

«Die Inflations-
bekämpfung der
EZB bleibt ein
Lippenbekenntnis»

Robert C. Koch, CIO

Executive Summary

- **Zentralbanken: Das Trilemma der EZB**
- **Inflation: The Good, the Bad and the Ugly**
- **Kredit: Carry is King**

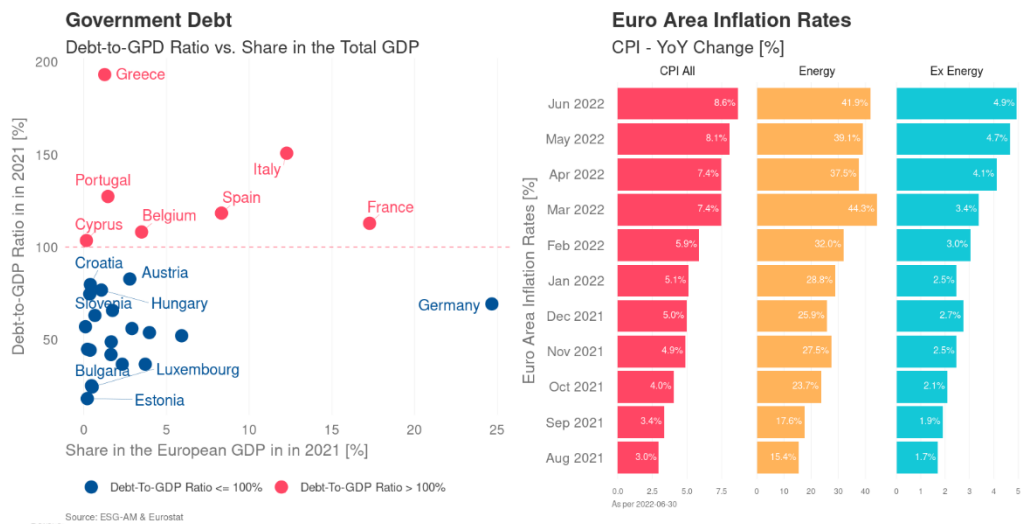


Chart 1: EZB Trilemma

Die U.S. Verbraucherpreise sind gegenüber den Erwartungen im Juni weiter angestiegen. Die Kernrate stieg auf 5.9% und die Gesamtrate auf 9.1%. Diese Entwicklung ist wenig überraschend, wenn man bedenkt, dass die FED die Target Rate mit 1.75% unter ihrem historischen Gleichgewichtspunkt angesetzt hat (vgl. CIO View Uncut, Ausgabe 2 am 27.06.2022).

Blickt man nach Europa, so liegt die Teuerungsrate mit 8.6% (vgl. Chart 1) nur leicht unter den USA. Nichtsdestotrotz agiert die EZB im Vergleich zur FED sehr zurückhaltend. Das Ende der Anleihenkäufe, sowie die jüngste Erhöhung des Leitzinses auf 25 Basispunkte hat im direkten Vergleich zu den USA daher rein symbolischen Charakter. Insbesondere wenn man bedenkt, dass das Mandat der EZB ausschließlich der Preisstabilität gilt.

Warum die EZB so zurückhaltend reagiert, liegt auf der Hand. Während im Jahr 2019 nur 3 europäische Staaten eine Verschuldungsrate von über 100% im Verhältnis zu ihrem BIP auswiesen (Griechenland, Italien und Portugal), waren es nach der Corona-Krise Ende 2021 insgesamt sieben Volkswirtschaften (Chart 1). Erschwerend kommt hinzu, dass diese Staaten ca. 44% zur gesamten Wirtschaftsleistung im Euroraum beitragen (Stand 2021).

Das Trilemma der EZB: Ein Abwürgen des Wachstums durch zu stark steigende Zinsen würde die Verschuldung(skrise) in Europa weiter verschärfen. Zu niedrige Zinsen führen wiederum dazu, dass sich der USD gegenüber dem EUR weiter aufwertet. Dies verteuert den Import von USD denominierten Waren (insbesondere Rohstoffe), was wiederum die Inflation anheizt. Dieser Preisdruck wirkt wie eine zusätzliche Steuer und führt langfristig zu geringeren Konsumausgaben, was ein Abgleiten in eine Rezession zur Folge haben könnte.

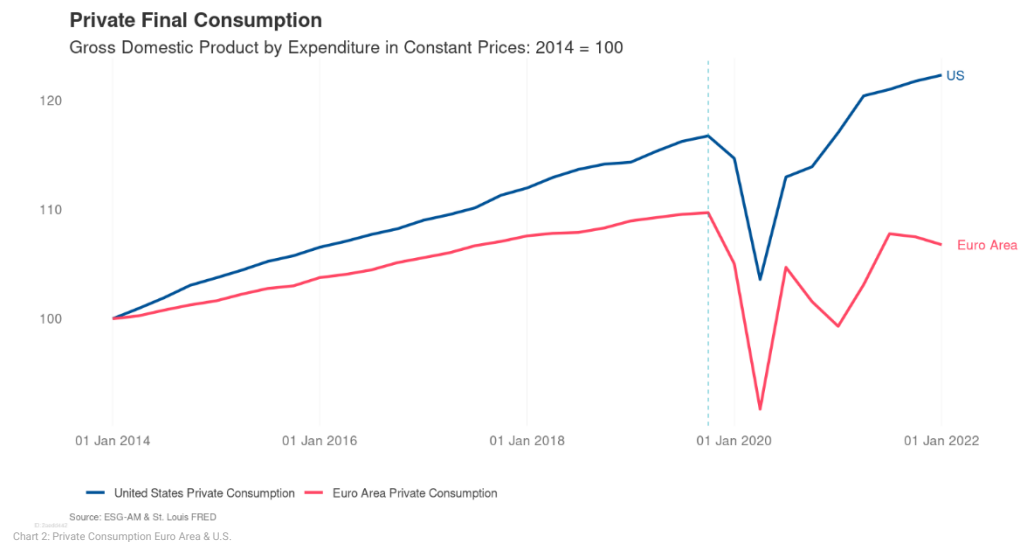
In solch einem Umfeld wird die EZB erfahrungsgemäß weiterhin auf Zeit spielen. Sei es durch die Erfindung von stets neuen Krisenwerkzeuge, um die negativen Signale der Finanzmärkte entgegenzuwirken (Stichwort Fragmentierung) oder in dem das oberste Ziel der Preisstabilität derzeit nichts anderes bleibt als ein Lippenbekenntnis.

Inflation: The Good, the Bad and the Ugly

Im Wesentlichen gibt es 3 wichtige zugrundeliegende Treiber von Inflation.

- «Good Inflation» ist getrieben von einer starken Nachfrage und gesundem Lohnwachstum.
- Preissteigerungen bei der «Bad Inflation» werden durch hauptsächlich durch externe Angebotsschocks ausgelöst.
- Die «Ugly Inflation» beschreibt eine Entgleisung der Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, die so weit gehen kann, dass Geld die Eigenschaft der Tauschmittelfunktion verliert.

In Europa haben im Vergleich zu den USA weder die Haushaltseinkommen noch der private Konsum (Chart 2) vor Corona-Levels erreicht. Das zeigt, dass in den USA mehrheitlich «Good Inflation» vorherrscht, während in Europa die «Bad Inflation» größtenteils durch die hohen Energiepreise importiert wird. Das erkennt man auch daran, dass Energie im Juli einen Großteil der Preissteigerung innerhalb der Eurozone ausmacht (Chart 1). Abgesehen vom Angebotsschock ausgelöst durch den Ukraine Krieg (verstärkt durch den starken USD), wirken die globale Lieferengpässe derzeit zusätzlich als belastender externer Faktor.



Das erklärt zum Teil auch die aktuelle Geldpolitik der EZB. Während typischerweise Zentralbanken bei «Good Inflation» die Zinsen kontinuierlich anheben, macht es bei «Bad Inflation» durchaus Sinn abwartend zu reagieren, bis sich die Lage bei den externen Faktoren beruhigt hat. Des Weiteren erlaubt dies auch noch etwas monetären Spielraum der Mitgliedsstaaten, die Teuerungsraten der externen Faktoren durch gezielte Subventionen entgegenzuwirken.

Während die globale Lieferengpässe wohlgernekt zeitlich limitiert sein werden, lässt sich eine Entspannung im Ukrainekrieg nur schwer abschätzen. Somit ist die Gefahr einer Stagflation in Europa deutlich ausgeprägter als in den USA, was angesichts der Verschuldungsquoten der Mitgliedsstaaten weiteren Druck auf die EZB als auch auf die Politik ausüben dürfte.

Kredit: Carry is King

Aktuell beträgt der maximale Verlust von U.S. Hochzinsanleihen 14.1%. Im historischen Vergleich rangiert dieser Verlust auf Platz 4 der Rangliste. Lediglich die Finanz-, die Corona- als auch die Dot.com Krise wiesen in der Spitze höhere Verluste auf.

Vergleicht man die Risikoaufschläge («Spreads») in der Spitze sowie die dazu gehörigen Verluste, so ist am ersten Blick kein eindeutig linearer Zusammenhang feststellbar. Beispielsweise, zahlten U.S. Hochzinsanleihen in der Spitze der Dot.com einen Risikoaufschlag von 1116 Basispunkten und am Höhepunkt der Corona-Krise einen von 1082. Trotz der ähnlichen Risikoaufschläge war der maximale Verlust in der Corona-Krise mit 21.5% deutlich höher als jener in der New Economy mit lediglich 14.3%.

Largest Loss Periods

ICE BofA US High Yield Index (H0A0)

Nr	Max Loss	Max Spread	Start Date	Low Date	Recovery Date	Days to Recovery	Current Yield
1	-35.0	2069	2007-06-01	2008-12-12	2009-08-06	797	22.5
2	-21.5	1082	2020-02-21	2020-03-23	2020-10-13	235	11.4
3	-14.3	1116	2001-03-12	2002-10-10	2003-03-21	739	14.1
4	-14.1	592	2021-12-29	2022-06-30		203	8.9
5	-13.1	888	2015-06-01	2016-02-11	2016-06-08	373	10.1
6	-9.7	885	2011-07-27	2011-10-04	2012-01-23	180	9.9
7	-8.9	885	2000-09-15	2000-12-04	2001-02-06	144	14.5
8	-8.7	649	1998-07-23	1998-10-15	1999-04-07	258	11.2
9	-5.8	576	2014-09-02	2014-12-16	2015-04-08	218	7.3
10	-5.6	541	2018-10-03	2018-12-26	2019-02-05	125	8.1

Source: ESG-AM & ICE

© 2022 ESG

Der Grund ist schnell erklärt. Risikoaufschläge beschreiben die Prämie, welche über den risikolosen Zinssatz bezahlt werden. Die Verzinsung («Yield») steigt bei steigenden Risikoaufschlägen an und wirkt wie ein Airbag, der sich im Zuge des Aufpralls stetig vergrößert. Aber nicht nur die Höhe der Verzinsung bzw. des risikolosen Zinssatzes ist dabei relevant, sondern auch die Dauer der Verzinsung. Bei längeren Phasen der Unsicherheit werden Investoren mit höheren Zinsen entschädigt als bei kurzen Stressphasen. Dies erklärt, warum beispielsweise der maximale Verlust von U.S. Hochzinsanleihen in der Dot.com Krise deutlich geringer war als jener in der Corona Krise.

Betrachtet man die aktuelle Verzinsung, sowie die Höhe des derzeitigen Verlustes im historischen Kontext so ist Kredit aufgrund des asymmetrische Auszahlungsprofil im aktuellen Umfeld besonders attraktiv. Insbesondere, wenn man von einer länger anhaltenden Phase der Unsicherheit ausgeht ([vgl. CIO View Uncut, Ausgabe 3 am 11.07.2022](#)). Wie Albert Einstein einst sagte: «Wer ihn versteht, verdient daran, alle anderen bezahlen ihn».

Disclaimer:

This message (and any attachments) is for the addressee's use only and may contain confidential, proprietary, or legally privileged information. No confidentiality or privilege is waived or lost by any mistransmission. If you are not the intended recipient, any direct or indirect use, disclosure, printing, copying or distribution of this message or of the parties to it is prohibited and may be unlawful. Please notify the sender urgently and delete the message and any copies (including hardcopies) of it immediately. There are risks in communicating by e-mail. E-mail is susceptible to data corruption, delay, interception, and unauthorized amendment. Whilst all adequate care has been taken, ESG-AM AG does not accept responsibility or liability as to the completeness or accuracy of the information and for any damages resulting from e-mail use. ESG-AM AG reserves the right to monitor and save all email communication through their networks. Any views expressed in this message are those of the individual sender, except where the message states otherwise and the sender is authorized to state them to be the views of ESG-AM AG. The information provided does not constitute an, and is not provided in relation to any, offer or solicitation to buy or sell any security, currency, investment fund or other product, service, or information to anyone in any jurisdiction in which an offer or solicitation is not authorized or cannot legally be made or to any person to whom it is unlawful to make an offer or solicitation.