

DAV/DGVFM Herbsttagung, November 2022, Mainz

INFLATION: DIE BÜCHSE DER PANDORA?

DR. JOCHEN FELSENHEIMER - XAIA INVESTMENT

WAS BISHER GESCHAH ...

2012 – 2022: Die Nullzins-Dekade

- > Draghis „Whatever it takes“ – Rede leitet historische Niedrigzinsphase in Europa ein
- > Globaler Zinssenkungswettbewerb
- > Weltweit niedrige Risikoaversion
- > Exzessive Fiskalprogramme => Staatsverschuldung auf Rekordhoch
- > Niedrige Refinanzierungs-Kosten => Verschuldung der Unternehmen auf Rekordhoch
- > Niedrige Kreditkosten im Consumer-Segment & bei Immo-finanzierung => Verschuldung der privaten Haushalte auf Rekordhoch
- > Globalisierung, Digitalisierung, Demographie, Kapitalmarktintegration => Güterpreisdeflation
- > Aber: Vermögenspreisinflation

WAS ALLES ÄNDERT ...

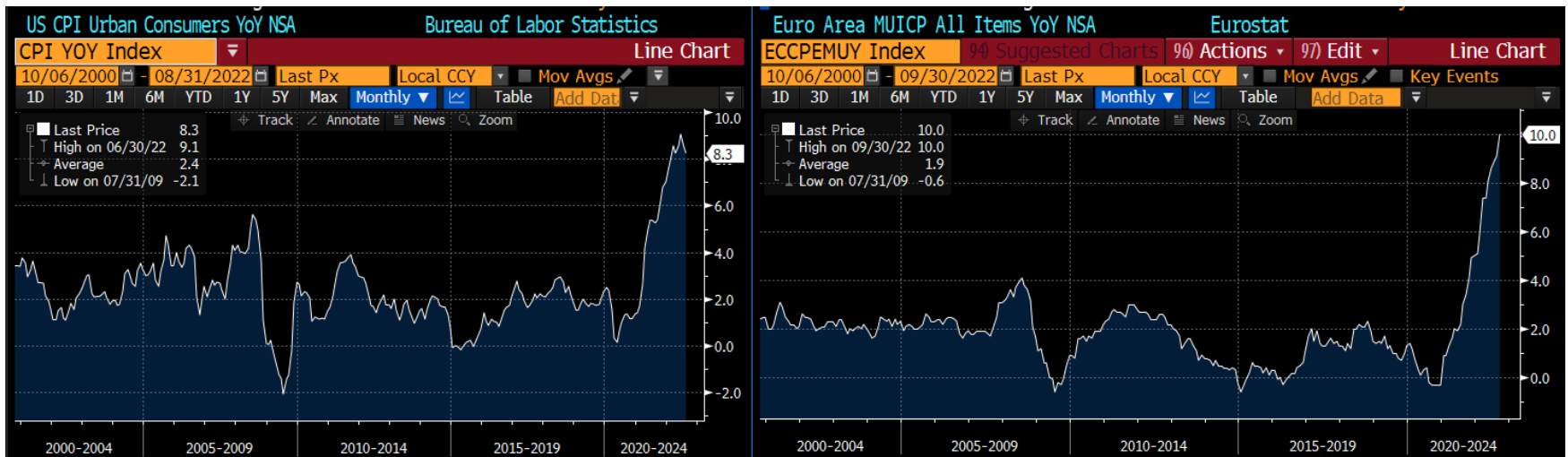
Russland ist nicht Lehman ... aber vielleicht Subprime?

- > Energiepreisschock
- > Starker Anstieg der globalen Risikoprämien
- > Globale Rezession unausweichlich
- > Das Ende der Globalisierung?
- > Das Ende der Kapitalmarktintegration?
- > Einfrieren USD- und Gold-Reserven: verliert der USD seinen Satus als Weltreservewährung?
- > Reaktionsfunktionen der Zentralbanken und der Staaten?
- > Effekte auf die globale langfristige Preisentwicklung
- > Effekte auf das globale Zinsniveau
- > Neue Gleichgewichte an den Finanzmärkten

VON 0 AUF 100 ...

Konsumentenpreisinflation

- > Höchster Stand seit 2. Ölkrise Ende der 1970er Jahre
- > Globales Phänomen => Anpassungsmechanismus über Wechselkurse funktioniert nicht



... UND ZURÜCK?

> University of Michigan Median Inflation Expectations



THE GERMAN ANGST

Lohn-Preis-Spirale

- > Preissteigerungen => Lohnerhöhung => Produktionskosten steigen => Preissteigerungen ...

Importierte Inflation

- > Fed erhöht Zinsen schneller als EZB => USD steigt ggüb. Euro
=> Importe aus den USA werden teurer => Inflation im Euroraum steigt

Hyperinflation

- > Staatsverschuldung
- > Kapitalflucht
- > Flucht in Sachwerte

INFLATION UND DER DOMINANTE FAKTOR IM KAPITALMARKT

Güterpreisinflation

⇒ **Zinserhöhungen der Zentralbanken**

⇒ **vielfältige Effekte**

- > Globale Effekte
 - > FX-Märkte
 - > Globale Kapitalströme
 - > Portfolioinvestitionen
- > Realwirtschaftliche Effekte
 - > Steigende Kapitalkosten
 - > Steigende Ausfallraten
 - > Sparquote
- > Effekte an den Finanzmärkten
 - > IRR, Risikokapital, etc.
 - > Reallokation
 - > Neue Gleichgewichte

EXKURS: DER RISIKOFREI ZINS?

... oder doch das zinsfreie Risiko?

> CAPM

$$E(R_i) = R_F + [E(R_M) - R_F] \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2}$$

> OPT

$$C(S, t) = S\Phi(d_1) - Ke^{-r(T-t)}\Phi(d_2)$$

> CDS - Bewertung

$$V_t = E^{\mathbb{Q}} \left[\sum_{k=1}^m c 1_{\{\tau > t_k\}} e^{-\int_t^{t_k} r_u du} \middle| \mathcal{F}_t \right] - \sum_{k=1}^m E^{\mathbb{Q}} \left[1_{\{t_{k-1} < \tau \leq t_k \leq T\}} (1 - \delta_{t_k}) e^{-\int_t^{t_k} r_u du} \middle| \mathcal{F}_t \right]$$

> Fama-French

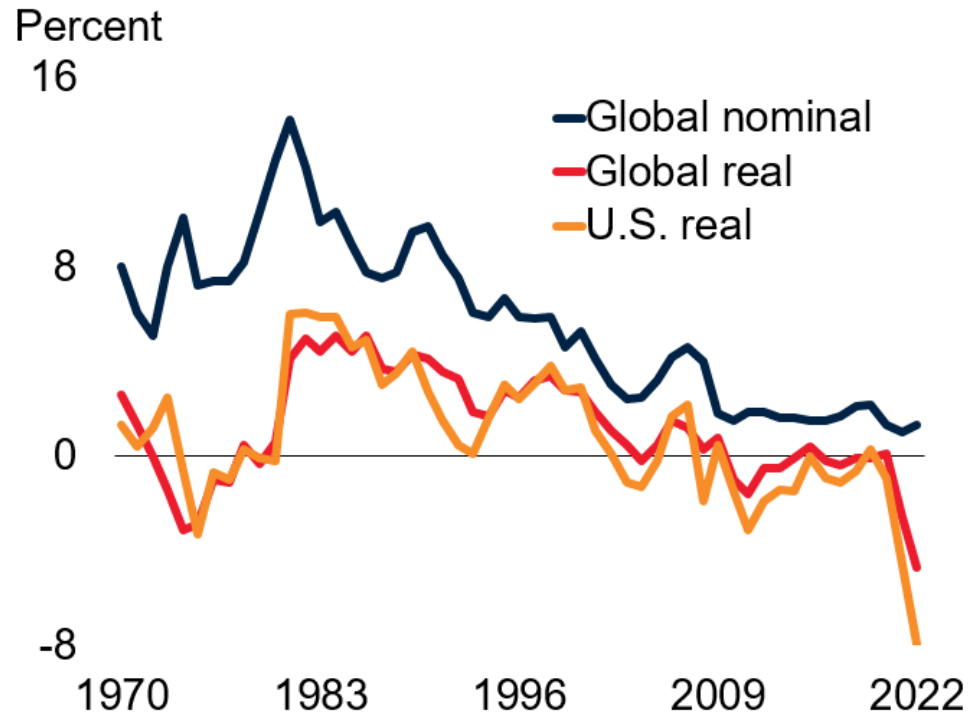
$$r = R_f + \beta_3(R_m - R_f) + b_s \cdot SMB + b_v \cdot HML + \alpha$$

FROM ZERO TO HERO?

Zinsentwicklung nominal und real

> Entscheidend: Inflationserwartung!

Figure 5.B. Policy interest rates



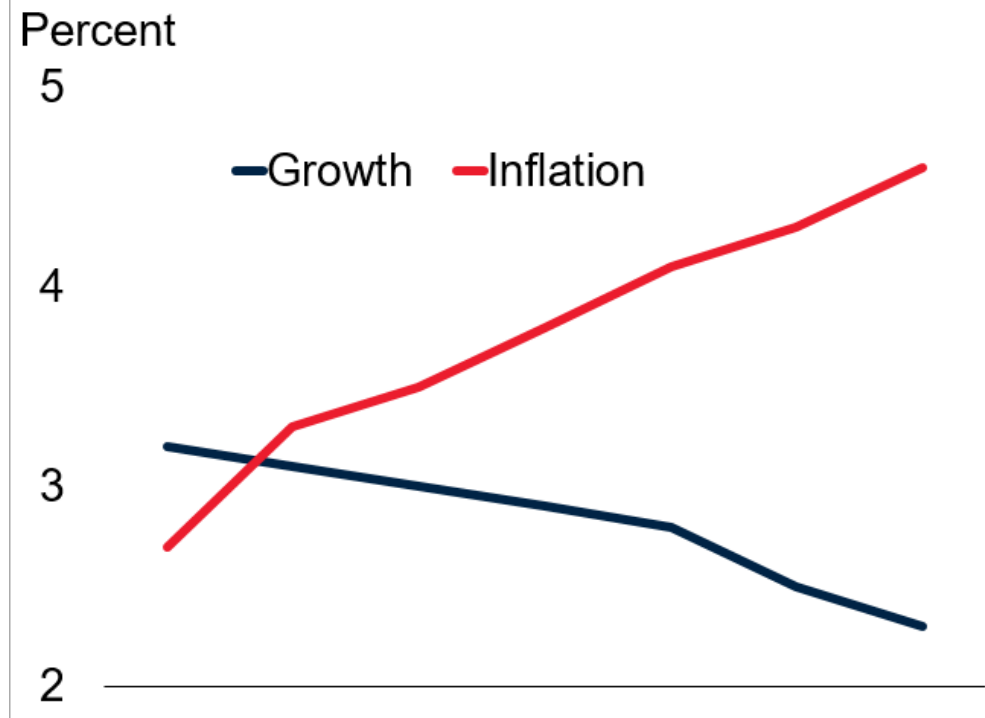
Quelle: Weltbank

UKRAINE/RUSSLAND- KONFLIKT => ANGEBOTS- SCHOCK

Wachstum & Inflation

- > Lehrbuch: Nachfrageeinbruch ($W \downarrow \rightarrow I \downarrow$)
- > Jetzt: Angebotsschock ($I \uparrow \rightarrow W \downarrow$)

Figure 1.C. Evolution of global growth and inflation forecasts for 2023



Quelle: Weltbank

GLOBALE INFLATION

Preisschock trifft alle Länder!

> Fehlender Anpassungsmechanismus im FX-Markt?

Figure 6.A. Monthly CPI inflation

Percent

12

9

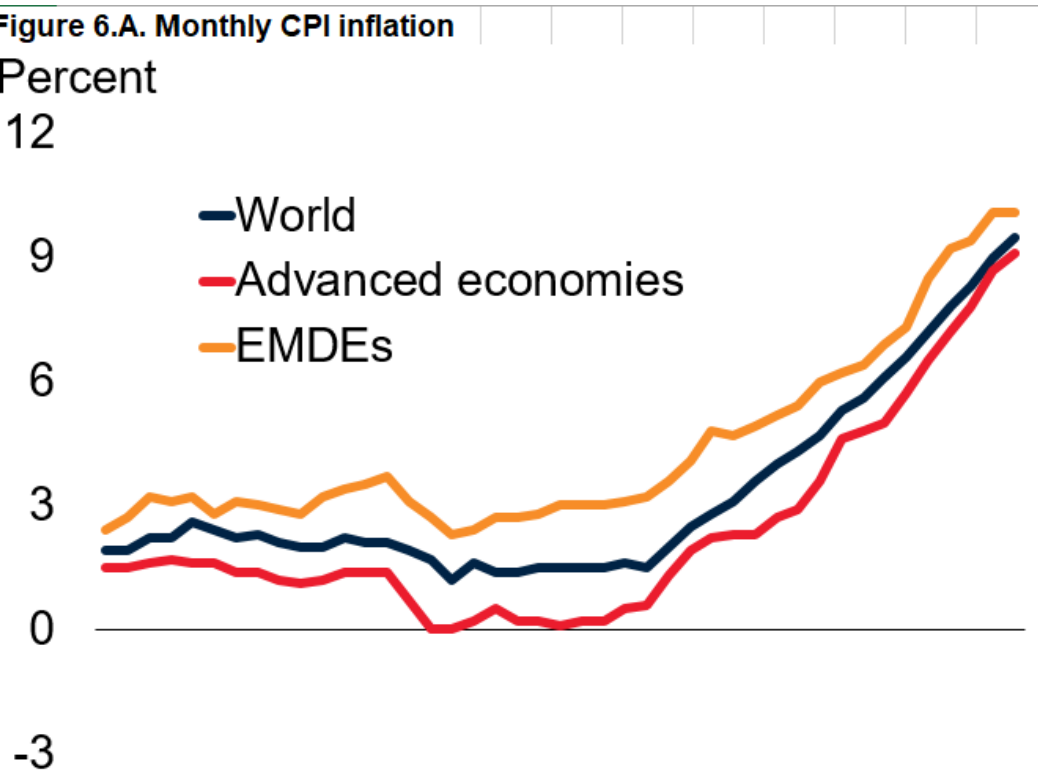
6

3

0

-3

— World
— Advanced economies
— EMDEs

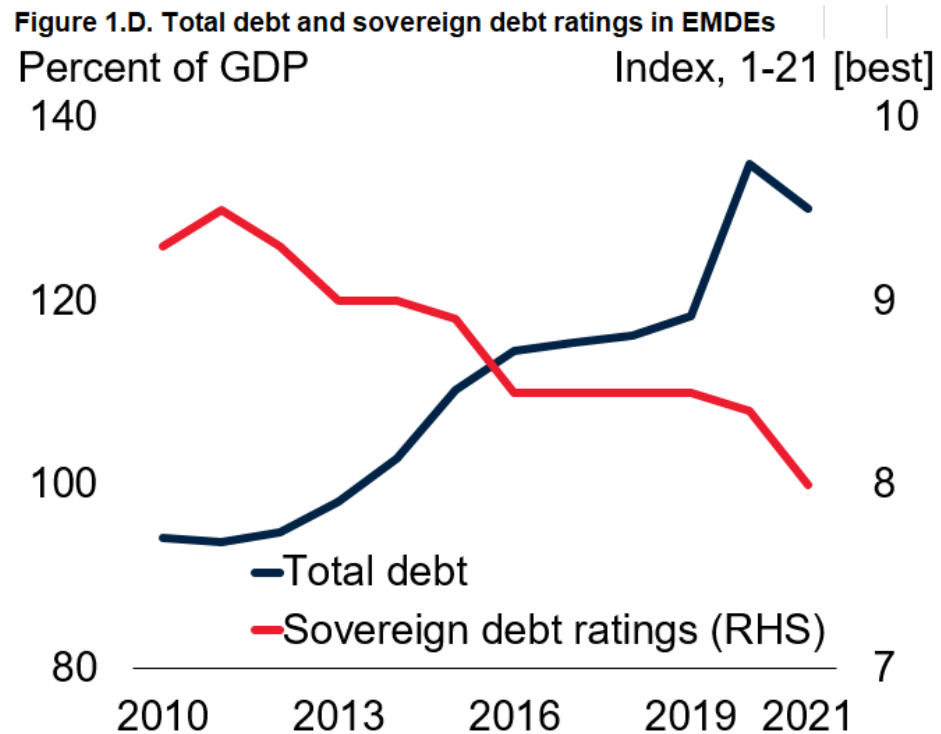


Quelle: Weltbank

VERSCHULDUNGS-GRAD

Emerging Markets: vom Rising Star zum Fallen Angel?

- > Klassische EM-Krise: Leistungsbilanzsaldo, steigende Refinanzierungskosten & Kapitalabfluss



Quelle: Weltbank

STAATS-VERSCHULDUNG

Der Sargnagel für die Schuldenmacher?

- > Zinsbelastung & Primärdefizite v.a. in den westlichen Industriestaaten

Figure 5.D. Government debt

Percent of GDP

150

— World
— Advanced economies
— EMDEs

120

90

60

30

0

1970

1983

1996

2009

2022

Quelle: Weltbank

AUF EINMAL GEHT'S!

Die Reaktion der Zentralbanken

> Was bleibt ihnen anderes übrig ...

> Normalisierungsprozess ... tut aber trotzdem weh

Figure 6.B. Policy interest rates in the United States and euro area

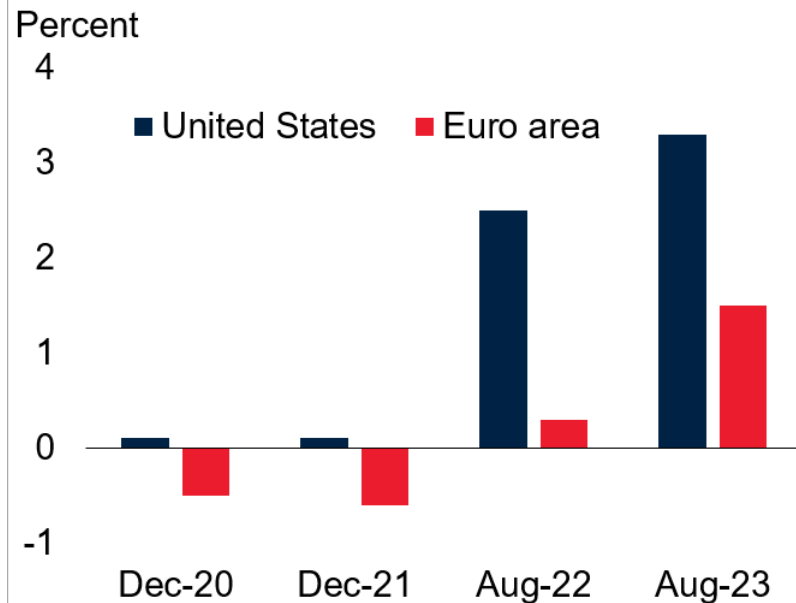
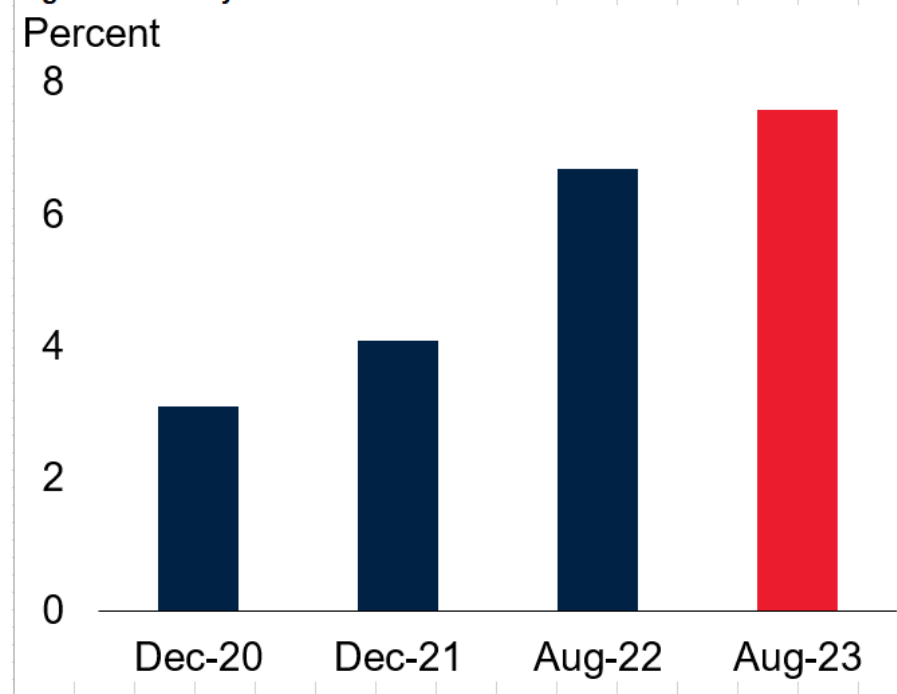


Figure 6.C. Policy interest rates in EMDEs

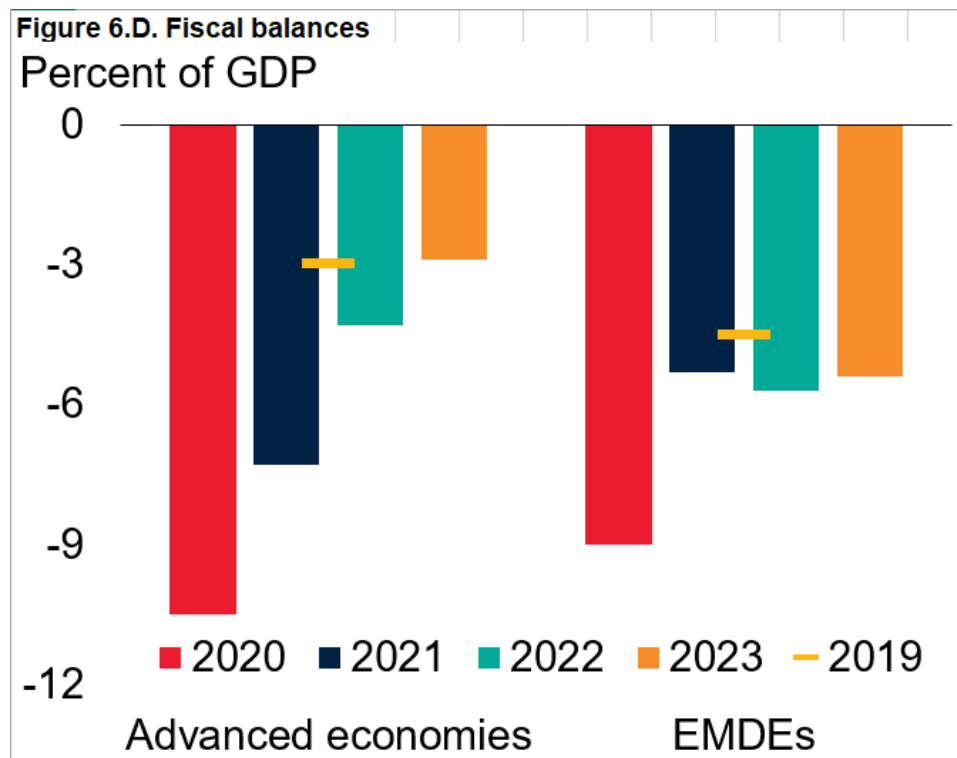


Quelle: Weltbank

DIE REAKTION DER STAATEN

Der „last lender of resort“

- > Übernimmt die Fiskalpolitik den Job?
- > Limitierte Möglichkeiten angesichts Rekordverschuldung



Quelle: Weltbank

WAS DAS FÜR DIE MÄRKTE BEDEUTET?

- > Ray Dalio „The rise & fall of nations“: Jede Nation durchläuft langfristigen Zyklus -> laufende Verschiebungen politischer & ökonomischer Macht
- > Ende der Globalisierung & Aufbau neuer Lieferketten => Faktoren des Inflationsanstiegs nur teilweise temporär
- > Renditeanstieg erst am Anfang? Sicher ist: Die Phase negativer Zinsen ist vorbei
- > Refinanzierungskosten bleiben hoch => Problem für Schuldner mit niedriger Kreditqualität
- > Bsp. UK: Rekord-Fiskalpaket -> Zinsen steigen -> Pfund & Gilts verlieren -> Intervention der BoE -> Teufelskreis aus expansives Fiskalpolitik & restriktiver Geldpolitik
- > Finanzkrise? Inflation -> Zinsen -> betrifft alle Marktsegmente -> Realwirtschaft ... aber aktuell noch kein Druck auf Banken (außer CS)
- > Systemrisiko? Ist Credit Suisse nur der Anfang?

KONTAKTE

> IMPRESSUM

- > XAIA Investment GmbH
Sonnenstraße 19
D-80331 München
- > www.xaia.com



> IHRE ANSPRECHPARTNER

- > ULRICH VON ALTENSTADT
Telefon +49 89 589275-121
ulrich.vonaltenstadt@xaia.com

- > JOCHEN FELSENHEIMER
Telefon +49 89 589275-120
jochen.felsenheimer@xaia.com

- > CHRISTOFER VOGT
Telefon +49 89 589275-123
christofer.vogt@xaia.com

RECHTLICHE HINWEISE

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die XAIA Investment GmbH, München, deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird deshalb vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung über Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, Jahres- und Halbjahresbericht) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die Verkaufsunterlagen werden auf deutsch bei der Verwaltungsgesellschaft der Fonds (Universal-Investment-Luxembourg S.A., 15, rue de Flaxweiler,

L-6776 Grevenmacher, Luxembourg, Telefon: +352 261502-1), bei der Verwahrstelle sowie den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem erhältlich im Internet unter www.universal-investment.com.

Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der XAIA Investment GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die XAIA Investment GmbH behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die XAIA Investment GmbH kann andere Publikationen veröffentlichen haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können zudem für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen in der Regel auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind unter Umständen in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Diese Darstellung ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche sie gerichtet ist. Sie darf weder von anderen Personen verwendet werden, noch in Form von Veröffentlichung oder Weitergabe anderen Personen zugänglich gemacht werden.

Etwaige steuerliche Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen.

Der Inhalt dieser Darstellung ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der XAIA Investment GmbH weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

© XAIA Investment GmbH 2021