



Partisan Strategie Fonds (CHF)

Strategiesitzung 1. Quartal 2014:

Inflation, Deflation und die Erwartungen

Inflations- und Deflationsrisiken werden seit Beginn der Finanz- und Schuldenkrise sehr kontrovers diskutiert und eingeschätzt:

Notenbanken begründen die extreme Ausweitung ihrer Bilanzsummen teilweise mit erheblichen Deflationsrisiken.

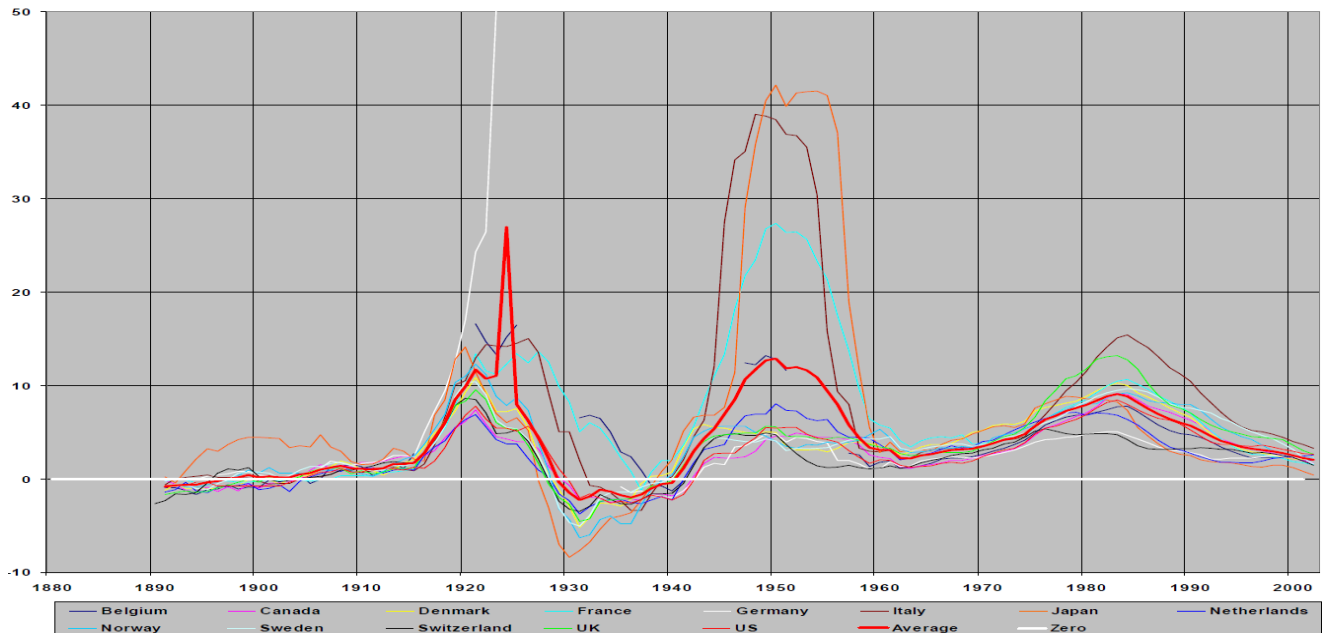
Andererseits befürchten viele namhafte Ökonomen aufgrund der aktuellen Geldpolitik und auf dem Hintergrund der enormen Schuldenquoten der meisten Industrieländer eine ähnliche Entwicklung wie in den 70er Jahren, als die Inflationsraten in den meisten Ländern weit über 10% anstiegen, enorme volkswirtschaftliche Kosten verursachten, Rentenansprüche und angesparte Vermögen grossenteils entwerteten.

Was ist von diesen gegensätzlichen Sichtweisen zu halten? Wie sind diese Risiken einzuschätzen? Können sie quantifiziert werden?

Wir betrachten hierzu die historische Entwicklung der Inflation während der letzten 100 Jahre, analysieren die Entwicklung der Inflationserwartungen und deren Verteilung seit Beginn der Finanzkrise und ziehen einige Schlüsse für die Anlagestrategie des Partisan.

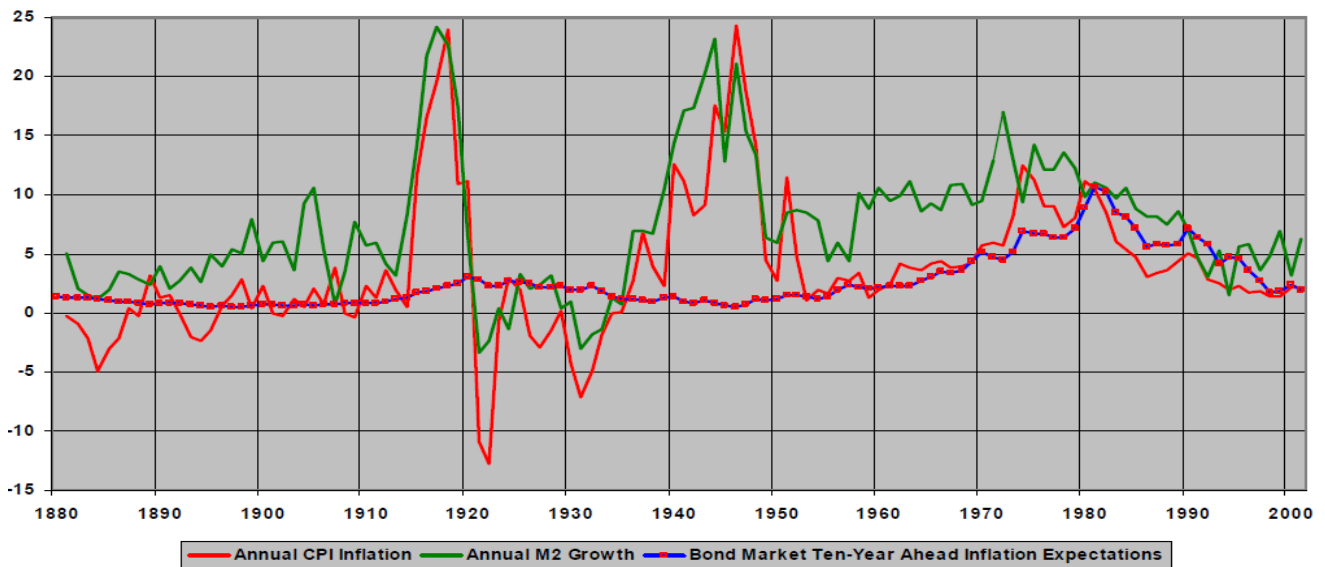
Geldwertstabilität in der historischen Perspektive

Wie die folgenden zwei Grafiken¹ zeigen, war die Geldwertentwicklung der letzten 100 Jahre geprägt durch drei ausgeprägte Inflationsphasen (1. Weltkrieg, 2. Weltkrieg, bzw. Nachkriegsjahre und 70er Jahre), sowie zwei Deflationsphasen (nach dem 1. Weltkrieg und während der grossen Depression Anfangs der 30er Jahre).



Ten-Year Average CPI Inflation 1890-2001

¹ Quelle: Dewald



Average **Annual** CPI Inflation, M2 Growth, and Bond Market Ten-Year Ahead Inflation Expectations². Eleven Industrial Countries, 1880-2001

Zwei Beobachtungen scheinen uns wichtig:

1. Die **Inflationentwicklung** verlief in den Industrieländern weitgehend **parallel**, jedoch **mit stark unterschiedlicher Ausprägung**.
2. Die **Inflationserwartungen** waren **nicht immer aussagekräftige Indikatoren** für die tatsächliche Entwicklung. Während des 1. Weltkriegs stieg die Inflation aufgrund der Aufhebung des Goldstandards und der durch die Notenbanken finanzierten Kriegsdefizite weitestgehend unerwartet innert kürzester Zeit sehr stark an. In der Schweiz beispielsweise von 0.1% 1913 auf 13% 1914 und 24% 1917. Das Preisniveau hatte sich zwischen 1914 und 1918 mehr als verdoppelt. Im Gegensatz dazu erhöhten sich die Inflationsraten seit Ende der 60er Jahre bis Anfang der 80er Jahre relativ langsam. Die Entwicklung wurde grossenteils antizipiert.

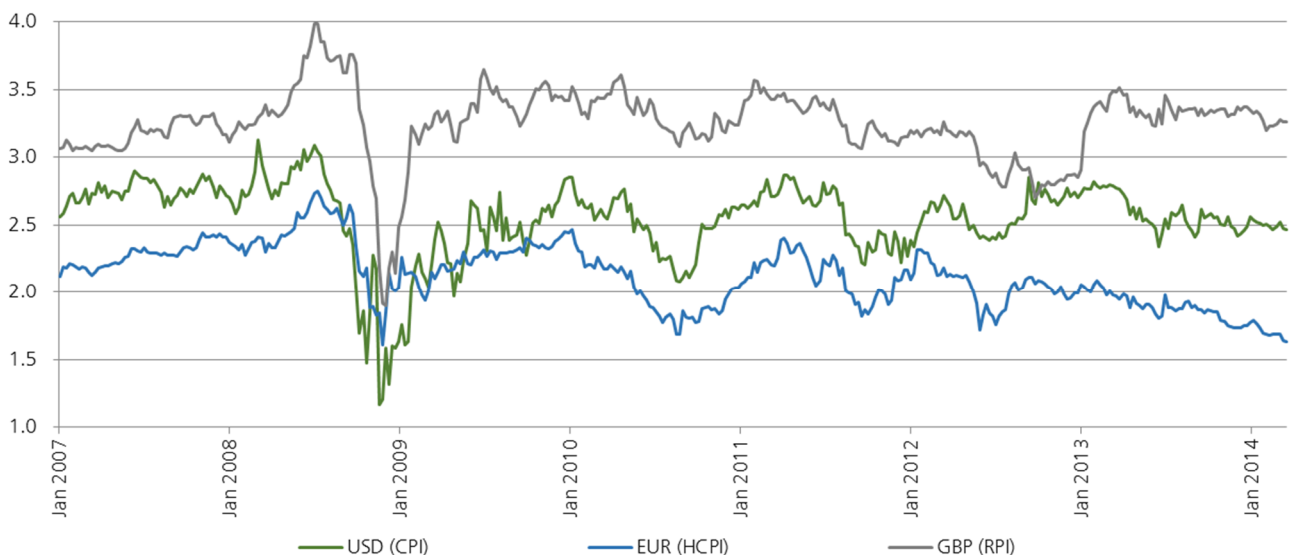
Die Situation während des ersten Weltkriegs ist in verschiedener Hinsicht nicht mit der heutigen vergleichbar: weder haben wir einen Goldstandard noch Krieg. Ein unerwartet rascher Anstieg der Inflationsraten sollte jedoch auch heute nicht per se ausgeschlossen werden: für die aktuellen Entwicklungen von Geldmenge und Geldpolitik gibt es unseres Wissens keine verlässlichen historischen Referenzen. Mit unerwarteten Entwicklungen ist deshalb zu rechnen.

Inflationserwartungen seit der Finanzkrise

Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung der impliziten³ Inflationserwartungen für die jeweils nächsten 10 Jahre für den Euroraum, die USA und UK in den turbulenten Jahren seit Ausbruch der Finanzkrise.

² Als Schätzung für die Inflationserwartungen wird die Differenz zwischen den Bondrenditen und dem realen Trendwachstum verwendet (vgl. dazu Dewald, S.33)

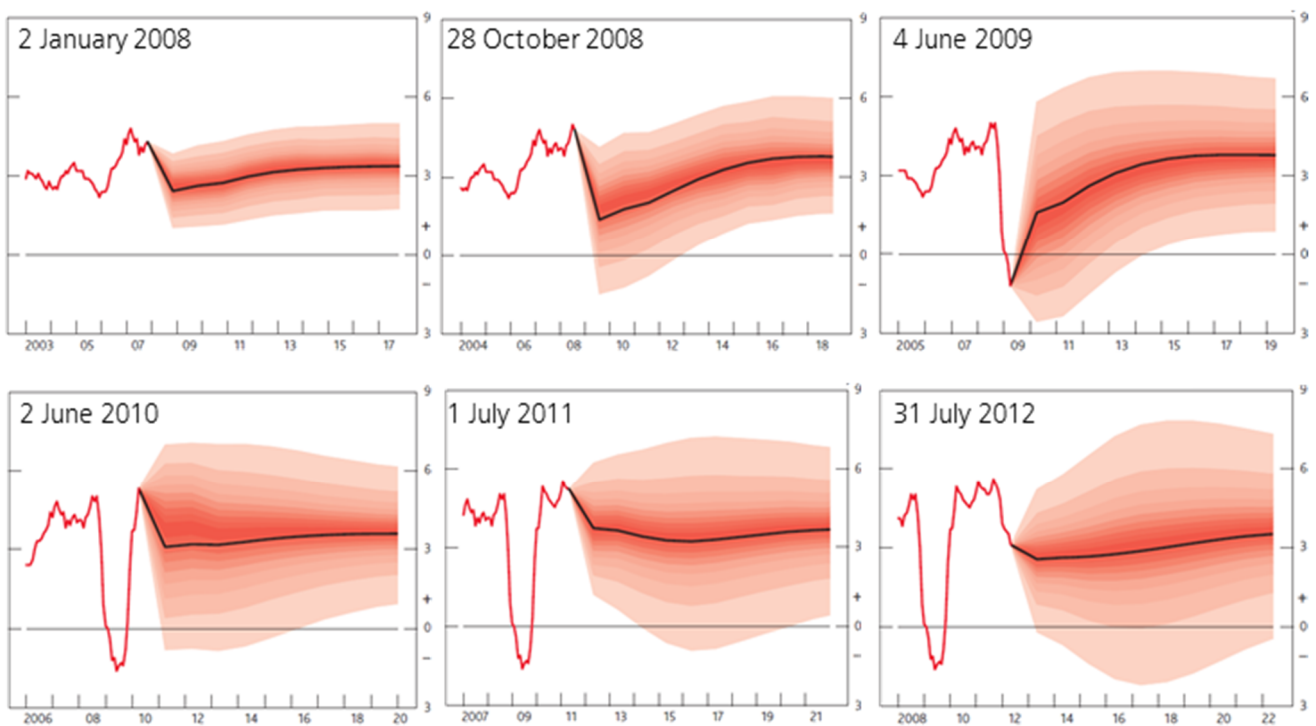
³ Implizite Erwartungen sind Erwartungen, welche nicht aus Umfragen, sondern aus den Preisen von am Markt gehandelten Finanzprodukten (hier Inflation Swaps) abgeleitet werden. Das Prinzip ist vergleichbar mit der Ableitung der Gewinnchancen eines Rennpferdes aus den angebotenen Wettquoten: diese „Preise“ widerspiegeln implizit die Erwartungen aller am „Wettmarkt“ beteiligten Akteure.



Quelle: Bloomberg (USSWIT10, EUSWI10, BPSWI10)

Zunächst fällt auf, dass sich die **Inflationserwartungen** abgesehen von kurzzeitig auftretenden Deflationsängsten unmittelbar nach dem Konkurs von Lehman Brothers 2008 **scheinbar nicht wesentlich geändert** haben.

Aber nur scheinbar! Was in diesen Zahlen nämlich nicht zum Ausdruck kommt, ist die **stark gestiegene Unsicherheit** bezüglich der zukünftigen Entwicklung des Preisniveaus. Dies illustriert die folgende Darstellung eindrücklich am Beispiel Grossbritanniens.



Quelle: Smith, S.229

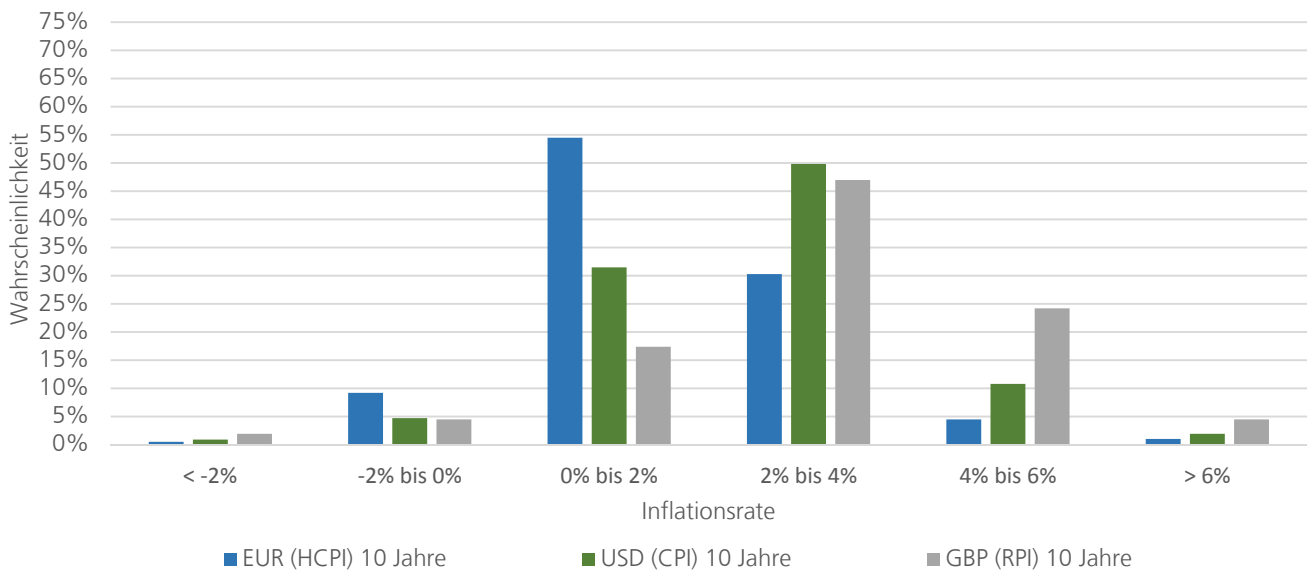
Entwicklung der realisierten Inflation (rote Linie), der durchschnittlich erwarteten Inflation (schwarz) und der Verteilung der impliziten Inflationserwartungen für die jeweils nächsten 10 Jahre. Das zentrale dunkelrote Band zeigt die wahrscheinlichsten 10% der zukünftigen Inflationsrate. Jedes weitere Band bedeutet zusätzliche 10%. Die gesamte farbige Fläche zeigt denjenigen Bereich, innerhalb dem die künftigen Inflationsraten mit einer Wahrscheinlichkeit von 90% erwartet⁴ wurden.

Obschon die (durchschnittlichen) 10-jährigen Inflationserwartungen seit 2007 bei gut 3% praktisch konstant geblieben sind, hat sich die Unsicherheit betreffend Geldwertstabilität massiv erhöht. Sowohl erheblich höhere Inflationsraten als auch eine deflationäre Entwicklungen wird von den Marktteilnehmern heute als sehr viel

⁴ Mit Hilfe der seit ca. 2008 zunehmend liquiden Märkte für Optionen auf Inflation Swaps kann die implizite Wahrscheinlichkeitsverteilung der künftigen Inflationsraten berechnet werden.

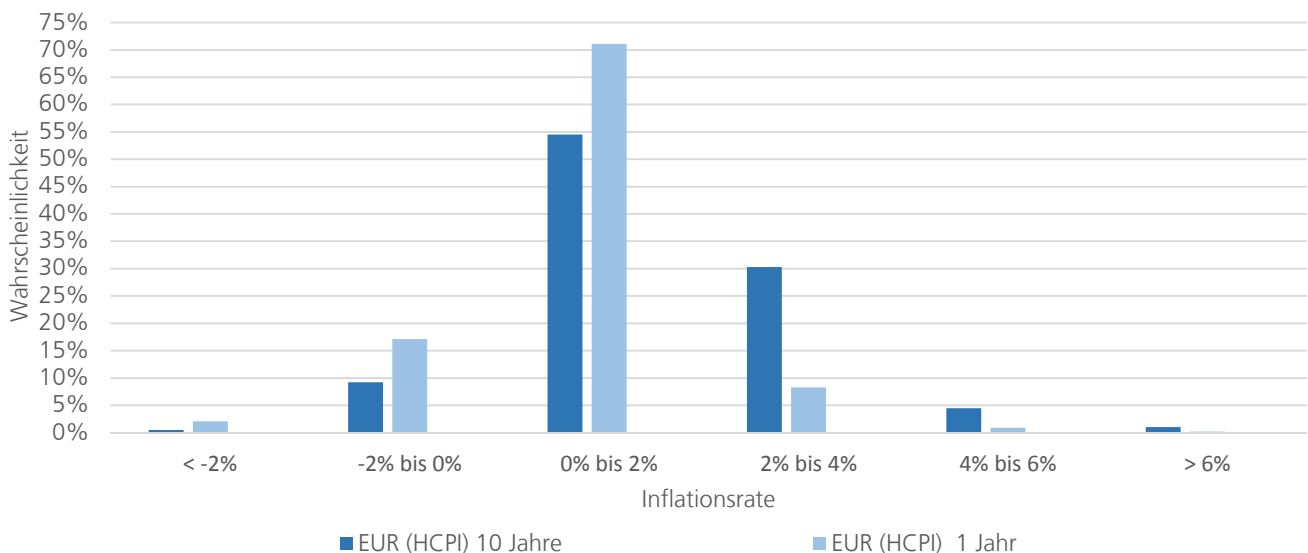
wahrscheinlicher betrachtet, als vor Beginn der Finanzkrise. Ausserdem wird erneut deutlich: die **Inflationentwicklung ist unter gewissen Umständen schwer prognostizierbar. Inflationserwartungen können sich rasch und stark ändern.**

Die nächste Grafik zeigt die **aktuelle (implizite) Wahrscheinlichkeitsverteilung** der längerfristigen Inflationserwartungen (10 Jahre) für die USA, den Euroraum und Grossbritannien⁵:



Die Wahrscheinlichkeit von Inflationsraten von mehr als 4% über die nächsten 10 Jahre liegt bei ca. 6% für den Euroraum und 13% für die USA. Die Wahrscheinlichkeit einer Deflation bei 10% (EUR) und 6% (USA).

Am Beispiel EUR-Raum wird aus der folgenden Grafik ersichtlich, dass **Deflationstendenzen vor allem als kurzfristiges Risiko** wahrgenommen werden, während die **Inflationsrisiken längerfristig überwiegen**⁶.



Folgerungen für die Anlagestrategie

Zusammenfassend ist das Vertrauen der Marktteilnehmer in die künftige Stabilität des Geldwertes seit Ausbruch der Finanzkrise markant gesunken. Die **Gefahr einer andauernden oder starken Deflation** scheint aus heutiger Sicht zwar **relativ klein**, ist aber nicht ganz vernachlässigbar. Das **Risiko moderat höherer Inflationsraten über eine**

⁵ Quelle: Barclays, S.6, 17, 23

⁶ Quelle: Barclays, S.17. Dazu kommt, dass die impliziten Deflationsrisiken die effektive Deflationswahrscheinlichkeit wahrscheinlich deutlich übertreiben. Vgl. dazu Fleckenstein / Longstaff / Lustig., S.21-22

längere Zeitperiode muss dagegen als **erheblich** eingestuft werden. Eine Inflationsrate von „nur“ 4% über 10 Jahre bedeutet Preissteigerungen von fast 50%, bzw. ein Verlust an Kaufkraft von 1/3. Dies ist für Anleger alles andere als harmlos, wenn die Verzinsung von Geldmarktanlagen gleichzeitig 0% beträgt. Bei aller Aussagekraft der heutigen Markterwartungen darf jedoch nicht vergessen werden, dass die **Prognosequalität von Inflationserwartungen begrenzt** ist, wie an den Beispielen des 1. Weltkriegs und den raschen Erwartungsänderungen seit der Finanzkrise gezeigt wurde.

Was bedeutet das für die Anlagepolitik des Partisan?

Aufgrund der aus heutiger Sicht überwiegenden Inflationsrisiken setzen wir beim **Inflationsschutz** deshalb den **Schwerpunkt, ohne Deflationsrisiken ganz ausser Acht zu lassen**. Konkret setzen wir dies wie folgt um:

1. Dem **Risiko erhöhter Inflation** begegnen wir durch eine hohe Allokation von ca. **2/3 des Portfolios in Realwerte** und andere relativ inflationsresistente Anlageklassen. Dazu gehören Aktien (ca. 45%), Immobilien (ca. 5%), Edelmetalle (ca. 10%) und inflationsindexierte Anleihen (ca. 8%). Zudem bietet eine **begrenzte Diversifikation in Fremdwährungen** aufgrund der in der Regel sehr unterschiedlichen Ausprägung von Inflationsphasen in den verschiedenen Ländern (vgl. erste Grafik) einen gewissen Schutz vor einer hohen währungsspezifischen Inflation in CHF.⁷
2. **Schutz vor Deflation** bieten vor allem Geldmarkt- und festverzinsliche Anlagen (28%), versicherungsbasierte Anlagen (5%), inflationsindexierte Anleihen (8%), insgesamt ca. 40% des Portfolios. Zu berücksichtigen ist vor allem der starke **Zusammenhang zwischen Deflationsphasen und schweren Rezessionen**. Historische Erfahrungen zeigen, dass Deflationen in aller Regel als Begleiterscheinung sehr starker Rezessionen, bzw. Depressionen auftreten⁸. Es ist deshalb damit zu rechnen, dass bei einer Deflation vor allem Aktien, möglicherweise aber auch Immobilien und Edelmetalle stark an Wert verlieren. Dieses Szenario ist somit ein Klumpenrisiko, das kaum diversifiziert werden kann. Um dieses Klumpenrisiko soweit wie möglich in Grenzen zu halten, **verzichten** wir bei den festverzinslichen Anlagen **auf High Yield Bonds und Anleihen übermässig verschuldeter Staaten**, welche bei einer schweren Rezession einer erhöhten Konkurswahrscheinlichkeit ausgesetzt wären. Zudem **bevorzugen** wir solide **Aktien** mit **hoher Eigenmittelquote**, welche mit grosser Wahrscheinlichkeit auch eine sehr schwierige Zeit überstehen könnten.

Literatur

Dewald, William G.: Bond Market Inflation Expectations and Longer-Term Trends in Broad Monetary Growth and Inflation in Industrial Countries, 1880-2001; European Central Bank, Working Paper No. 253; September 2003

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp253.pdf>

Fleckenstein, Matthias / Longstaff, Francis A. / Lustig, Hanno: Deflation Risk; NBER Working Paper No. 19238; July 2013

<http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/pdfs/Seminars/1301w-longstaff.pdf>

Smith, Tom: Option-implied probability distributions for future inflation; Bank of England; Quarterly Bulletin 2012 Q3

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb120303.pdf>

Barclays: Inflation Volatility Digest, 19 March 2014

⁷ Vgl. dazu Reporting 2013 Q3 (Thema Währungsabsicherung) auf www.partisan-fonds.ch

⁸ Vgl. dazu Fleckenstein / Longstaff / Lustig, S. 3 ff.