 vs. 2014

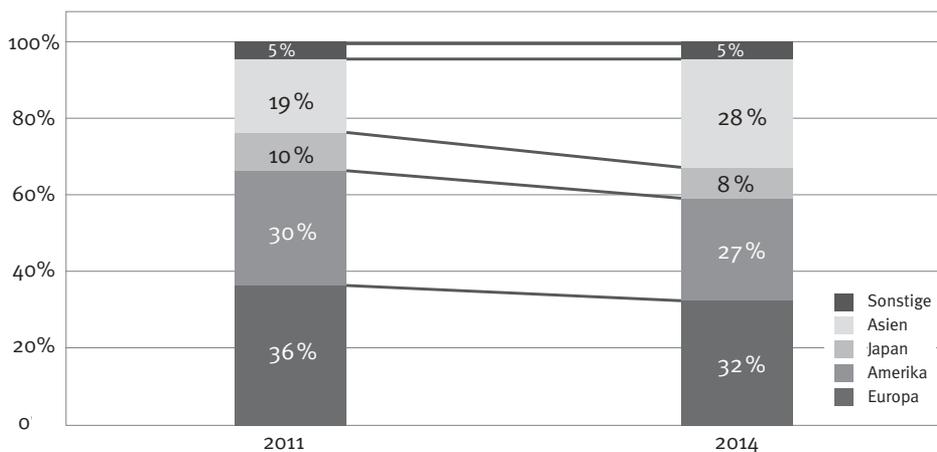


Abb. 18

Quelle: Bain & Company/Fondazione Altgamma (2012).

verantwortlich. Ein schwacher Euro sowie steigender Tourismus sorgen für zusätzliche Nachfrage in dieser Region. Allein der Umsatz im deutschen Luxusmarkt wuchs in 2011 um 16 % auf 12,6 Mrd. Euro an.¹²⁵ Nord- und Lateinamerika bleiben der zweitgrößte Absatzmarkt (30 % des globalen Umsatzes in 2011) mit den USA als Nachfrageschwerpunkt.

Die aktuellen Tendenzen in der Branche deuten darauf hin, dass der asiatische Absatzmarkt in den nächsten fünf Jahren die Führung übernehmen wird (19 % des globalen Umsatzes in 2011). Experten erwarten, dass sich Asien viel schneller als andere Regionen als Luxusmarkt entwickeln wird. Dieser Trend wird begünstigt durch die vergleichsweise junge Bevölkerung und das überdurchschnittliche Wirtschaftswachstum, vor allem in China und Indien. Bis zum Ende dieses Jahrzehnts könnten ca. 60 % des Umsatzes der Luxusbranche aus dieser Region kommen. Der Konsum allein in China sollte Schätzungen zufolge um 25 % jährlich steigen. Rapide wirtschaftliche Entwicklung, Urbanisierung sowie eine rasante Expansion von europäischen und amerikanischen Luxusmarken werden China bis 2015 zum weltweit größten Markt für Luxusartikel machen. Darüber hinaus steigt die Nachfrage in zuvor eingebrochenen Märkten wie Indien und Russland mittlerweile wieder, sodass in den kommenden Jahren mit einem durchschnittlichen Wachstum von 7 % gerechnet wird.¹²⁶

Die Luxusindustrie profitiert von einer weltweit wachsenden Zielgruppe. Als wichtige Wachstumsdeterminanten des Luxussegments gelten demografische Entwicklungen und die Zunahme vermögender Bevölkerungsschichten. Bedingt durch die Alterung der Bevölkerung in den Industriestaaten und wachsenden Wohlstand in aufstrebenden Ökonomien steigt die Nachfrage nach Erlebnis-Dienstleistungen (zum Beispiel Kreuzfahrten) und Luxusgütern. Laut Capgemini und

¹²⁵ Vgl. Roland Berger Strategy Consultants (2012).

¹²⁶ Vgl. Bellaïche et al. (2012).

Mittelschichtbevölkerung weltweit, 2010–2030

Angaben in Mrd.

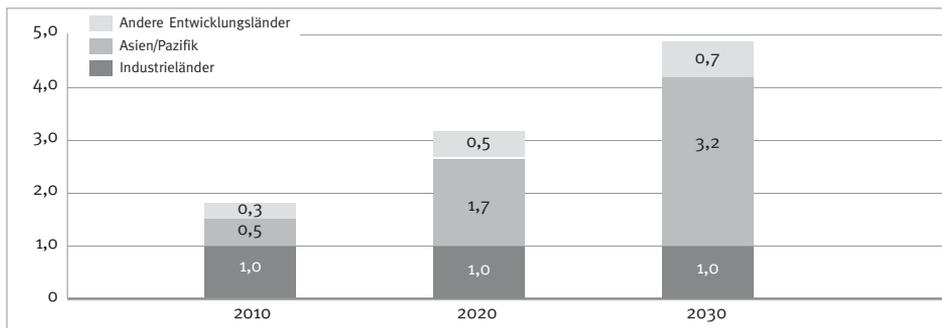


Abb. 19

Quelle: OECD (2011b).

RBC Wealth Report verfügen aktuell ca. 11 Mio. Haushalte weltweit über ein jährliches Einkommen in Höhe von mehr als einer Mio. US-Dollar (0,8 Mio. Euro). Obwohl sich das Finanzvermögen der weltweit wohlhabendsten Personen während der Finanzkrise um 1,7 % auf 35 Bio. Euro reduziert hat, nimmt die Anzahl der Millionäre und Milliardäre in Brasilien, Russland und China kontinuierlich zu.¹²⁷ Während das Durchschnittsalter der Luxusconsumenten in Europa und USA deutlich steigt, nimmt es in Asien konstant ab. Junge Konsumenten aus wachsenden Oberschichten in Schwellenländern fragen Luxus verstärkt nach und sind ein wichtiger Wachstumsmotor für die kommenden Jahrzehnte.

Die neue Generation der Luxusconsenschaft verändert auch tradierte Geschmacksmuster: Frauen entdecken für sich die traditionellen Männerluxusartikel (Autos und Uhren). Männer streben zunehmend nach herkömmlich femininen Markendimensionen wie Mode und Kosmetik. Luxus wird demokratischer, selbstverständlicher – auch für die Mittelschicht. Ein deutlicher Einstellungswandel lässt sich bei Konsumenten aller Altersklassen erkennen. Luxusaffinität, Qualitäts- und Designbewusstsein steigen kontinuierlich. Viele Menschen assoziieren Luxus nicht mehr mit Prestigekäufen und Statusdenken, sondern mit immateriellen Werten wie Lebensqualität und Wohlergehen. Die Nachfrage verschiebt sich in die Richtung der Erlebnisluxusprodukte wie Reisen und Wellness.

10.3 Anlagemöglichkeiten

Die Luxusbranche bietet langfristig attraktive Wachstumsaussichten, da Luxusunternehmen im Vergleich zu Herstellern anderer Branchen hohe und in der Regel langfristig stabile Gewinnmargen erwirtschaften. Anleger können auf verschiedene Weise an den resultierenden attraktiven Renditen partizipieren: durch Aktienkauf (von Edelmärkten) oder durch den Erwerb verschiedener Luxus-

¹²⁷ Vgl. Capgemini; RBC Wealth Management (2012).

fonds. Zudem gibt es eine Reihe von Zertifikaten. Der Fokus liegt dabei auf börsennotierten Unternehmen, die insbesondere Mode, Uhren und Schmuck herstellen. Eine Besonderheit lässt sich beobachten: Bei der Aktienauswahl treffen Privatanleger ihre Entscheidungen gelegentlich nicht nur anhand bestimmter Finanzkennziffern, sondern auch aus ganz subjektiven Gründen wie persönlichen Vorlieben. Neben der nüchternen Sachanalyse spielt im Luxussegment offenbar auch die emotionale Ebene durchaus eine Rolle. Um das Risiko zu minimieren, sollten Anleger ihre Depots mischen und innerhalb der Luxusbranche streuen. So kann ein Portfolio neben klassischen Luxusgüterkonzernen auch Dienstleister wie Premiumhotels und Automarken aus oberen Preissegmenten beinhalten.

Als Alternative zu Finanzanlagen können Investoren auch direkt Sachwerte wie Oldtimer, Weine oder Uhren erwerben. Im Unterschied zu Finanzprodukten bringen solche Investments jedoch weder Dividende noch Zinsen, sondern Einkommen durch die langfristige Wertsteigerung. Zusätzlich bietet sich Liebhabern aber auch eine emotionale Rendite durch den Spaßfaktor. Für Nichtkenner können Luxusgüter allerdings auch signifikante Risiken bergen. So sind die zugehörigen Märkte in der Regel wenig transparent und relativ illiquide. Auch können Moden und Trends einen starken Einfluss auf Preise haben. Gerade bei Luxusinvestments ist daher ein solides Verständnis von Marken, Moden und Trends vonnöten, um Renditepotenziale realistisch einschätzen zu können.

Teil B:
Theoretische Grundlagen

HWWI

11 Das Vermögensportfolio

11.1 Sachwerte als Teil des Vermögensportfolios

Obgleich der Begriff der »Sachwerte« sich im allgemeinen Sprachgebrauch etabliert hat, ist er nicht eindeutig definiert und abgegrenzt. Eine charakterisierende Eigenschaft der Sachwerte dürfte der Werterhalt als Anlagemotiv, also der den Sachwerten zugesprochene Schutz der Kaufkraft im Falle einer Inflation, sein. Allerdings ist diese Funktion der Sachwerte zu qualifizieren und daher kein in allen Fällen trennscharfes Kriterium. Sachwerte umfassen eine Vielzahl von produzierten Vermögensgütern, wie beispielsweise Edelmetalle und Rohstoffe, Kunstgegenstände und Antiquitäten sowie Sachkapital in Form von Schiffen, Immobilien oder Industrieanlagen.

Auch die amtliche Statistik und hier vor allem die mit der ökonomischen Theorie eng verknüpften Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) kennen den Begriff des »Sachwertes« nicht. Gleichwohl lohnt es sich, den Vermögensbegriff der amtlichen Statistik darzustellen und die Gruppe der Sachwerte in dieses System einzuordnen. In den VGR wird Vermögen in Sachvermögen, das trotz der Namensähnlichkeit nicht mit den Sachwerten deckungsgleich ist, und Geldvermögen unterteilt. Dabei wird in den VGR nur das Vermögen erfasst, das seinen Eigentümern wirtschaftliche Vorteile gewährt. Eigentümer sind Wirtschaftseinheiten wie private Haushalte, Unternehmen oder auch der Staat. Im Folgenden soll die Darstellung des Vermögens laut VGR für einen privaten Haushalt illustriert werden: Die Vermögensbilanz eines privaten Haushaltes (vgl. Abb. 20) beinhaltet auf der Seite der Aktiva Sach- und Geldvermögen, das auf der Passivseite den erfassten Verbindlichkeiten und dem Reinvermögen entspricht.

Das Geldvermögen eines Haushaltes setzt sich dabei aus den Forderungen gegenüber Dritten zusammen, die vor allem in Form von Zahlungsmitteln oder finanziellen Ansprüchen auftreten. Diese in einer Währung lautenden nominalen Forderungen unterliegen in der Regel einem Inflationsrisiko und sollten sich daher von den Sachwerten abgrenzen lassen. Allerdings werden auch Aktien als Geldvermögen erfasst, obwohl sie Eigentum bzw. Anteile an Unternehmen und damit

Vermögensbilanz eines privaten Haushaltes

Aktiva	Passiva
Sachvermögen darunter: materielle Anlagegüter immaterielle Anlagegüter	Kredite und sonstige Verbindlichkeiten Reinvermögen
Geldvermögen darunter: Bargeld und Sichtguthaben Wertpapiere Sonstige Forderungen	

Abb. 20

Quelle: Vgl. z. B. Frenkel/John (2002).

Anteile an produktivem Sachvermögen repräsentieren und zudem als inflationssicher gelten, womit sie wesentliche Merkmale der Sachwerte erfüllen. Das Sachvermögen lässt sich zunächst in das produzierbare und das nicht produzierbare Sachvermögen aufteilen. Als Beispiel für Letzteres können Grund und Boden oder (nicht gehobene) Bodenschätze genannt werden. Es handelt sich hier also um wirtschaftlich bedeutsame Teile des Naturvermögens. Das produzierbare Sachvermögen teilt sich schließlich in Vorräte, Wertsachen und Anlagegüter auf. Die Bildung von Anlagevermögen dient der Einkommenserzielung und umfasst Bauten, Ausrüstungen und Nutztiere und -pflanzungen, aber auch immaterielle Güter wie Computersoftware oder Urheberrechte.¹²⁸

Das Anlagevermögen ist somit als Produktivvermögen anzusehen und kann vom Gebrauchsvermögen abgegrenzt werden. Das Gebrauchsvermögen hat eine Sonderrolle in der amtlichen Statistik, da es nicht als wirtschaftlicher Vermögenswert angesehen wird. Vielmehr wird angenommen, dass der Erwerb von Gebrauchsvermögen dem Konsum und nicht der Produktion oder der Wertaufbewahrung dienen soll. Das Gebrauchsvermögen umfasst bei privaten Haushalten langlebige Konsumgüter wie beispielsweise Möbel oder Unterhaltungselektronik. Diese Abgrenzung ist jedoch in Einzelfällen schwierig. So können beispielsweise Antiquitäten, Kunstwerke oder Luxusgüter für den Konsum oder aus Liebhaberei, in manchen Fällen aber ebenso als Wertanlage gehalten werden. In diesem Falle müssten sie gleichsam wie Edelsteine oder Edelmetalle den Wertsachen zugerechnet werden. Abbildung 21 gibt einen Überblick der preisbereinigten Entwicklung der privaten Vermögen in Deutschland. Hier bezeichnet der Begriff des Reinvermögens die Summe aus Geld- und Sachvermögen der Haushalte abzüglich der Verbindlichkeiten.

128 Vgl. Statistisches Bundesamt (2003).

Vermögensentwicklung der Privaten Haushalte und Privaten Organisationen ohne Erwerbzweck in Deutschland

Angaben in Mrd. Euro in Preisen von 2009

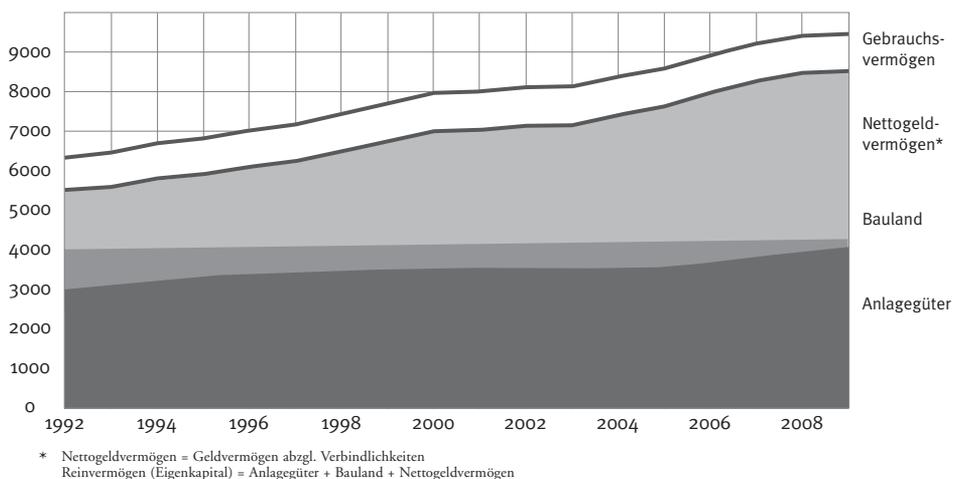


Abb. 21

Quellen: Statistisches Bundesamt (2010); Berechnungen HWWI.

Die Vermögensmärkte stehen in vielfältigen Beziehungen zu anderen Märkten einer Volkswirtschaft wie dem Gütermarkt, dem Geldmarkt oder auch dem Devisenmarkt. Dabei ist zunächst zu beachten, dass das Volksvermögen eine Bestandsgröße ist, also den Bestand zu einem bestimmten Zeitpunkt angibt. Der Vermögensbestand ändert sich im Zeitablauf, da einerseits Abschreibungen den Wert mindern, andererseits die nationale Ersparnis die Schaffung und Akkumulation neuer Vermögensgüter ermöglicht. Derartige den Bestand ändernde Einflüsse und Entwicklungen werden als Stromgrößen bezeichnet. Die Ersparnis bedeutet dabei einen Konsumverzicht zum gegenwärtigen Zeitpunkt mit dem Ziel eines höheren Konsums in der Zukunft. Darauf basierend und vor dem Hintergrund, dass Vermögensgüter produziert werden müssen, besteht eine enge Verbindung zwischen der Vermögensentstehung und der Produktion von Gütern und Dienstleistungen in einer Volkswirtschaft. Aus makroökonomischer Sicht entspricht die gesamtwirtschaftliche Produktion (Y) und damit auch das Einkommen der Volkswirtschaft der Summe aus Konsum (C), Investitionen (I), Staatskäufen (G) und Nettoexporten (NX), die sich als Saldo der Exporte und Importe ergeben. Für die Gütermarktgleichung gilt also:

$$Y = C + I + G + NX.$$

Zieht man vom Einkommen einer Volkswirtschaft den Konsum (C) und die Staatskäufe (G) ab, so ergibt das Residuum die nationale Ersparnis (S). Formal gilt also $S = Y - C - G$. In Verbindung mit der Gütermarktgleichung ergibt sich daraus $S = I + NX$. Da der Nettoexport stets dem Nettokapitalabfluss (NCO), also der Differenz aus dem Erwerb ausländischer Vermögensgüter durch Inländer abzüglich des Erwerbs inländischer Vermögensgüter durch Ausländer, entspricht und somit $NX = NCO$ gilt, folgt:

$$S = I + NCO.$$

Wie die Gleichung zeigt, können in einer offenen Volkswirtschaft die Ersparnisse zur Finanzierung von Investitionen im Inland (I) oder im Ausland (NCO) verwendet werden. Investitionen (im Inland) bezeichnen die Produktion von und damit den Zugang an Kapitalgütern. Sie werden vornehmlich von Unternehmen und im Falle von Wohnungsbauinvestitionen auch von privaten Haushalten getätigt und vermehren so das produzierte Sachvermögen. Werden die Ersparnisse zum Erwerb von ausländischen Vermögensgütern verwendet, so entspricht dieses einem Kapitalabfluss, der in den VGR das Geldvermögen erhöht. Da das Geldvermögen Forderungen gegenüber Dritten entspricht und jeder Forderung eine Verbindlichkeit gegenübersteht, würde in einer Wirtschaft ohne außenwirtschaftliche Beziehungen das gesamtwirtschaftliche Geldvermögen stets null betragen. In einer offenen Wirtschaft, also einer Wirtschaft, die Handelsbeziehungen und Kapitalflüsse mit dem Ausland zulässt, entspricht das gesamtwirtschaftliche Geldvermögen der Differenz aus Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, der sogenannten Nettoauslandsposition der Volkswirtschaft. Im Falle eines positiven Nettokapitalabflusses, beispielsweise des Erwerbs eines ausländischen Unternehmensanteils, verbessert sich *ceteris paribus* die Nettoauslandsposition

eines Landes. Auch hier zeigt sich, dass der Erwerb von Sachwerten in manchen Fällen, zum Beispiel der Erwerb von Anlagegütern im Ausland, als Aufstockung des Geldvermögens zu verbuchen ist. Im Rahmen der VGR fasst der Begriff der Sachwerte somit Vermögensgüter zusammen, die vor allem zu den Sach-, in Teilen auch zu den Geldvermögen und in Grenzfällen zu den Gebrauchsvermögen gezählt werden.

11.2 Preise von Vermögensgütern

Welchen Wert hat ein Vermögensgut bzw. welchen Preis sollte ein Anleger zu zahlen bereit sein? Die ökonomische Theorie liefert hierzu eine Antwort: Der zu einem bestimmten Zeitpunkt faire oder fundamental gerechtfertigte Preis eines Vermögensgutes bemisst sich an der auf den Gegenwartswert diskontierten Summe der künftig realisierten Nettoeinnahmen, die den Einnahmen abzüglich der zu leistenden Vorleistungen und Betriebskosten entsprechen. Die künftigen Nettoeinnahmen sind abzudiskontieren, da der Wert einer in der Zukunft erzielten Einnahme niedriger anzusetzen ist als der gleiche Betrag zum gegenwärtigen Zeitpunkt. Dies liegt daran, dass ein Anleger vorübergehend einen Konsumverzicht leistet und Risiken in Bezug auf die Rückzahlung seines Vermögens hinnehmen muss und als Gegenleistung neben der Rückzahlung seines Vermögens eine Nutzungsgebühr (Zins) erhält. Ein Beispiel: Angenommen, der Zins für eine Kapitalanlage beträgt 3% pro Jahr. Legt ein Anleger 100 Euro zu diesem Zinssatz an, so verfügt er im nächsten Jahr über die 100 Euro plus 3 Euro Zinseinkommen. Das bedeutet, dass 103 Euro im nächsten Jahr einem Wert von 100 Euro zum heutigen Zeitpunkt entsprechen.

Die Preise von Vermögensgütern können aber in manchen Fällen erheblich von ihrem fundamental gerechtfertigten Wert abweichen. Diese Abweichungen treten auf, da über die in der Zukunft anfallenden Einnahmeströme, den Wiederverkaufspreis und den Zins alternativer Vermögensanlagen Unsicherheit besteht. Hier können in aller Regel lediglich Erwartungen gebildet werden. Haben Marktteilnehmer unterschiedliche Erwartungen über zukünftige Einnahmen und Zinsen, so kommt es zu unterschiedlichen Einschätzungen über den fundamentalen Wert eines Vermögensgutes. Dies eröffnet dem Anleger Chancen und Risiken: Gelingt es, ein Vermögensgut unterhalb seines fundamental gerechtfertigten Preises zu erwerben, so liegt die Rendite der Vermögensanlage oberhalb der für die Abdiskontierung herangezogenen Verzinsung einer Alternativanlage.

Jede Vermögensanlage, ob in Form von Geld- oder Sachvermögen, unterliegt jedoch auch Risiken. Als Risiko wird dabei die Unsicherheit bezeichnet, dass der in der Zukunft realisierte Preis eines Vermögensgutes geringer als der zum Zeitpunkt des Kaufs erwartete ausfällt bzw. die künftige Rendite niedriger als die erwartete Rendite ist. Dabei sind unterschiedliche Arten bzw. Ursachen des Risikos zu unterscheiden. *Idiosynkratische* oder auch *diversifizierbare Risiken* sind solche, die individuell für ein Vermögensgut oder eine kleine Teilmenge von Vermögensgütern bestehen und in aller Regel durch Sicherungsgeschäfte kontrolliert werden können. Demgegenüber spricht man

von *systematischen Risiken*, wenn diese nicht nur für vereinzelte Vermögensgüter bestehen und sich nicht absichern lassen. Hierzu sind beispielsweise makroökonomische Risiken wie konjunkturelle Abschwünge zu zählen, die ganze Volkswirtschaften und die zugehörigen Vermögenmärkte gleichermaßen treffen. Betrachtet man ein einzelnes Vermögensgut, so können hierbei *Ertrags- und Kursrisiken* und *makroökonomische Risiken* wie die Inflation berücksichtigt werden. Ertrags- und Kursrisiken bestehen darin, dass die Einnahmen einer Anlage oder der Wiederverkaufspreis wie beschrieben niedriger als erwartet ausfallen. Die Gründe hierfür können idiosynkratisch, also auf Ebene eines Unternehmens oder eines spezifischen Marktes angesiedelt sein, aber auch systematisch sein, wenn beispielsweise die Finanzmärkte insgesamt in eine Krise geraten und Kursrückgänge auf breiter Front beobachtet werden. Eine besondere Kategorie der systematischen Risiken stellt das Inflationsrisiko dar.¹²⁹

Inflation bezeichnet einen länger andauernden Anstieg des allgemeinen Preisniveaus einer Volkswirtschaft. Mit steigenden Preisen sinkt die Kaufkraft des Geldes. Aber nicht nur Geld, sondern alle nominal fixierten Forderungen, die wie beschrieben zum Geldvermögen gezählt werden, verlieren durch Inflation real an Wert. Die reale, das heißt in Gütereinheiten gemessene Verzinsung (r) ergibt sich aus der Differenz von nominaler Verzinsung (i) und Inflationsrate (p). Es gilt also: $r = i - p$. Wird beispielsweise ein Kredit von 100 Euro zu einem Nominalzins von 4 % pro Jahr vergeben und beträgt die Inflationsrate 2 %, so ergibt sich daraus ein Realzins von 2 %. Der Gläubiger erhält nach Ablauf des Jahres eine Nominalzinszahlung von 4 Euro, die jedoch aufgrund des gleichzeitigen Anstiegs des Preisniveaus um 2 % einem Anstieg der Kaufkraft von lediglich 2 Euro entspricht. Steigt die Inflationsrate hingegen auf 5 % an, so ist der Realzins bei einem Nominalzins von 4 % mit -1 % sogar negativ. Der Gläubiger erleidet in diesem Fall real einen Verlust. Es kommt aber auch dann zu einem Verlust, wenn der Realzins positiv, jedoch aufgrund unerwartet hoher Inflation niedriger als erwartet ausfällt. Angenommen, bei einer Inflationserwartung von 2 % vereinbaren Gläubiger und Schuldner einen Nominalzins von 4 % und damit einen (erwarteten) Realzins von 2 %. Beträgt die Inflation nun tatsächlich 3 %, so fällt der Realzins mit 1 % geringer als erwartet aus. Eine unerwartet hohe Inflation, die in Lohn- und Kreditverträgen folglich nicht berücksichtigt ist, führt zu Umverteilung. Gläubiger und Arbeitnehmer verlieren, Schuldner und Arbeitgeber gewinnen.

Diese Anfälligkeit des Geldvermögens für Inflationsrisiken stellt ein wesentliches Motiv für eine Anlage in Sachwerte dar. Dabei wird angenommen, dass die Preise für Sachwerte bei einem Anstieg des allgemeinen Preisniveaus in gleichem Maße anwachsen und somit kein Verlust an Kaufkraft erlitten wird. Der langfristige Zusammenhang zwischen nominaler Geldmenge und Preisen für Sachvermögen folgt der Vorstellung von der Neutralität des Geldes. Dabei übertragen sich geldpolitische Impulse gleichmäßig auf alle Preise, auch Vermögenspreise, sodass die Geldpolitik nur das Preisniveau, nicht aber die Relativpreise bestimmt, die allein durch reale Faktoren bestimmt werden. Da Inflationsrisiken ein zentraler Beweggrund für den Erwerb von Sachvermögen sind, sollen sie im nächsten Abschnitt eingehend diskutiert werden.

129 Für eine ausführliche Darstellung der Risiken siehe Mayo (2007).

12 Inflation und Vermögenspreise

12.1 Ursachen und Kosten von Inflation

Die Wirkungen unerwarteter Inflation gehen über reine Umverteilungseffekte hinaus. In Volkswirtschaften mit hohen und volatilen Inflationsraten werden Produktions-, Spar- und Investitionsentscheidungen verzerrt – es kommt zu realwirtschaftlichen Ineffizienzen. Disinflation, also die Zurückführung von hohen Inflationsraten, verursacht ebenfalls oft hohe Kosten, weil sich die Wirtschaftsakteure, die hohe Inflation gewohnt sind, in ihren Inflationserwartungen anpassen müssen. Inflationsprozesse neigen zumal dazu, sich zu beschleunigen. Eine Hyperinflation, wie sie Deutschland in den 20er-Jahren des letzten Jahrhunderts erlebt hat, kann eine Volkswirtschaft schließlich zum völligen Erliegen bringen. Diese historische Erfahrung hat sich gerade in Deutschland zu einer Art kollektiver Angst vor Inflation entwickelt. Anders als etwa in den USA, wo die hohe Arbeitslosigkeit zur Zeit der Großen Depression die historisch prägende Erfahrung und auch heute noch bestimmend für die grundsätzliche Ausrichtung der Wirtschafts- und Geldpolitik ist, gilt in Deutschland die Preisniveaustabilität als eines der wichtigsten wirtschaftlichen Ziele. Aber wie entsteht Inflation, welche volkswirtschaftlichen Kosten verursacht Inflation, und wie kann man sich vor ihr schützen?

Inflation ist typischerweise ein Phänomen einer Geldwirtschaft. In einer reinen Tauschwirtschaft werden Güter gegen Güter getauscht; es existiert zwischen je zwei Gütern ein reales Austauschverhältnis. In einer Geldwirtschaft werden Preise in Geldeinheiten einer Währung ausgedrückt. Steigen die Preise, verliert Geld, das einen festen Nennwert besitzt, an Kaufkraft. Vermögen in Geld oder nominal fixierten Forderungen zu halten impliziert bei Inflation einen realen Wertverlust.

Die Verwendung von Geld in einer Ökonomie ist an die Bedingung geknüpft, dass Geld allgemein als Zahlungsmittel akzeptiert wird. Dabei kann als Geld grundsätzlich alles dienen, was die Funktionen von Geld erfüllt. »Geld« ist zugleich Zahlungsmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel. Es lässt sich zwischen Warengeld, zum Beispiel Muscheln, Gold oder Silber (*commodity money*), und Papiergeld (*fiat money*) unterscheiden. Papiergeld ist an sich wertlos und erhält seinen (nominalen) Wert per Dekret der ausgebenden Zentralbank bzw. des Staates und wird so gesetzliches Zahlungsmittel (*legal tender*). Während Warengeld nicht beliebig vermehrbar ist und das Preisniveau in einer wachsenden Wirtschaft, die ein solches Warengeld verwendet, folglich tendenziell sinken muss, ist Papiergeld im Prinzip unendlich vermehrbar. Dies hat zur Folge, dass es in Volkswirtschaften mit Papiergeld eine Steuerung des Geldangebotes geben muss, um ein stabiles Preisniveau zu gewährleisten, also weder Deflation noch Inflation zu erzeugen. Das Geldangebot regelt zumeist die Zentralbank eines Landes. In Deutschland verfolgte die Deutsche Bundesbank zu D-Mark-Zeiten in monetaristischer Tradition ein Geldmengenziel. Die Europäische Zentralbank (EZB) definiert heute, wie mittlerweile die meisten Zentralbanken auf der Welt, ein Inflationsziel als Orientierungsgröße für ihre Geldpolitik (*inflation targeting*). Die EZB sieht die Preisniveaustabilität bei einer Inflationsrate von »unter, aber nahe bei 2 %« erreicht.

Die Geldwertstabilität ist eine zentrale Voraussetzung für die Akzeptanz von Geld, weil es an sich keinen realen Tauschwert besitzt. Nur wenn Vertrauen in die Wertstabilität des Geldes besteht, wird es allgemein akzeptiert und kann als Zahlungsmittel dienen. Ist die umlaufende Geldmenge allerdings nicht zumindest teilweise durch Gold oder andere reale Vermögenswerte gedeckt, ist das Versprechen der ausgebenden Zentralbank, für Geldwertstabilität zu sorgen, eng an ihre Glaubwürdigkeit gekoppelt, dieses Ziel auch autonom verfolgen zu können. Dies wiederum hängt maßgeblich von ihrer politischen Unabhängigkeit ab.

Inflation gilt im Allgemeinen als ein »monetäres Phänomen«: Wenn die Geldmenge bei konstantem Güterangebot zunimmt, steigt das Preisniveau. Nach Vorstellung der Monetaristen um Milton Friedman gilt die Quantitätsgleichung $P \times Y = V \times M$, wobei P das Preisniveau, Y das reale Güterangebot, M die Geldmenge und V die Geldumlaufgeschwindigkeit ist. Der nominale Transaktionswert $P \times Y$ muss ex post dem Produkt $M \times V$ aus der vorhandenen Geldmenge (M) und der Häufigkeit (V), mit der durchschnittlich jede Geldeinheit pro Zeiteinheit für Transaktionszwecke verwendet wird, entsprechen. Das Preisniveau einer Volkswirtschaft steigt folglich, wenn eine zunehmende Geldmenge auf ein konstantes Güterangebot trifft.

Die bildhafte Vorstellung dieses Zusammenhangs wurde durch den Friedman'schen »Helikopter« geprägt, der Geld über einer Volkswirtschaft abwirft. Dadurch steigt die im Umlauf befindliche Geldmenge, ohne dass sich in irgendeiner Weise die Produktionsmöglichkeiten und somit das reale Güterangebot in dieser Volkswirtschaft verändert hätten. Es kommt daraufhin zu einem steigenden Preisniveau, weil die Wirtschaftssubjekte mehr Geld haben, als sie halten wollen, und es deshalb ausgeben. Zwei Volkswirtschaften, die in realer Hinsicht vollkommen identisch sind und in denen lediglich ein unterschiedliches Geldangebot herrscht, dürften sich lediglich in ihrem Preisniveau unterscheiden. Geld ist in diesem Sinne »neutral«. Von Geld geht nur dann eine reale Wirkung aus, wenn Wirtschaftssubjekte einer »Geldillusion« unterliegen, einer kurzfristigen, aber wohl kaum dauerhaften Täuschung über reale Größen durch Nominalwerte.

Diese klassische, später monetaristische Vorstellung von der Neutralität des Geldes basiert jedoch auf der Annahme, dass Vollbeschäftigung herrscht: Kann das reale Güterangebot bei Vollauslastung der Produktionskapazitäten nicht ausgeweitet werden, führt jede Geldmengenerhöhung zu einem proportionalen Anstieg des Preisniveaus. Nach klassischer Auffassung ist Geld daher langfristig neutral und die monetäre Sphäre einer Ökonomie von der realen Sphäre grundsätzlich getrennt (*klassische Dichotomie*). Die relativen Preise, die für die Allokation der Ressourcen und Güter entscheidend sind, bleiben bei einer Inflation unverändert. Nach dieser Vorstellung verteilt sich eine steigende Geldmenge durch Substitutions- und Einkommenseffekte mittelfristig proportional auf alle Preise. Dies wird als *Transmissionskanal der relativen Preise* bezeichnet: Senkt die Zentralbank beispielsweise den Leitzins, leihen sich die Banken mehr Geld bei der Zentralbank, um längerfristige Papiere zu kaufen. Der Preis dieser Papiere steigt, ihr Zins sinkt. Dadurch wird es attraktiv, in andere Vermögenswerte zu gehen, zum Beispiel in Aktien. Die Aktienkurse steigen,

die Renditen fallen. Dieser Prozess setzt sich fort über Immobilien und andere Vermögenswerte, bis sich der monetäre Impuls schließlich gleichmäßig über alle Güter- und Vermögenspreise verteilt hat. Von Inflation gehen daher langfristig keine allokativen Verzerrungen oder Umverteilungswirkungen aus.

Bei Keynes hingegen ist der Zins eine monetäre Größe. Bei Unterbeschäftigung sind die Investitionen nicht durch die Höhe der Ersparnis beschränkt, sondern sie können sich durch Ausweitung der Produktion ihre Ersparnis selbst »schaffen«; sie müssen allerdings durch Kredite vorfinanziert werden. Senkt die Zentralbank die Zinsen, sinken die Finanzierungskosten für die Unternehmen; die Investitionsnachfrage und somit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nehmen zu, weshalb Produktion und Beschäftigung steigen.¹³⁰ Kurzfristig kann Geldpolitik also – darin unterscheiden sich Monetaristen nicht sehr von Keynesianern – sehr wohl realwirtschaftliche Effekte auf Produktion und Beschäftigung haben. Während bei Keynes Geldpolitik aber tendenziell eine stabilisierende Wirkung auf eine inhärent instabile Ökonomie hat, sehen die Monetaristen in aktiver Geldpolitik eher eine Ursache von Instabilität in einer an sich zu Stabilität neigenden Marktwirtschaft.¹³¹ Über den empirischen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau gibt es eine Reihe von Studien. Die Evidenz ist dabei durchaus uneinheitlich. Als grundsätzliches Ergebnis zeigt sich jedoch, dass die Quantitätsgleichung erstens nur langfristig und zweitens bei eher hohen Inflationsraten gilt. Niedrige Inflationsraten lassen sich zum Teil auch durch andere Faktoren als die Geldmenge erklären.¹³² Besonders klar ist der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation in Zeiten von Hyperinflation, wie etwa in Deutschland in den 20er-Jahren. Für die USA scheint es bei der Betrachtung über einen längeren Zeitraum Phasen eines engen und solche eines weniger

¹³⁰ Vgl. Keynes (1937).

¹³¹ Vgl. Friedman/Schwartz (1963).

¹³² Vgl. Teles/Uhlig (2010).

Inflation und Geldmengenwachstum

Jeweils monatliche Veränderungsrate eines gleitenden 10-Jahres-Durchschnitts

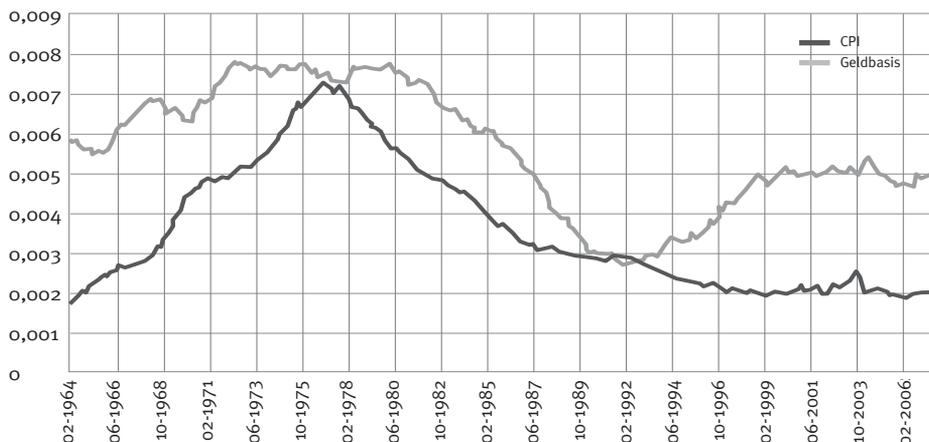


Abb. 22

Quellen: CPI: US Department of Labor (2012); Geldbasis: Federal Reserve (2012).

engen Zusammenhang zwischen Inflation und Geldmenge zu geben (vgl. Abb. 22). Doch welche Kausalität besteht zwischen Geldmenge und Inflation? Führt eine steigende Geldmenge zu einem Anstieg des Preisniveaus, oder sind steigende Preise (zum Beispiel infolge steigender Löhne) die Ursache für eine endogene Ausweitung der Geldmenge? Moderne Ökonomien verfügen über einen hoch entwickelten Finanzsektor. Die Zentralbank regelt zwar die Geldbasis, also die Menge an Zentralbankgeld (*high-powered money*), welches allein von der Zentralbank ausgegeben werden kann. Die Transmission geldpolitischer Impulse erfolgt aber im Wesentlichen über Geschäftsbanken, die sich bei der Notenbank Zentralbankgeld leihen und daraus Kredit schöpfen. Die Geldmenge ist somit nicht vollständig exogen, sondern hängt auch vom Verhalten der Geschäftsbanken, die Kredite vergeben, und der Haushalte und Unternehmen ab, die Kredite nachfragen.

Neben den monetären existieren auch nichtmonetäre Inflationstheorien, die zwischen einer Nachfrageinflation (*demand-pull inflation*) und einer Kosteninflation (*cost-push inflation*) unterscheiden.¹³³ Die Nachfrageinflation tritt bei steigender Nachfrage und gleichzeitig hoher Auslastung der Produktionskapazitäten auf. Wenn das Güterangebot nicht mehr ohne Weiteres erhöht werden kann, steigt der Preissetzungsspielraum der Unternehmen (*mark-up pricing*).

Inflation kann auch durch sektoral unterschiedliches Produktivitätswachstum entstehen. Wenn beispielsweise im Industriesektor einer Volkswirtschaft die Produktivität wächst, im Dienstleistungssektor dagegen nicht, müssen auch die Löhne im Dienstleistungssektor ansteigen, um eine Abwanderung von Arbeitskräften in den Industriesektor zu verhindern. Obwohl die Produktivität im Dienstleistungssektor nicht wächst, partizipiert dieser dennoch am allgemeinen Produktivitätswachstum der Volkswirtschaft. Dadurch steigen die Löhne in der Volkswirtschaft durchschnittlich stärker als die Produktivität, sodass es zu einem steigenden Preisniveau kommt. Diese Art der Inflation gilt als akzeptabel, zumal Preise und Löhne rigide sind. Eine »gewisse« Inflation erleichtert demnach die Reallokation der Produktionsfaktoren und reale Anpassungen zwischen Sektoren. Dies ist der Grund, weshalb das Inflationsziel von Zentralbanken häufig oberhalb der Nullinflation festgesetzt wird, um den nominalen Spielraum für reale Anpassungen zu erhöhen.

Die Übertragung von Inflation zwischen Volkswirtschaften hängt zudem vom Wechselkursregime ab. Bei festen Wechselkursen ist die Übertragung der ausländischen Inflation auf die inländische stärker als bei flexiblen Wechselkursen, bei denen ein Teil des ausländischen Preisanstiegs durch eine Aufwertung der heimischen Währung kompensiert wird. Bei festen Wechselkursen kommt es durch An- oder Verkauf ausländischer Währung durch die heimische Zentralbank zur Stützung des Wechselkurses zu Veränderungen der Geldbasis. Insbesondere im Bretton-Woods-System, in dem die US-Zentralbank, die Federal Reserve Bank (Fed), alleinig autonome Geldpolitik betreiben konnte, kam es auf diesem Weg in einigen Ländern zu Inflation. Gemessen an der eigenen konjunkturellen Lage war die Geldpolitik der Fed zu expansiv ausgerichtet. Da die anderen Zentralbanken aber verpflichtet waren, den festen Wechselkurs zu stützen, übertrug sich die expansive Geldpolitik in andere Länder, in denen es in der Folge zu Inflation kam.

133 Vgl. Scherf (1978).

Inflation kann für Volkswirtschaften hohe Kosten verursachen. Dies gilt vor allem für hohe und sehr volatile Inflationsraten, die kaum richtig zu antizipieren sind und aus diesem Grund zu Verzerrungen der realen Allokationsentscheidungen führen können. In Vereinbarungen und Verträgen, die zukünftige Transaktionen und Leistungsbeziehungen beinhalten, kann heute nur über nominale Größen verhandelt werden, obwohl eigentlich die realen Größen entscheidungsrelevant sind. In die heutigen Verhandlungen über nominale Größen (zum Beispiel Nominallöhne oder Nominalzinsen) fließen daher – sofern nicht inflationsindexiert – immer auch Inflationserwartungen ein. Wirtschaftssubjekte können dabei umso präziser über reale Größen verhandeln, je zuverlässiger sich die zukünftigen Inflationsraten prognostizieren lassen. Dies ist der Grund, weshalb Zentralbanken vor allem an stabilen Inflationserwartungen interessiert sind. Je stärker die ex ante erwartete Inflationsrate mit der tatsächlichen übereinstimmt, desto weniger täuschen sich ex post die Wirtschaftssubjekte über reale Größen und desto weniger sind die Allokationsentscheidungen in einer Volkswirtschaft verzerrt. Abweichungen der tatsächlichen Inflationsrate von der erwarteten Rate führen zu unerwünschten Umverteilungswirkungen zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern oder Sparern und Investoren. Inflation geht zudem häufig zulasten von Transfereinkommensbeziehern, die für steigende Inflationsraten kaum oder nur mit Verzögerung einen Ausgleich erhalten, sodass sich ihre relative Einkommensposition verschlechtert. Auch Staaten können durch Inflation einen Einkommenstransfer erzeugen. In der Wirtschaftsgeschichte haben Staaten häufig versucht, sich über Inflation oder gar Währungsreformen real zu entschulden. Bei unerwartet hoher Inflation werden die Staatsschulden real entwertet, gleichzeitig steigen durch die »kalte Progression« die Steuereinnahmen.

12.2 Aktuelle Entwicklungen: Finanzkrise, Staatsschuldenkrise und Inflationsrisiken

Seit den 70er-Jahren sind die Inflationsraten in den meisten Volkswirtschaften, vor allem in den Schwellenländern, zurückgegangen. Zum Teil liegt dies daran, dass die Zentralbanken größere politische Unabhängigkeit erhalten haben, Gewerkschaften aus der Stagflation der 70er-Jahre gelernt haben und sich Inflation durch ein System zunehmend flexibler Wechselkurse immer weniger zwischen Volkswirtschaften übertragen hat. Doch mit der jüngsten Finanzkrise und aktuell der Staatsschuldenkrise sind Befürchtungen aufgekommen, die Inflation könne zukünftig stark steigen.

Mit der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers wurde das globale Finanzsystem erschüttert. Infolge der hohen Vernetzung zwischen den globalen Finanzmärkten kam es weltweit zu Ansteckungseffekten, die auch zu realwirtschaftlichen Verwerfungen der Weltwirtschaft geführt haben. Die Risiken einzelner Banken, Versicherungen und Fonds waren sehr intransparent, sodass sich eine Vertrauenskrise entwickelte. Auf den Interbankenmärkten liehen sich Banken untereinander kaum noch Geld. Zugleich kam es zu einem Verfall der Vermögenspreise, weil Assets wegen

des gestiegenen Liquiditätsbedarfs verkauft werden mussten. Diese Reaktion hat den Abschreibungs- und Wertberichtigungsbedarf der Banken noch weiter erhöht – noch mehr Assets mussten abgestoßen werden, woraufhin die Vermögenspreise abermals fielen.

Neben den weltweit aufgelegten staatlichen Konjunkturprogrammen griffen auch die Zentralbanken fast aller wichtigen Volkswirtschaften als *lender of last resort* mit der Bereitstellung von zusätzlicher Liquidität in die Märkte ein. Eine systemische Vertrauenskrise im Bankensektor, ein weiterer Verfall der Vermögenspreise und eine Kreditklemme sollten vermieden werden, um eine Ansteckung der Realwirtschaft durch die von den Finanzmärkten ausgehende Krise zu verhindern. Insbesondere die Stützung von Vermögenspreisen war ein wichtiges Ziel der Geldpolitik, um negative Vermögenspreiseffekte auf Konsum und Investition sowie eine sich selbst verstärkende Spirale aus Wertberichtigungs- und Abschreibungsbedarf einerseits und Liquiditätsbedarf andererseits zu vermeiden. Zu diesem Zweck mussten die Zentralbanken zum Teil unkonventionelle Maßnahmen ergreifen. In den USA startete die Fed das TARP (Toxic Asset Relief Programme), mit dem die Bankbilanzen um »toxische« Anleihen bereinigt werden sollten. Auch durch den Ankauf von Staatsanleihen kam es zu einer Bilanzverlängerung bei der Fed und anderen Zentralbanken. Die Folge dieses *Quantitative Easing* war eine stark ansteigende Geldbasis (vgl. Abb. 23). Zum Teil wurde die zusätzliche Liquidität aber als Reserve bei den Zentralbanken gehalten, sodass die Ausweitung der Geldbasis nicht unmittelbar inflationswirksam wurde. Die oft als Indikator für Inflation verwendete Geldmenge M₃ ist im Euroraum mit einer jährlichen Wachstumsrate von unter 3 % in den letzten Monaten vergleichsweise geringfügig gestiegen.¹³⁴

¹³⁴ Vgl. EZB (2012a).

Entwicklung der monetären Basis in den USA

Angaben in Mio. US-Dollar

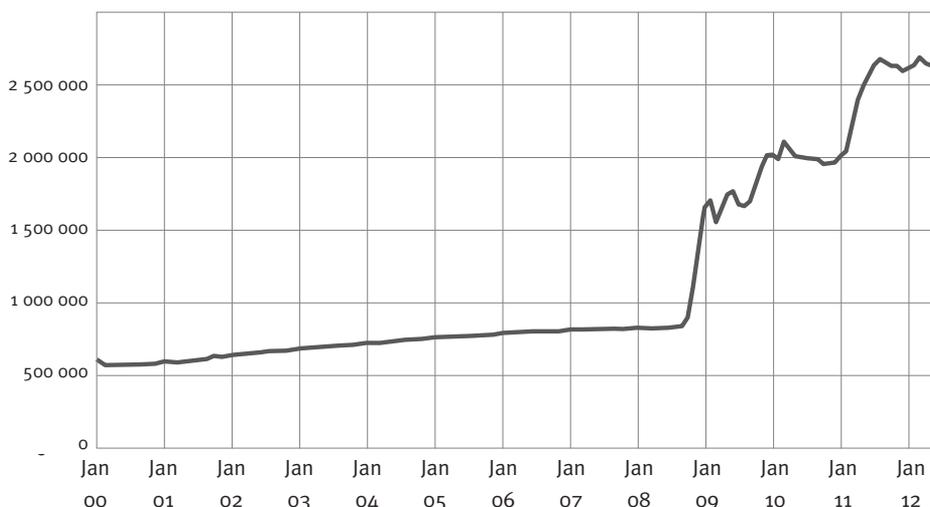


Abb. 23

Quelle: Federal Reserve Bank (2012).

Auch als Folge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise kam es durch die Konjunkturprogramme und Bankenrettungen in vielen Ländern zu einer sprunghaften Erhöhung der Staatsverschuldung. Die Mitgliedsländer des Euroraums traf die Krise in sehr asymmetrischer Weise. Einige Länder, vor allem Deutschland, erholten sich schnell von der Krise, während andere, darunter die Krisenländer Griechenland, Portugal und Spanien, weiter in der Rezession stecken. Zudem wurden strukturelle Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit der Euroländer deutlich offenbart. Zweifel seitens der Märkte kamen auf, ob weiterhin alle Mitgliedsländer in einer Währungsunion mit einheitlicher Geldpolitik und ohne Wechselkursmechanismus ihre Staatsschulden- und Leistungsbilanzprobleme überwinden können. Anleger »flüchteten« aus den Peripherieländern, und es kam zu einem Anstieg der Zinsen auf die Staatsanleihen dieser Länder. Erneut musste die EZB eingreifen, um eine Eskalation der Eurokrise zu verhindern, da sich die Politik kurzfristig handlungsunfähig zeigte. Es wurden Staatsanleihen der Krisenländer auf dem Zweitmarkt angekauft, um deren Zinsen zu drücken, drohende Insolvenzen zu verhindern und die Refinanzierung dieser Länder, die sich auf den privaten Kapitalmärkten kaum noch Geld beschaffen konnten, zu sichern.

Daneben wurde der Leitzins, zu dem sich Geschäftsbanken Geld von der EZB leihen können, gesenkt. Zurzeit befindet er sich auf dem historischen Tiefstand von 0,75 %. Die EZB ist in der Krise auch verstärkt zu längerfristigen Refinanzierungsgeschäften übergegangen, die in »normalen« Zeiten eher unüblich sind. Die EZB hat in zwei Tendarausschreibungen am 22.12.2011 und am 01.03.2012 rund eine Billion Euro zu einem Zinssatz von 1 % über drei Jahre den Geschäftsbanken des Eurosystems zugeteilt. Zuletzt hat die EZB den Einlagezins, das ist der Zinssatz, zu dem die Geschäftsbanken Reserven bei der Zentralbank halten können, auf 0,00 % gesenkt, damit die

Entwicklung der monetären Basis im Euroraum

Monatswerte; Angaben in Mio. Euro

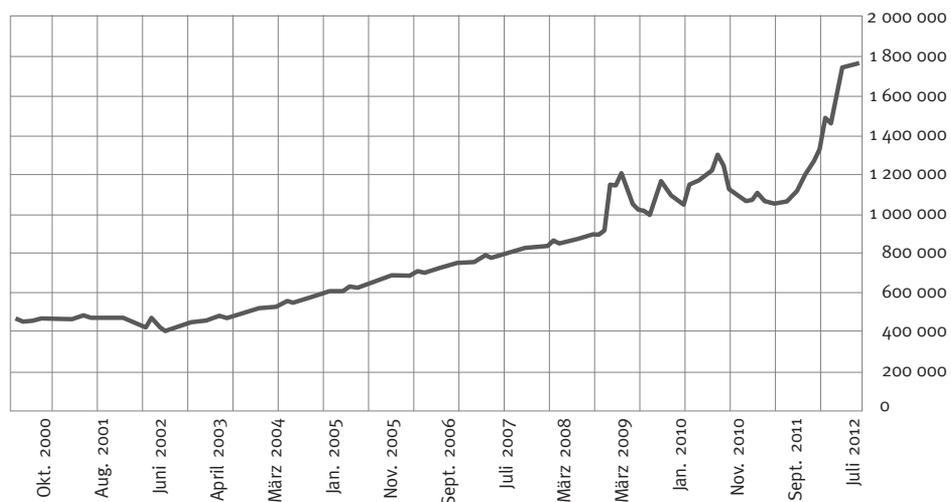


Abb. 24

Quelle: EZB (2012b).

Banken das Geld nicht als Überschussreserve halten, sondern den geldpolitischen Impuls durch Kreditschöpfung weitergeben.

Die damit verbundene abermalige Ausweitung der Liquidität hat zu Befürchtungen geführt, eine solch expansive Geldpolitik müsse in Zukunft zu verstärkter Inflation führen. Jedoch ist in der Rezession – bei geringer Güternachfrage und hoher Arbeitslosigkeit – die Gefahr von Inflation nicht akut, da Güterpreise und Löhne kaum steigen dürften. Eher ist womöglich eine Deflation zu erwarten – ein Szenario, das Zentralbanker kaum weniger fürchten als Inflation. Die Frage aber bleibt, wie sie die reichliche Liquidität wieder »einsammeln« wollen, wenn die Rezession überwunden ist, die Geldnachfrage sich wieder normalisiert und die drastisch gestiegene Geldbasis über einen gestiegenen Geldschöpfungsmultiplikator inflationswirksam zu werden droht. Zurzeit wird ein Teil der Liquidität von den Banken als Überschussreserve bei der Zentralbank gehalten, zum Teil fließt sie aber schon in verschiedene Vermögensmärkte. Einerseits ist dies ein gewünschter Effekt der Geldpolitik, weil die Vermögenspreise stabilisiert und eine weitere Eigendynamik der Krise verhindert werden sollen, andererseits steigt aber die Gefahr neuerlicher Blasen auf einzelnen Vermögensmärkten.

Zwar lässt sich grundsätzlich eine restriktive Geldpolitik immer leichter durchführen als eine expansive; man spricht von einem »Lasso-Effekt«: Das Lasso lässt sich beliebig zuziehen, aber um es zu lockern, bedarf es jemandes, der es auseinanderzieht. In ähnlicher Weise kann die Zentralbank dem Markt jederzeit Liquidität entziehen, aber um expansiv zu wirken, müssen Geschäftsbanken Kredite anbieten und Haushalte sowie Unternehmen Kredite nachfragen. Doch trotz der prinzipiellen Möglichkeit, Liquidität wieder abzuschöpfen, stellt sich die Frage, inwieweit dies auch tatsächlich passieren wird. Historisch betrachtet, gelang es der Politik bzw. dem Staat häufig, die Nominalschulden durch höhere Inflation real zu entwerten. Dieser Vorgang ist als »politische Inflation« bekannt. Der Staat kann die reale Schuldenlast drücken, indem er Inflation erzeugt und reale Ressourcen zu sich umlenkt. Unerwartete Inflation ist somit eine Art Steuer auf Geldhaltung und nominal fixierte Vermögenswerte. Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank soll diese Form der Schuldenfinanzierung durch Staaten eigentlich institutionell ausschließen, indem die Geldpolitik autonom und einzig das Ziel der Preisniveaustabilität verfolgt. Das Krisenmanagement der EZB, das schon quasifiskalische Instrumente beinhaltete, hat aber bei einigen Beobachtern und Akteuren bereits Zweifel bezüglich der Unabhängigkeit der Zentralbank laut werden lassen und so die Befürchtungen einer steigenden Inflation heraufbeschworen. Die Inflationserwartungen für einen Zeithorizont von fünf Jahren haben sich nach dem »Survey of Professional Forecasters« der EZB jedoch kaum über die Zielinflationsrate von »nahe bei, aber unter 2 %« erhöht (vgl. Tab. 7).

Dennoch hat sich die Situation im Euroraum mit der Eurokrise grundlegend geändert. Insbesondere die zurzeit diskutierte Ausstattung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) mit einer Banklizenz könnte den Eurostaaten einen dauerhaften Zugang zu EZB-Krediten gewähren, zumindest aber die Finanzierung von Staatsschulden »durch die Notenpresse« erleichtern. Wenn

Inflationserwartungen nach dem Survey of Professional Forecasters (SPF)

	Inflationsprognose, 2. Quartal 2012		
	2012	2013	2016
Durchschnittsprognose	2,3	1,8	2,0
Standardabweichung	0,3	0,3	0,3
Zahl der Antworten	55	55	46
Wahrscheinlichkeitsverteilungen			
< -1,0 %	0,0	0,1	0,3
-1,0 bis -0,6 %	0,1	0,4	0,5
-0,5 bis -0,1 %	0,2	0,9	1,1
0,0 bis 0,4 %	0,7	3,1	2,5
0,5 bis 0,9 %	1,7	7,4	5,5
1,0 bis 1,4 %	4,8	17,0	13,2
1,5 bis 1,9 %	16,0	34,2	28,1
2,0 bis 2,4 %	40,0	24,0	27,1
2,5 bis 2,9 %	28,7	9,5	13,7
3,0 bis 3,4 %	6,1	2,5	5,9
3,5 bis 3,9 %	1,4	0,8	2,1
> 4,0 %	0,4	0,2	0,3
Insgesamt	100,0	100,0	100,0

Tab. 7

Quelle: EZB (2012c).

Staaten sich nicht mehr über Kapitalmärkte finanzieren müssen, sondern über die EZB Geld beschaffen können, kann dies mittelfristig die Inflation im Euroraum erhöhen. Umso wichtiger ist es daher, die Eurokrise schnell politisch zu lösen. Die EZB kann strukturelle Defizite nicht permanent akkommodieren, ohne dadurch Inflation zu erzeugen.

Konjunkturell betrachtet, bestehen für den Euroraum in den nächsten Jahren keine akuten Inflationsrisiken. Die Konsolidierungsprogramme in vielen Euroländern und geringe Lohnsteigerungen infolge hoher Arbeitslosigkeit dürften den Inflationsdruck in den nächsten Jahren mindern. Auch von den Energie- und Rohstoffpreisen dürfte wegen einer leichten Abkühlung der Weltwirtschaft kaum Inflationsdruck ausgehen. Am »aktuellen Rand« sind daher kaum Hinweise auf höhere Inflation enthalten. In Abbildung 6 ist zu erkennen, dass sich die durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum bis zur Einführung des Euro von über 4 % auf deutlich unter 2 % reduziert hatte.

Diese Phase galt insbesondere dem Reputationsaufbau der neu geschaffenen EZB. Zwischen den Jahren 2000 und 2008 erreichte die EZB im Wesentlichen ihr Inflationsziel von »unter, aber nahe bei 2 %«. Die seit Ende 2008 zu beobachtende enorme Volatilität ist durch die Krisen bedingt und zum Teil auf »Basiseffekte« zurückzuführen. Sprünge bei den Energie- und Rohstoffpreisen – der plötzliche Preisverfall in der Krise und der relativ schnelle Preisanstieg nach der Krise – führten bei den monatlich ausgewiesenen, auf Jahresbasis berechneten Inflationsraten zu solchen Effekten.

Inflationsraten HICP¹³⁵ im Euroraum, 1991–2012

Veränderung des HICP in % gegenüber dem Vorjahresmonat

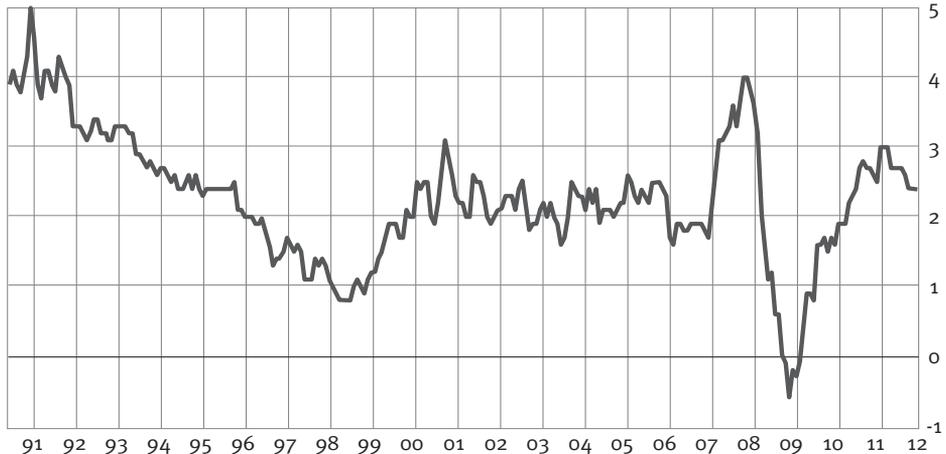


Abb. 25

¹³⁵ Das Akronym *HICP* bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex errechnet aus den nationalen Verbraucherpreisindizes den Anstieg der Preise für einen typischen privaten Haushalt im Euroraum.

Quelle: EZB (2012d).

Deflation

Im Allgemeinen stellt die Deflation, also ein über Jahre sinkendes Preisniveau, für die Geldpolitik die weitaus größere Gefahr dar als ein vorübergehender leichter Anstieg der Inflationsraten. Vor diesem Hintergrund ist zu verstehen, dass die Zentralbanken zurzeit im Zweifel eine deutlich expansive Geldpolitik betreiben. Eine Zentralbank kann in Zeiten von Inflation nahezu beliebig restriktiv sein, aber bei Deflation kaum noch expansiv wirken, sodass Deflation nur äußerst schwierig zu bekämpfen ist. Expansive Geldpolitik lässt sich nicht erzwingen, weil es dazu der »Mithilfe« der Geschäftsbanken, die Kredite vergeben müssen, und der Haushalte und Unternehmen, die Kredite nachfragen sollen, bedarf. Geht aber Liquidität bei Deflation fast vollkommen in die Geldhaltung, weil Geld durch sinkende Preise real an Kaufkraft gewinnt, kann Geldpolitik nicht mehr expansiv wirken. In der Erwartung weiter fallender Preise verzögern Unternehmen und Haushalte ihre Ausgaben (»Attentismus«), die Preise fallen weiter und bestätigen dadurch die vorherige Erwartung. Bei Deflation sinken auch die Vermögenspreise. Dies kann über negative Vermögenseffekte auf den Konsum zu prozyklischen Verschärfungen führen. Um eine Deflation abzuwehren, versuchen Zentralbanken daher mit allen Mitteln, die Vermögenspreise frühzeitig zu stützen. Wie schwierig es sein kann, aus der Deflationsspirale zu entkommen, zeigt das Beispiel Japan. Welche sozialen Konflikte und politischen Folgen Deflation außerdem haben kann, hat historisch die Brüning'sche Sparpolitik Anfang der 30er-Jahre gezeigt. Keynes hatte in großer Voraussicht diese Entwicklung als Folge des Versailler Vertrages in seiner Schrift »The Economic Consequences of the Peace« von 1920 vorweggenommen und eindringlich davor gewarnt.

Kasten 4

13 Risiken von Anlagen in Sachwerten

Wenngleich die Preisentwicklung von Sachwerten tendenziell im Gleichschritt mit der Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus geht und somit Sachwerte einen Schutz vor Inflation bieten, unterliegen sie einer Reihe von Anlagerisiken. Hier sind Ertrags- und Kursrisiken, geldpolitische Risiken sowie Wechselkursrisiken von besonderer Bedeutung. Aber auch das Inflationsrisiko kann in Sonderfällen für Sachwerte relevant werden.

Mit der Entscheidung für Sachwerte und insbesondere bei Erwerb von Produktivvermögen kommen auf den Anleger unternehmerische Risiken zu, da das Eigenkapital bei geschäftlichem Misserfolg unmittelbar der Haftung unterliegt. Dem Erwerb von Produktivvermögen sollte daher eine fundierte, branchenspezifische Bewertung der Ertragschancen und Risiken vorausgehen. Freilich sind auch bei der Bildung von Geldvermögen, zum Beispiel beim Erwerb von Unternehmensanleihen, unternehmens- und branchenspezifische Risiken abzuwägen. Allerdings bieten hier der fest vereinbarte Zins und der Vorrang des Fremdkapitals im Insolvenzfall in vielen Fällen Schutz vor Ertragsrisiken und Vermögensverlust. Dieser Schutz wird allerdings dadurch erkauft, dass auch im Falle hoher Unternehmensgewinne die Entlohnung des Fremdkapitals zu den ausgehandelten Konditionen erfolgt. Die Chancen einer Anlage in Sachwerten bestehen somit darin, im Erfolgsfall an den Gewinnen zu partizipieren. Chancen und Risiken von Vermögensanlagen spiegeln sich in den Preisen wider. In diesem Abschnitt soll daher die Preisbildung näher betrachtet werden und daran anknüpfend Risiken von Anlagen in Sachwerten näher dargestellt und diskutiert werden. Zu illustrativen Zwecken wird hierfür zumeist der Immobilienmarkt herangezogen, der den bedeutendsten Teilmarkt aus der Gruppe der Sachwerte repräsentiert.

13.1 Ertragsrisiken

Wie bereits erläutert, bemisst sich der fundamental gerechtfertigte Wert eines Vermögensgutes an der Summe der auf den Gegenwartswert diskontierten Nettoeinnahmen. Da hinsichtlich zukünftiger Einnahmen und Kosten Unsicherheit besteht, werden von den Marktteilnehmern Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung dieser fundamentalen Faktoren gebildet und basierend auf diesen Einschätzungen Kaufentscheidungen gefällt. Das Ertragsrisiko besteht dann darin, dass sich die individuellen Erwartungen über künftige Nettoeinnahmen eines Vermögensgutes bzw. über die Entwicklung alternativer Anlagen als falsch erweisen und der zukünftige Preis des Vermögensgutes niedriger als erwartet ausfällt. Da Vermögensgüter im Zeitablauf stets neu bewertet werden, ist davon auszugehen, dass sich die Preise für Vermögensgüter langfristig am fundamental gerechtfertigten Wert orientieren. Gleichwohl können vor allem Informationsdefizite und psychologische Faktoren vorübergehend zu Preisen führen, die deutlich vom fundamental gerechtfertigten Wert abweichen. Für die Erklärung der Vermögenspreise sind somit zwei Fragen zu beantworten: Was beeinflusst die Entwicklung der fundamentalen Faktoren? Und wie werden die Erwartungen hierüber bzw. Preise für Vermögensgüter gebildet?

13.1.1 Zur Entwicklung der fundamentalen Faktoren

Die jährlichen Einnahmen eines Kapital- oder Vermögensgutes hängen von der jeweiligen Marktlage und damit vom Zusammenspiel aus Angebot und Nachfrage zusammen. Wie sich die Marktlage entwickelt, wird dabei durch firmen- und marktspezifische, aber auch durch gesamtwirtschaftliche Faktoren wie die konjunkturelle Entwicklung oder das langfristige Wirtschaftswachstum bestimmt. So führen sinkende Einkommen und Produktionsaktivitäten im Zuge einer Rezession zu einer geringeren Nachfrage nach Produktivkapital und damit tendenziell zu geringeren Einnahmen.

Bei den firmen- und marktspezifischen Faktoren sind die Einflussfaktoren vielfältig. Hier spielen strategisches Management, Wettbewerbsfragen, technologische Entwicklungen, politische Einflussnahme in Form von Wettbewerbsregulierung oder in Form von Subventionen und steuerlichen Eingriffen und nicht zuletzt ökonomische Trends wie Globalisierung und demografische Entwicklung, die einzelne Branchen in unterschiedlichem Maße betreffen, eine bedeutende Rolle.

Dies soll im Falle der Immobilienmärkte und hier am Beispiel der Wohnimmobilienmärkte kurz dargestellt werden. Immobilienmärkte sind aufgrund der Immobilität der Vermögensgüter regional begrenzte Märkte. Aus diesem Grunde ist die Entwicklung der regionalen Nachfrage und des regionalen Angebotes zu betrachten. Die maßgebliche Rolle spielt dabei die regionale Nachfrage, die vor allem durch die Entwicklung des regionalen Einkommens und der Zahl der Haushalte (abhängig von der Entwicklung der Bevölkerungszahl und der Altersstruktur) bestimmt wird. So führt eine Zunahme der Zahl der Haushalte oder des Einkommens in der Regel zu einer größeren Nachfrage nach Immobilien und bei konstantem Angebot und gleichbleibenden institutionellen Rahmenbedingungen darüber zu steigenden Mietpreisen bzw. Mieteinnahmen.

Die Entwicklung der Einnahmen einer Immobilienanlage unterscheidet sich für die kurze und die lange Frist. Steigt die Nachfrage nach Immobilien in einer Region kurzfristig an, so führt dies zu einem unter Umständen deutlichen Anstieg der Preise, da eine substanzielle Ausweitung des Immobilienangebotes in der kurzen Frist nicht möglich ist. Dies liegt einerseits an den Planungs-, Genehmigungs- und Bauzeiten, die neuen Immobilienangeboten vorausgehen, andererseits an den relativ hohen Kosten und der Immobilität des Immobilienangebotes, die zu einer eher vorsichtig abwartenden, sukzessiven Investitionstätigkeit führen. In der Folge betragen die Neubauten eines Jahres in aller Regel nur einen Bruchteil des Immobilienbestandes. Langfristig hingegen ist das Immobilienangebot einer Region elastisch. Steigen in einer Region infolge eines Bevölkerungsanstieges dauerhaft die Mietpreise, sodass die abdiskontierten künftigen Nettoeinnahmen die Baukosten neuer Einheiten übersteigen, so führt dies zu Neubauten und langfristig zu einer Senkung der Mieteinnahmen bzw. der Immobilienpreise.¹³⁶

Während somit die demografische Entwicklung in Verbindung mit dem Wanderungsverhalten der Bevölkerung und das regionale Wirtschafts- bzw. Einkommenswachstum Einfluss auf die Preisentwicklung eines regionalen Immobilienmarktes nehmen, spielen auch steuerliche und technologische Faktoren für Investoren eine bedeutsame Rolle. So hat beispielsweise die Abschaffung

¹³⁶ Vgl. Berenberg Bank/HWWI (2006).

der staatlichen Eigenheimzulage im Jahre 2006 zu einem Sinken der Immobilienpreise geführt. Ein weiteres Beispiel sind die erhöhten energetischen Anforderungen an Immobilien, die der Klimaschutz erfordert und die zu höheren Baukosten und kostenträchtigen Sanierungsmaßnahmen führen und die Nettoeinnahmen schmälern, da sie nicht in vollem Umfang auf die Mieter umgelegt werden können. Schließlich sind beim Erwerb einer Wohnimmobilie auch die Fragen zu klären, welche Marktsegmente (Wohnungsgröße, Ausstattung) und welche Lagen innerhalb einer Region Renditepotenzial besitzen. Wie das Immobilienbeispiel zeigt, sind die Determinanten künftiger Nettoeinnahmen komplex und erfordern in großem Maße Marktkenntnis. Einschätzungen zu Marktbedingungen und -entwicklungen für andere Sachwerte wurden daher detailliert im ersten Teil dieser Publikation behandelt.

13.1.2 Kurzfristige Preisbildung

Auch wenn Preise für Vermögensgüter langfristig der Entwicklung der fundamentalen Faktoren folgen, kann es temporär zu Abweichungen des Vermögenspreises vom erst ex post feststellbaren fundamental gerechtfertigten Wert kommen. Die Unsicherheit über zukünftige und damit heute unbekannte Einnahmen zwingt die Marktteilnehmer, Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der Wirtschaft im Allgemeinen und den jeweiligen Vermögensmarkt im Speziellen zu bilden. Da nicht angenommen werden kann, dass alle Marktteilnehmer über identische Einschätzungen bezüglich des fundamental gerechtfertigten Wertes verfügen, stellt sich die Frage, wie diese Differenzen den zu einem bestimmten Zeitpunkt zu zahlenden Preis für ein Vermögensgut beeinflussen.

Ausgangspunkt der Betrachtung soll die *Hypothese effizienter Finanzmärkte* sein. Hier nutzen rationale Anleger sämtliche ihnen zur Verfügung stehenden bzw. ökonomisch erschwinglichen Informationen wie zum Beispiel wissenschaftliche Erkenntnisse, Nachrichten und Daten, um den fundamental gerechtfertigten Wert eines Vermögensgutes zu bestimmen und – darauf aufbauend – unterbewertete Vermögensgüter zu kaufen oder überbewertete Vermögensgüter augenblicklich zu verkaufen. Zum sich einstellenden Gleichgewichtspreis ist die Zahl der Käufe identisch mit der Zahl der Verkäufe, das heißt, das Vermögensgut würde in gleichem Maße für unter- wie für überbewertet gehalten werden. Sofern neue Informationen und Erkenntnisse zum fundamental gerechtfertigten Wert eines Vermögensgutes auftauchen, werden sie sofort ausgenutzt, und es kommt durch die Anpassungen der Nachfrage und des Angebotes zu Preisänderungen am Vermögensmarkt. Der Markt wäre in diesem Falle informationseffizient. Die Hypothese effizienter Finanzmärkte impliziert somit, dass die Marktpreise jederzeit alle verfügbaren Informationen reflektieren und Preisänderungen erst infolge neuer, das heißt bisher unbekannter Informationen auftreten. Daraus folgt dann aber auch, dass einzelne Marktteilnehmer allenfalls zufällig, aber nicht systematisch eine höhere Rendite als die durchschnittliche Marktrendite erzielen können. Dies bedeutet darüber hinaus, dass für Anleger weiterhin Ertragsrisiken bestünden, da jederzeit neue Informationen zu einer Neubewertung des fundamental gerechtfertigten Wertes führen könnten. Gleichzeitig könnte dieses

Risiko jedoch nicht durch weitere Ausgaben für Marktforschung reduziert werden, sodass ein Anleger eine Kaufentscheidung lediglich im Sinne einer optimalen Portfoliodiversifikation treffen sollte.

Inwieweit und ob Finanz- und Vermögenmärkte als informationseffizient angesehen werden können, ist jedoch nicht erst seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise in 2008 umstritten. Es gibt konkrete Hinweise darauf, dass zumindest einige Vermögenmärkte, und hier auch insbesondere Märkte für Sachwerte, nicht effizient funktionieren. Die Zweifel an der Hypothese effizienter Finanzmärkte setzen an zwei Punkten an: Einerseits wird bezweifelt, dass, wie in der Theorie angenommen, praktisch keine Friktionen und sonstigen Transaktionskosten bestehen, sodass eventuelle Abweichungen vom fundamental gerechtfertigten Preis tatsächlich sofort ausgenutzt werden können. So haben die US-Ökonomen Case und Shiller gezeigt, dass insbesondere der Häusermarkt nicht als informationseffizient bezeichnet werden kann, da die Transaktionskosten hier zu hoch sind, um eine vollständige Reflexion aller verfügbaren Informationen im Marktpreis zu gewährleisten.¹³⁷ Eine derartige Ineffizienz hat zweierlei Konsequenzen: Zum einen bestehen für Immobilieneigentümer Liquiditätsrisiken, da sie den Immobilienbesitz nicht zuverlässig zügig veräußern können. Zum anderen führt die ineffiziente Verarbeitung von Informationen zu zyklischen Schwankungen, die es möglich machen, Preisänderungen zu prognostizieren. Investoren können daher unter Umständen Informationsvorsprünge gewinnbringend nutzen.¹³⁸

Andererseits gibt es Anzeichen dafür, dass Marktteilnehmer – zumindest phasenweise – irrationales Verhalten zeigen, indem sie ihre Anlageentscheidungen nicht ausschließlich auf den fundamental gerechtfertigten Wert stützen. Ist die Zahl irrational agierender Marktteilnehmer hoch, so kann es zu irrationalem Überschwang und Preisblasen kommen. Beispielsweise kann hier das Herdenverhalten angeführt werden, bei dem uninformierte oder verunsicherte Anleger kurzfristig erkennbaren Markttrends folgen und diese so verstärken. Eine Blasenbildung ist vor allem dann zu befürchten, wenn eine hinreichend große Zahl von Marktteilnehmern den fundamentalen Wert beim Erwerb eines Vermögensgutes außer Acht lässt und in erster Linie auf kurzfristig steigende oder fallende Preise wettet, sodass es zu sich selbst verstärkenden Prozessen (*feedback loops*) kommt.¹³⁹ Eine derartige, aus übergeordneter Sicht irrationale spekulative Übertreibung kann auf individueller Ebene sogar als rationale Handlung erachtet werden, wenn risikofreudige Spekulanten Grund zur Annahme haben, dass der Preistrend noch eine Weile anhält.

Im Nachgang zur jüngsten Immobilienkrise ist diskutiert worden, inwieweit die Geldpolitik der Fed und der EZB die Bildung von Blasen am Immobilienmarkt in der Vergangenheit ermöglicht hat und angesichts der aktuell stark ausgeweiteten Liquidität auch zukünftig zur Entstehung neuer Blasen beitragen könnte. Im Zusammenhang mit den Anschlägen vom 11. September 2001 und dem Platzen der Dotcom-Blase war die Geldpolitik der Fed sehr expansiv ausgerichtet. Eine expansive Geldpolitik ist jedoch höchstens eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für die Entstehung von Blasen auf Vermögenmärkten. Die US-Regierung unter Bill Clinton hatte zu jener

137 Vgl. Case/Shiller (1989).

138 Vgl. Miller/Geltner (2005).

139 Vgl. Shiller (2005).

Zeit ein staatliches Programm zur Förderung von Wohneigentum initiiert, das insbesondere auch weniger privilegierten Schichten Wohneigentum ermöglichen sollte. Die damals reichlich ausgeweitete Liquidität wurde also gewissermaßen in bestimmte Vermögensmärkte »gelenkt«. Erst in der Kombination aus expansiver Geldpolitik und staatlichen Markteingriffen kam es zu der Immobilienblase, die später als Subprime-Krise die globale Finanzkrise auslöste.¹⁴⁰

Auch heute fehlt den Märkten in der Krise die fundamentale Orientierung. Gleichzeitig versorgen die Zentralbanken die Märkte mit reichlich Liquidität und Staaten greifen in unterschiedlicher Weise in Märkte ein. In Kombination dieser Faktoren könnten sich tatsächlich wieder Blasen bilden. Gerade in Krisenzeiten, in denen einzelne Güter-, aber auch Vermögensmärkte gestört sind, erfolgt die Transmission der Geldpolitik nicht so idealtypisch wie nach dem Transmissionskanal der relativen Preise beschrieben. Die Übertragung erfolgt eben nicht gleichmäßig über alle Preise, sondern wird durch krisenbedingte Unsicherheit und auch durch die staatlichen Interventionen verzerrt. Den Märkten fehlt die fundamentale Orientierung; es existiert kein Fixpunkt (nominaler Anker) mehr, nach dem sich navigieren ließe, sodass schon kleine Preisbewegungen und an sich unbedeutende Signale mit erhöhter Wahrscheinlichkeit auf Vermögensmärkten zu stärkerer Volatilität und Blasenbildung führen. Exemplarisch kann hierfür die Entwicklung des Preises von Gold, das gemeinhin als inflationsgeschützte Anlage gilt, angeführt werden, der erheblichen Schwankungen ausgesetzt war (vgl. Abb. 26).

¹⁴⁰ Verschärfend kam hinzu, dass die Risiken vom Subprime-Segment des US-Immobilienmarktes über Verbriefungen, die ein AAA-Rating erhielten, über die ganze Welt gestreut worden sind.

Entwicklung des Goldpreises

Angaben in US-Dollar

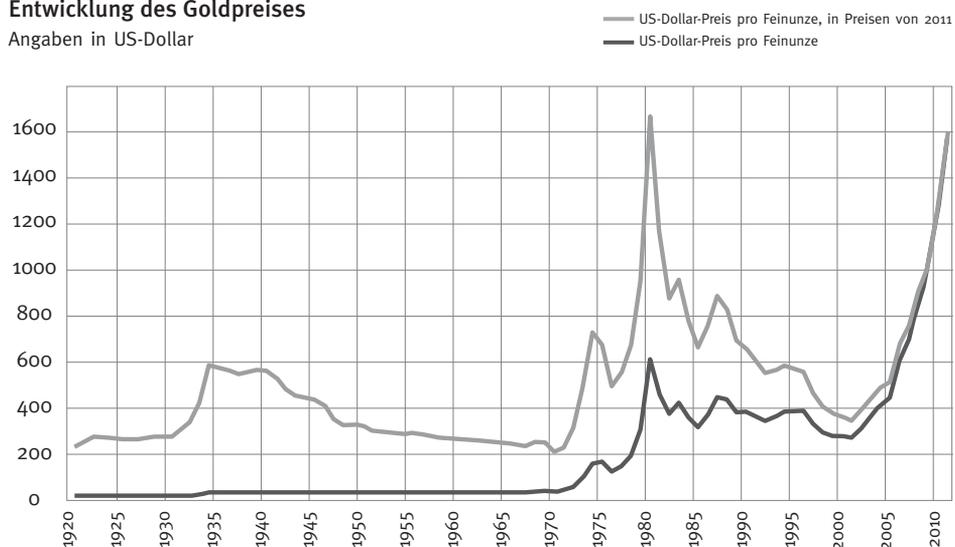


Abb. 26

Quellen: U.S. Geological Survey (2011); Bureau of Labor Statistics (2012); Berechnungen HWWI.

Vermögenspreisblasen und Geldpolitik

Gemäß dem »Transmissionskanal der relativen Preise« erfolgt die Übertragung geldpolitischer Impulse gleichmäßig auf alle Güter- und Vermögenspreise. Die relativen Preise, die für Allokationsentscheidungen entscheidend sind, bleiben unverändert; Geld und Geldpolitik sind nach dieser Vorstellung neutral, haben also keinerlei langfristige Effekte auf die Realwirtschaft.

In der Krise aber sind viele Vermögenmärkte gestört. Und vielfach sind Ungleichgewichte auf Vermögenmärkten sogar die Ursache von Krisen. In solchen Zeiten fehlt den Märkten oftmals eine fundamental abgeleitete Orientierung. Um Vermögenspreise in der Krise zu stützen, agiert die Geldpolitik sehr expansiv; die Liquidität wird stark ausgeweitet. Doch oft sind auch die Transmissionskanäle der Geldpolitik in der Krise gestört. Der geldpolitische Impuls überträgt sich dann keinesfalls mehr gleichmäßig auf alle Preise.

Den Zentralbanken fehlt – ebenso wie den Märkten – eine fundamental gerechtfertigte Einschätzung von Vermögenspreisen, und es fehlen ihnen – davon abgesehen – auch die Instrumente, Liquidität in bestimmte Märkte lenken. Nur das Ausmaß an Liquidität lässt sich in bestimmten Grenzen steuern, wohin sie fließt, lässt sich kaum beeinflussen. Voraussetzung für die Entstehung von Blasen kann somit nicht allein das Vorhandensein reichlicher Liquidität sein, sondern es müssen anfänglich positive Erwartungen bzgl. bestimmter Vermögenmärkte existieren, die sich dann durch Herdenverhalten und selbstüberfüllende Prophezeiungen zu Blasen aufbauen.

Tatsächlich zeigt sich, dass der geldpolitische Effekt auf Vermögenspreise je nach Anlageklasse unterschiedlich ist. Ein Großteil der empirischen Literatur zeigt, dass Geldpolitik auf Immobilienmärkte, vor allem bei Wohnimmobilien, einen stärkeren Effekt hat als auf andere Vermögenmärkte.¹⁴¹ Dieser Befund ist vor dem Hintergrund der US-Immobilienkrise insoweit von Bedeutung, als vom Immobilienmarkt über die Besicherung von privaten Krediten konjunkturell bedeutsame Effekte auf den Konsum privater Haushalte ausgehen.¹⁴² Die Stabilisierung von Immobilienpreisen stellt somit einen wichtigen Transmissionskanal für die Geldpolitik dar.

Ungeachtet der langfristigen Neutralität des Geldes kann Geldpolitik kurzfristig einen realen Einfluss haben und auch Fehlallokationen und in der Folge makroökonomische Störungen und Krisen auslösen. Zurückgehend auf den schwedischen Ökonomen Knut Wicksell kann in einer Geldwirtschaft der Geldzins eine Zeit lang unterhalb des »natürlichen Zinssatzes« liegen, der als jener Zinssatz definiert ist, der reale Ersparnis und reale Investitionsnachfrage in ein Gleichgewicht bringt. In diesem Fall kommt es zu Inflation, weil die monetäre Nachfrage nach Investitionsgütern das reale Angebot durch Ersparnis übersteigt.



Kasten 5

141 Vgl. Berlemann/Freese (2010).

142 Vgl. Pariès/Notarpietro (2008).

Nach der Vorstellung der Österreichischen Theorie um Hayek verdrängt die zu hohe Investitionsnachfrage die Konsumnachfrage; es kommt zu »erzwungenem« Sparen und zu einer Überinvestition. Es werden Kapazitäten aufgebaut und zu niedrigen Zinsen finanziert, die real aber nicht gerechtfertigt sind und deshalb zu makroökonomischen Störungen zwischen Konsum und Investition führen. Es kommt zu einer Krise. Kapazitäten müssen wieder abgebaut werden, weil sie zu dem höheren *natürlichen* Zinssatz nicht mehr finanzierbar sind. Die derzeitige Krise lässt sich durchaus im Lichte der Österreichischen Theorie erklären. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Krise nicht eine notwendige Bereinigung makroökonomischer Störungen ist. Falls dies so wäre, könnte eine allzu starke Intervention von Zentralbanken diesen Prozess unter Umständen verzögern und im schlimmsten Fall sogar zu neuen Blasen und Ungleichgewichten beitragen. Hayek zufolge müssten sich aber in der Rezession, die durch eine Überinvestition ausgelöst wurde, die guten von den schlechten (zu hohen) Investitionen trennen. Eine fortgesetzt expansive Geldpolitik zur Bekämpfung der Rezession verzögere dann im Grunde nur die schmerzhaft, aber notwendige Bereinigung in der Realwirtschaft. Die Heilung einer Blase provoziere dann nur die nächste Blase.¹⁴³

Für die praktische Geldpolitik stellen sich heute im Wesentlichen zwei Fragen: Erzeugt eine allzu expansive Geldpolitik tatsächlich Blasen? Und ebenso wichtig: Kann bzw. sollte Geldpolitik die Entstehung von Blasen aktiv bekämpfen? Im ersten Fall ist Geldpolitik selbst die Ursache von Instabilität auf Vermögensmärkten, im zweiten Fall wird ihr die Möglichkeit zugeschrieben, Vermögensmärkte zu stabilisieren. Dabei ist zwischen Verringerung von Volatilität und Vermeidung von Blasen zu unterscheiden.

Wie ausgeführt, kann die Zentralbank nur das Ausmaß an Liquidität bestimmen, nicht aber die vorhandene Liquidität in eine bestimmte Richtung lenken. Reichliche Liquidität ist somit höchstens eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für die Entstehung von Blasen. Damit sind aber zugleich die Möglichkeiten der Geldpolitik begrenzt, die Entstehung von Blasen zu verhindern. Sie müsste, falls überschüssige Liquidität eine notwendige Bedingung darstellte, Liquidität verringern. Die Liquiditätssteuerung nicht nach allgemeinen konjunkturellen und makroökonomischen Erwägungen durchzuführen, sondern mit dem Ziel, die Entstehung von Blasen zu verhindern, könnte jedoch hohe Kosten verursachen. Eine restriktivere Geldpolitik könnte über höhere Zinsen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage unangemessen sein. Zunächst müsste die Geldpolitik überhaupt in der Lage sein, Blasen zuverlässig zu identifizieren, was sie vermutlich nicht ist.¹⁴⁴ Noch viel weniger klar ist, ob die Geldpolitik die Instrumente besitzt, die Entstehung von Blasen auf Vermögensmärkten zu verhindern. Und mehr noch, ob sie es, falls sie dazu denn in der Lage wäre, überhaupt tun sollte.

143 Vgl. Schnabel (2007).

144 Vgl. Bernanke (2002).

13.2 Weitere Risiken

Wie zuvor erläutert, kann die Geldpolitik, sofern sie zur Bildung von Spekulationsblasen führt, zumindest nicht als gänzlich unbedeutend für die Preisentwicklung von Sachwerten angesehen werden. Abschließend sollen zwei weitere Kanäle angesprochen werden, die unter Umständen die Resistenz von Sachwerten gegenüber unerwarteter Inflation einschränken.

Werden Sachwerte im Ausland erworben, so sind *Wechselkursrisiken* zu berücksichtigen. Diese wirken sich negativ auf den Anlageerfolg aus, wenn die ausländische Währung unerwartet stark gegenüber der inländischen Währung abwertet bzw. schwächer als erwartet gegenüber der inländischen Währung aufwertet. Dabei ist zu beachten, dass der Wechselkurs gemäß der Kaufkraftparitätentheorie langfristig von der Entwicklung des Preisniveaus im Inland im Vergleich zur Entwicklung des Preisniveaus im Ausland abhängt. Dabei wertet die ausländische Währung langfristig ab, wenn die Inflation im Ausland die Inflation im Inland übersteigt. Damit bietet eine Anlage in Sachwerten im Ausland Schutz vor relativ hoher inländischer Inflation. Risiken bestehen jedoch bei relativ hoher ausländischer Inflation.

Ein weiteres Risiko ergibt sich für Produktivvermögen, wenn mit dem Erwerb eines Sachwertes auch nominal fixierte Einnahmen verbunden sind. Beispielsweise kann der Erwerb eines vermieteten Zinshauses im Falle langfristiger Mietverträge mit nominal fixierten Mietzahlungen durchaus Inflationsrisiken bergen.

Literatur- und Quellenverzeichnis

Teil A

- Abramson, D. (2011): China, India and Commodities: Long-Term Trends, Bank Credit Analyst.
- Adler, G.; Sosa, S. (2011): Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the BOOM, IMF Working Paper.
- Artprice (2011): Art Market Trends 2010.
- Ashenfelter, O.; Graddy, K. (2003): Auctions and the price of art. *Journal of Economic Literature* 41, S. 763–786.
- Bain & Company; Fondazione Altgamma (2011): Luxury Goods Worldwide Market Study.
- Bain & Company; Fondazione Altgamma (2012): Worldwide Luxury Markets Monitor, Spring 2012 Update.
- Bellaïche, J.-M.; Eirinberg Kluz, M.; Mei-Pochtler, A.; Wiederin, E. (2012): Luxe Redux – Raising the Bar for the Selling of Luxuries, The Boston Consulting Group.
- Berenberg Bank; HWWI (2005): Ernährung und Wasser, Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation.
- Berenberg Bank; HWWI (2006a): Immobilien, Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation.
- Berenberg Bank; HWWI (2006b): Maritime Wirtschaft und Transportlogistik, Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation.
- Berenberg Bank; HWWI (2007): Klimawandel, Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation.
- Berenberg Bank; HWWI (2010): Afrika, Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation.
- Berenberg Bank; HWWI (2011): Indien, Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation.
- Berenberg Private Capital (2006): Mit Mautstraßen, Flughäfen und Leitungsnetzen hohe und sichere Renditen erzielen – Infrastrukturfonds als neue Anlageklasse für Privatinvestoren.
- Bernhard, E. M. (2005): Kunst als Kapitalanlage, Kunstmarktfonds als Verbindung zwischen Kunst- und Kapitalmärkten, Deutscher Universitäts-Verlag.
- Bilanz (2007): Für Augen und Depots.
- Bloomberg (2011): Edelsteinfonds: Diamanten-Hausse lockt Investoren an, in: *Capital Investors*, [<http://www.capital.de/finanzen/Ausgabe-vom-15-07-2011/100040075.pdf>] (14. August 2012).
- Breitweg, J. (2011): Planung, Finanzierung und Management von Kunstfonds.
- Brückner, M. (2010): Stilvoll investieren, book-on-demand.de.
- Buttonwood Column (2005): In the eye of the Investor, in: *The Economist*, [<http://www.economist.com/node/3688608>] (31. August 2011).
- Campbell, R. (2005): Art as a Financial Investment.
- Campbell, R. (2009): Is Art an Investable Asset?
- Capgemini; Merrill Lynch Wealth Management (2011): World Wealth Report.
- Capgemini; RBC Wealth Management (2012): World Wealth Report.
- Chanel, O.: Is art market behaviour predictable?, *European Economic Review*, Elsevier, Vol. 39.
- Council on Foreign Relations (2012): *Renewing America*, Washington.
- Czotscher, E. (2006): Contemporary Art – Eine Asset-Klasse zur Portfoliodiversifikation. Hamburg, Art Estate AG.
- Deutsche Bank (2008): Infrastruktur Indien: 450 Mrd. Gründe, jetzt zu investieren.
- Dörner, A. (2012): Jim Rogers im Interview: »Ich wette gegen Aktien. Überall auf der Welt!«, in: *Handelsblatt*, [<http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anlagestrategie/jim-rogers-im-interview-ich-wette-gegen-aktien-ueberall-auf-der-welt/6769998.html>] (20. Juni 2012).
- Dubois, B. et al. (2001): Consumer Rapport to Luxury – Analyzing Complex and Ambivalent Attitudes, Working Paper, HEC School of Management.
- Eckstein, J.; Willette, R. (2011): Art Funds, in: McAndrew, C.: *Fine Art and High Finance*, Expert advice on the Economics of Ownership, S. 135–159, Bloomberg Press.
- Erlen, B.; Ocampo, J. A. (2012): Super-cycles of commodity prices since the mid-nineteenth century, *Desa Working Paper No. 110*.
- Erste Research Group (2012): *In Gold we trust*.
- ESCAP (2005): *Review of Developments in Transport in Asia and the Pacific*.
- ESCAP (2006): *Enhancing Regional Cooperation in Infrastructure Development including that related to Disaster Management*.
- Findlay, M. (2012): *The Value Of Art*.
- Fischbach, R. (1986): *Volkswirtschaftslehre*.
- Frey, B.; Pommerehne, W. (1988): Is Art such a good Investment?, in: *The Public Interest*, Vol. 91, S. 79–86.

- Frontier Economics (2012): The value of the cultural and creative industries to the European economy.
- Gerginov, D. (2012): Die vier wichtigsten Infrastruktur-Sektoren für Ihre Investitionen, in: Gevestor, [<http://www.gevestor.de/details/die-vier-wichtigsten-infrastruktur-sektoren-fuer-ihre-investitionen-503620.html>] (12. Juli 2012).
- Gevestor (2012): <http://www.gevestor.de/details/die-vier-wichtigsten-infrastruktur-sektoren-fuer-ihre-investitionen-503620.html> (12. Juli 2012).
- Goetzmann, W. N. (1996): How Costly is the Fall From Fashion? Survivorship Bias in the Painting Market, in: *Economics of the Arts – Selected Essay*, S. 71–84.
- Goldman Sachs (2007): BRICs and Beyond, Global Economics Group.
- Goldsmith, T.; Absalom, S. (2012): Mine, The Growing Disconnect, PwC Mining Publications.
- Government of India Planning Commission (2011): Faster, Sustainable and More Inclusive Growth – An Approach to the Twelfth Five Year Plan.
- Grant, D. (2010): The Auction World's Buy-Ins and Post-Sales, in: Huffington Post, [http://www.huffingtonpost.com/daniel-grant/the-auction-worlds-buy-in_b_645575.html] (26. August 2011).
- Henger, R.; Pomohajko, K.; Voigtländer, M. (2012): Gibt es eine spekulative Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt?, in: *iw-Trends*, 03/2012.
- Idzorek, T. M. (2005): Portfolio Diversification with Gold, Silver and Platinum.
- Investorwissen24.de (2012), [<http://www.investorwissen24.de/boersenlexikon/s/news/sachwerte>] (12. Juli 2012).
- IVG (2011): Investitionen in Infrastruktur.
- Just, T. (2011): Regionale Bevölkerungsprognosen, in: Deutsche Bank Research: Aktuelle Themen 509.
- Kräussl, R. (2010): Art Price Indices, in: McAndrew, C.: *Fine Art and High Finance, Expert advice on the Economics of Ownership*, S. 63–86, Bloomberg Press.
- Krepler, U. (2007): Abenteuer Kunstfonds, in: Quadt, E.: *Artinvestor – Wie man erfolgreich in Kunst investiert*, S. 59–68, FinanzBuch Verlag GmbH.
- Kunze, C. (2002): *Kunst als Kapitalanlage – Neue Perspektiven für Privatanleger*, Kunze, Berlin.
- Lee, S. (1988): Greed is not just for profit, Forbes.
- Lombardi, M.; Osbat, C.; Schnatz, B. (2010): Global Commodity Cycles and Linkages, ECB Working Paper Series No. 1170.
- McAndrew, C. (2010): An Introduction to Art and Finance, in: McAndrew, C.: *Fine Art and High Finance, Expert advice on the Economics of Ownership*.
- McAndrew, C.; Campbell, R. (2010): Art Risk, in: McAndrew, C.: *Fine Art and High Finance, Expert advice on the Economics of Ownership*.
- Mei, J.; Moses, M. (2002): Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces, *American Economic Review* 92(5), S. 1656–1668.
- Merten, H.-L. (2009): *In Luxus investieren*, Gabler, Wiesbaden.
- OECD (2007a): *Infrastructure to 2030 Main Findings and Policy Recommendations*, Paris.
- OECD (2007b): *Infrastructure to 2030 Mapping Policy for Electricity, Water and Transport*, Paris.
- OECD (2008): *Policy Brief*, January 2008.
- OECD (2011a): *Strategic Transport Infrastructure Needs to 2030*.
- OECD (2011b): *Perspectives On Global Development 2012 – Social Cohesion In A Shifting World*, [http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/development/perspectives-on-global-development-2012_persp_glob_dev-2012-en]
- OECD Economic Outlook (2012): *Medium and Long-Term Scenarios for Global Growth and Imbalances*.
- OroVerde; *Global Nature Fund* (2011): *Investieren in Waldklimaprojekte – Leitlinien für Unternehmen und private Investoren*.
- Pasha, S. (2006): Add Picasso to your portfolio?, in: CNN Money, [http://money.cnn.com/2006/02/09/news/funny/art_investment/] (31. August 2011).
- Pesando, J. (1993): Art as an Investment: The Market for Modern Prints, *American Economic Review* 83(5), S. 1075–1089.
- Pesando, J.; Shum, P. M. (2007): Investing in Art: A Cautionary Tale, in: *Journal of Wealth Management*, Spring, S. 80–87.
- Pomogajko, K.; Voigtländer, M. (2012): Demografie und Immobilien – Der Einfluss der erwarteten Flächennachfrage auf die heutigen Wohnimmobilienpreise, in: *iw-Trends*, 2/2012.
- Prinsloo, G.; Spektorov, Y.; Linde, O. (2011): *The Global Diamond Industry – Lifting the Veil of Mystery*, in: Bain & Company, [<http://www.bain.com/publications/articles/global-diamond-industry-lifting-veil-of-mystery.aspx>] (14. August 2012).

- Quadt, E.; Krepler, U. (2008): Kunst – Das ultimative Luxusgut, in: Quadt, E.: *Artinvestor – Wie man erfolgreich in Kunst investiert*, S. 11–15, FinanzBuch Verlag GmbH.
- Rapaport (2012):
<http://www.diamonds.net/Store/PriceReports.aspx?Report=1>
- Renneboog, L.; Spaenjers, C. (2010): *Buying Beauty: On Prices and Returns in the Art Market*, in: *Management Science*, Forthcoming,
[\[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1352363\]](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1352363).
- Roland Berger Strategy Consultants (2007): *Luxus in Deutschland*.
- Roland Berger Strategy Consultants (2012): *2011 – Der deutsche Luxusmarkt wächst rasant*.
- Satchell, S. (2009): *Collectible Investments for the High Net Worth Investor*.
- Sauert, D. (2009): *Wald als Anlageklasse*, DekaBank.
- Schneider, W. (2005): *Flucht in Sachwerte*.
- Schneller, B. J. (2009): *Art Investment Funds, Aktuelle Herausforderungen*.
- Skaterschikov, S. (2006): *Skate's Art Investment Handbook*, KunstAM.
- TEFAF (2011): *Observations on the Art trade over 25 years*, The European Fine Art Foundation.
- Tester, E. (2012): *Das Diamantenfieber steigt*, in: *Finanz und Wirtschaft online*,
[\[http://www.fuw.ch/article/das-diamantenfieber-steigt/\]](http://www.fuw.ch/article/das-diamantenfieber-steigt/) (14. August 2012).
- The Economist (2010): *American railways. High-speed railroading*, Juli 2010.
- The Economist (2011): *Life in the slow lane*, April 2011.
- U.S. Geological Survey Open File Report (2007).
- Wagenführ, H. (1965): *Kunst als Kapitalanlage*.
- Walkshäusl, C. et al. (2011): *Die Performance der Luxusgüterindustrie – Eine Internationale Untersuchung*, in: *Corporate Finance* 7, S. 404–408.
- Weltbank und Agence Française de Développement (2010): *Africa's Infrastructure*.
- Werle, K. (2010): *Die Waldmeister*, in: *Manager Magazin Online*,
[\[http://www.manager-magazin.de/magazin/artikel/0,2828,704029,00.html\]](http://www.manager-magazin.de/magazin/artikel/0,2828,704029,00.html) (14. August 2012).
- World Business Council for Sustainable Development (2004): *Mobilität 2030: Die Herausforderungen der Nachhaltigkeit meistern*.
- World Economic Forum (2011): *The Global Competitiveness Report 2011–2012*.
- World Gold Council (2011): *Gold as a strategic asset for European investors*.
- Yale Endowment Report (2011),
[\[http://investments.yale.edu/index.php/reports/endowment-update\]](http://investments.yale.edu/index.php/reports/endowment-update).

Teil B

- Berenberg Bank/HWWI (2006): *Immobilien, Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation*.
- Berlemann, M.; Freese, J. (2010): *Monetary Policy and Real Estate Prices: A Disaggregated Analysis for Switzerland*, HWWI Research Paper 2–19.
- Berlemann, M.; Vöpel, H. (2012): *Tournament Incentives and Asset-Price Bubbles. Evidence from a Field Experiment*, in: *Economic Letters*, Vol. 115, No. 2, S. 232–235.
- Bernanke, Ben (2002): *Asset-Price Bubbles and Monetary Policy*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke, 15. Oktober 2002.
- Bureau of Labor Statistics (2012): *Consumer Price Index, U.S. City Average*,
<ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpiat.txt> (15. August 2012)
- Case, K. E.; Shiller, R. J. (1989): *The Efficiency of the Market for Single Family Homes*, in: *American Economic Review*, Vol. 79, No. 1, S. 125–137.
- Darracq Pariès, M.; Notarpietro, A. (2008): *Monetary Policy and Housing Prices in an Estimated DSGE Model for the US and the Euro Area*, ECB Working Paper, No. 972.
- EZB (2012a): *Monthly Bulletin*, Juli 2012,
<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201207en.pdf>
- EZB (2012b):
<http://sdw.ecb.europa.eu/search.do?type=series&q=base+money>
- EZB (2012c):
http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/table_3_2012q2.en.html

- EZB (2012d):
http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.ANR
- Federal Reserve Bank (2012):
<http://www.federalreserve.gov/releases/h3/current/h3.htm>
- Frenkel, M.; John, K. D. (2002): Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Vahlen, München.
- Friedman, M.; Schwartz, A. J. (1963): A Monetary History of the United States, 1867–1960, Princeton University Press.
- Hayek, F. A. (1929): Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Wien und Leipzig.
- Issing, O. (2011): Einführung in die Geldtheorie, 15. Auflage, Vahlen.
- Keynes, J. M. (1920): The Economic Consequences of the Peace, New York.
- Keynes, J. M. (1937): Alternative Theories of the Rate of Interest, in: The Economic Journal, Vol. 47, No. 186, S. 241–252.
- Mankiw, G. N.; Taylor, M. P. (2006): Economics, London.
- Mayo, H. B. (2007): Basic Finance, Thomson, Mason.
- Miller, N.; Geltner, D. M. (2005): Real Estate Principles for the New Economy, Cengage Learning, Mason.
- Pariès, M. D.; Notarpietro, A. (2008): Monetary policy and housing prices in an estimated DSGE model for the US and the euro area, Working Paper Series 972, European Central Bank.
- Rogoff, K. S.; Reinhart, C. M. (2009): This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly, Princeton.
- Scherf, H. (1978): Inflation, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, 4. Band, Stuttgart, S. 159–184.
- Schnabel, G. (2007): Geldpolitik im Zeichen wandernder Blasen, in NZZ, Nr. 187, S. 25, 15. August 2007.
- Shiller, R. J. (2005): Irrational Exuberance, 2. Auflage, Princeton University Press, Princeton.
- Shiller, Robert (2006): Asset Prices, Monetary Policy and Bank Regulation, Keynote Address at 42nd Annual Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, 19. Mai 2006.
- Statistisches Bundesamt (2003): Verordnung (EG) Nr. 2223/96 des Rates vom 25. Juni 1996 zum Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene in der Europäischen Gemeinschaft, Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (2010): Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen 1992–2010, Wiesbaden.
- Teles, P.; Uhlig, H. (2010): Is Quantity Theory Still Alive?, CEPR Discussion Paper Nr. 8049.
- U.S. Geological Survey (2011): Gold statistics, in: Kelly, T. D.; Matos, G. R.: Historical statistics for mineral and material commodities in the United States: U.S. Geological Survey Data Series 140, [<http://pubs.usgs.gov/ds/2005/140/>] (15. August 2012).

In der Reihe

»Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation«
sind bislang folgende Studien erschienen:

- 1 Energierohstoffe
- 2 Ernährung und Wasser
- 3 Immobilien
- 4 Maritime Wirtschaft und Transportlogistik (Band A und B)
- 5 Klimawandel
- 6 Wissen
- 7 Sicherheitsindustrie
- 8 Staatsverschuldung
- 9 Wirtschaftsfaktor Fußball
- 10 Mobilität
- 11 Afrika
- 12 Nachhaltigkeit
- 13 Indien
- 14 Gesundheit

Diese Studien stehen Ihnen auf der Homepage www.berenberg.de
unter dem Punkt »Publikationen« als Download zur Verfügung.

