



Universität
Basel

Inflation, Finanzmärkte, Geldpolitik

Basler Fonds Forum 12.1.2023

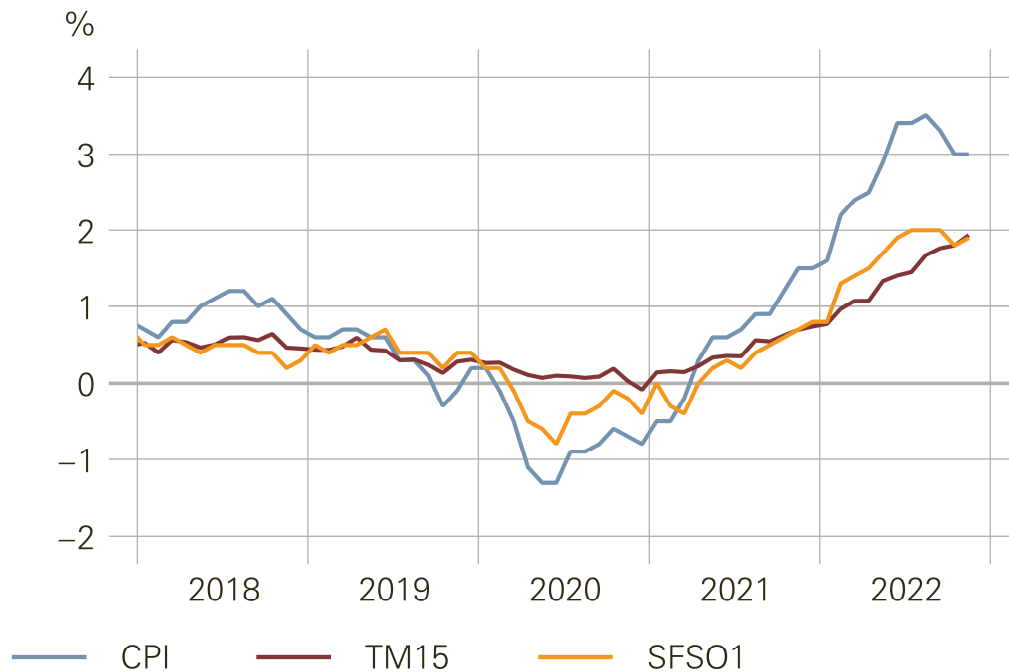
Prof. Dr. Pascal Gantenbein



Wo stehen wir heute?

CORE INFLATION RATES

Year-on-year change



Source(s): SFSO, SNB

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 20,
https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

Inflation Schweiz

- Inflation: 2.8% CPI (Dezember 2022)
- USA (Oktober) 7.7%, EU (Dezember) 9.2%
- Inflationstreiber: Energie, Treibstoffe, frische/saisonale Artikel, Luftverkehr?

Unterschiede in Niveau und Struktur

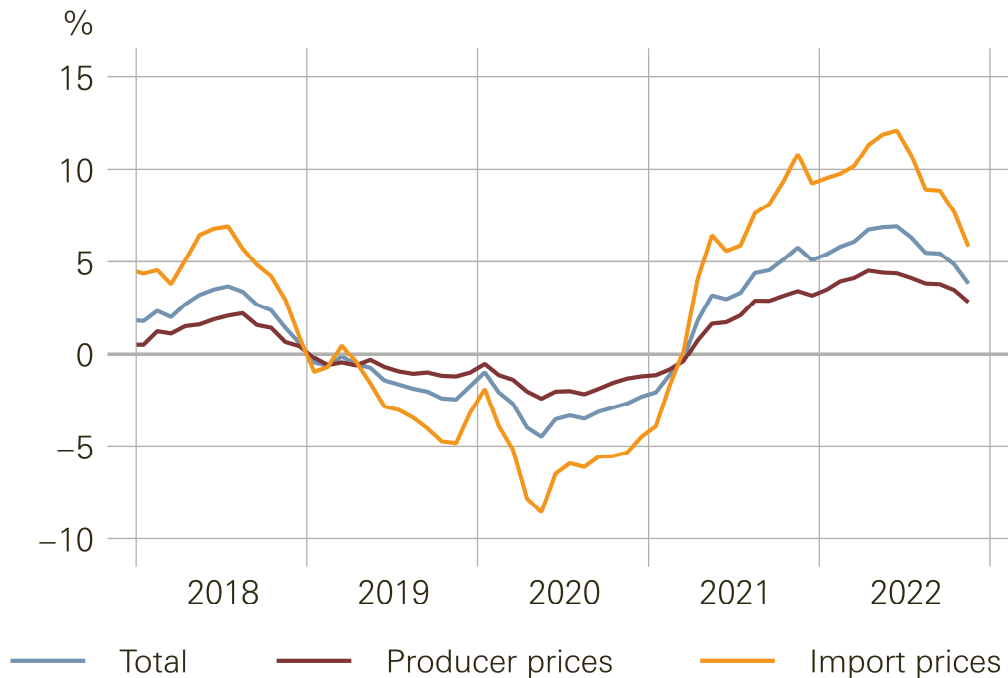
- CH: Kerninflation (SFSO1, ohne Frischprodukte, Energie, Treibstoffe) liegt tiefer (November: 1.9%).
- Dagegen ist in der EU im Dezember die Kerninflation auf 5.2% angestiegen, in den USA auf 6.3% (Oktober) gesunken.

- 1. Inflation: Treiber und Unterschiede**
- 2. Direkte Auswirkungen auf die Finanzmärkte**
- 3. Portfolios und Risikoanalyse**
- 4. Ausblick**

Inflationstreiber

PRODUCER AND IMPORT PRICES

Year-on-year change



Source(s): SFSO

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 20,
https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

Angebotsstörungen

- Lieferketten-Probleme
- Ukraine-Krieg
- Energiekrise

Preiserhöhungen begünstigende Faktoren

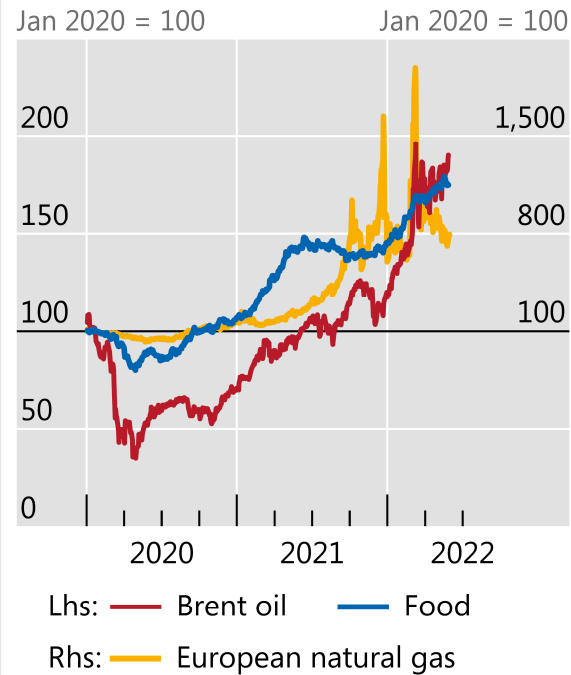
- Transition zu grüner Wirtschaft
- Staatsverschuldung
- Schrumpfende Erwerbsbevölkerung
- Regionalisierung der Weltwirtschaft

Inflationsmildernde Effekte

- Geringerer Anteil Gas an Stromerzeugung
- Starker Franken mildert Importinflation

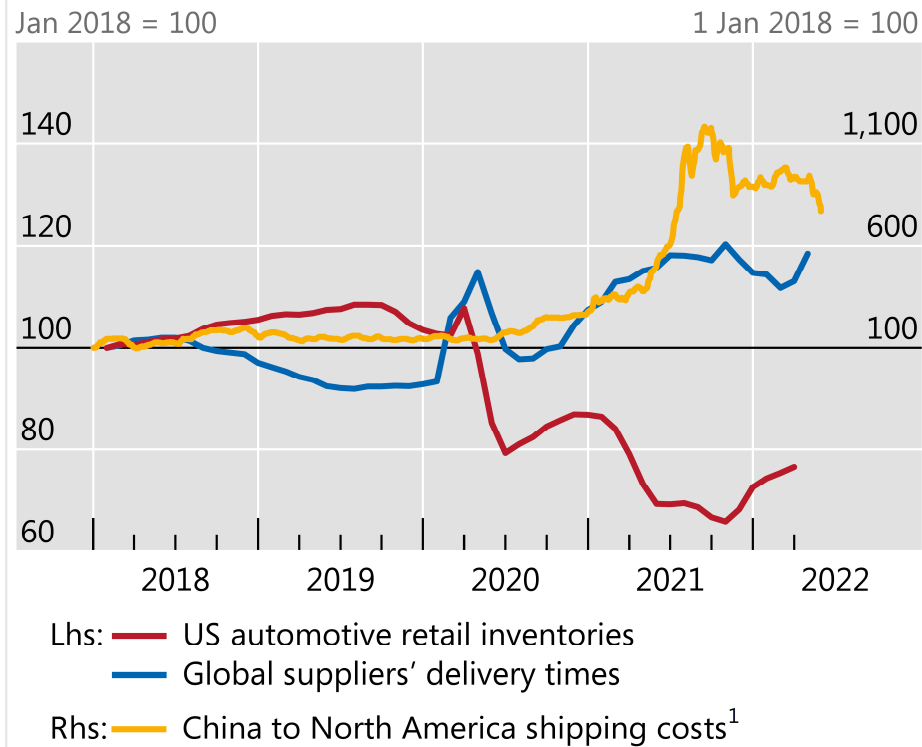
Nachfrage und Lieferengpässe

A. Commodity prices soared due to strong demand...



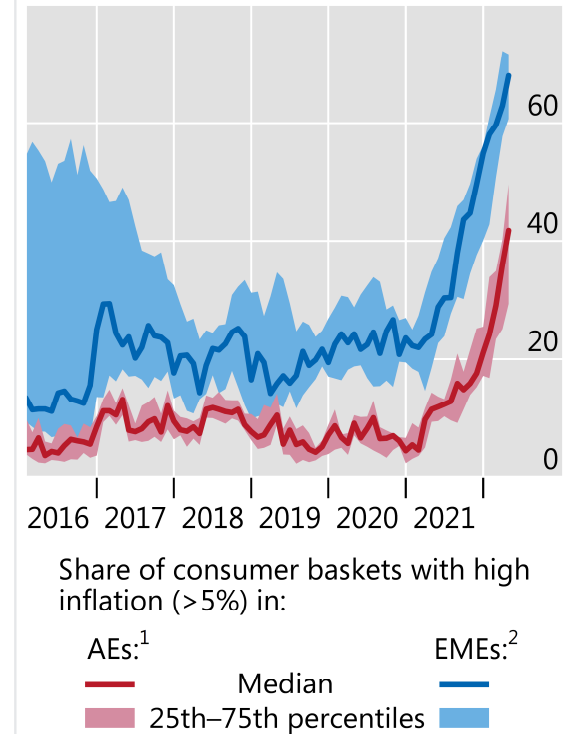
Source: BIS, *Annual Economic Report 2022 June*, p. 8

B. Bottlenecks disrupted supply chains



Source: BIS, *Annual Economic Report 2022 June*, p. 5

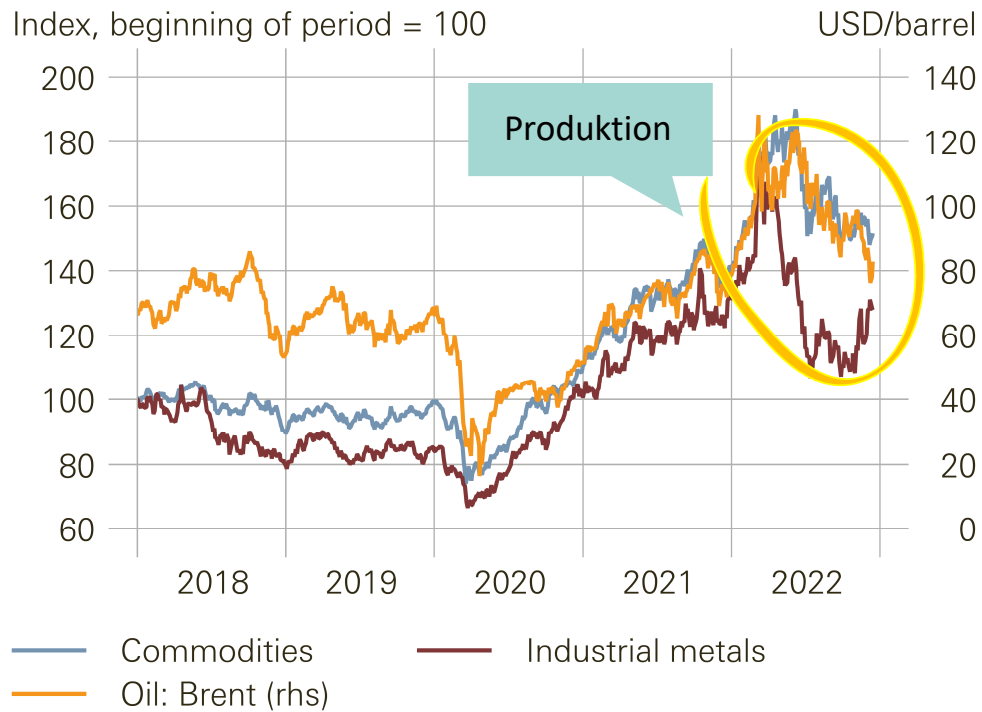
C. ...and became increasingly broad-based



Source: BIS, *Annual Economic Report 2022 June*, p. 3

Preise International

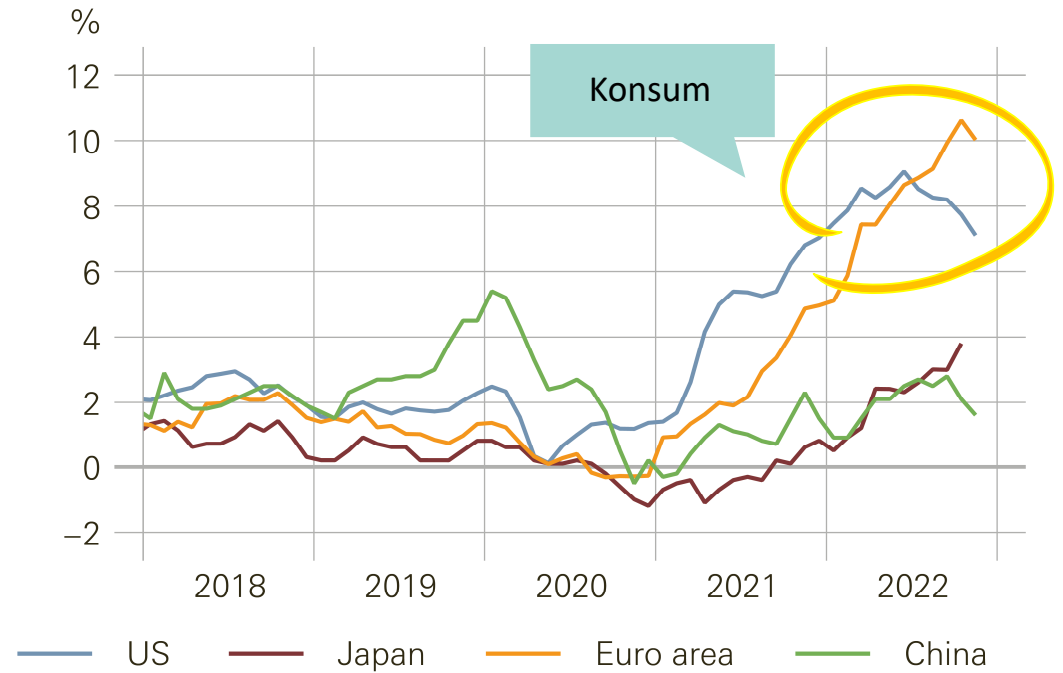
COMMODITY PRICES



Source(s): Refinitiv Datastream

CONSUMER PRICES

Year-on-year change



Source(s): Refinitiv Datastream

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 10-11, https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

1. Inflation: Treiber und Unterschiede

2. Direkte Auswirkungen auf die Finanzmärkte

3. Portfolios und Risikoanalyse

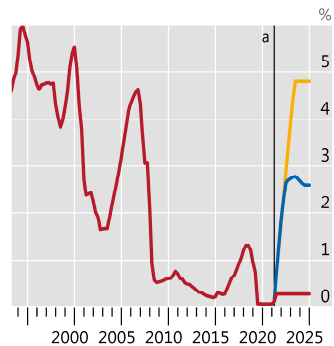
4. Ausblick

Historische Simulation der Auswirkungen / Fremdwährungsmärkte

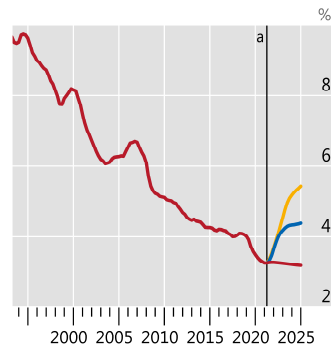
Financial and real consequences of monetary policy tightening¹

Graph 17

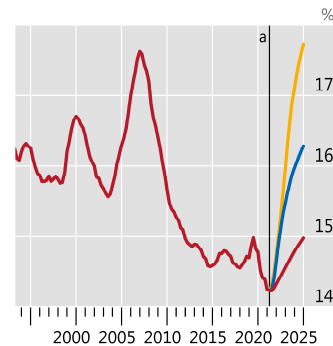
A. Policy interest rate



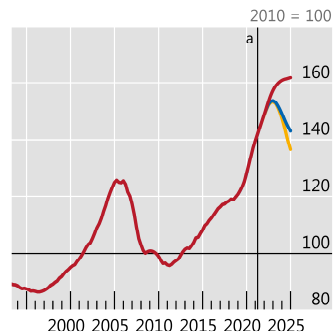
B. Average interest rate on private debt



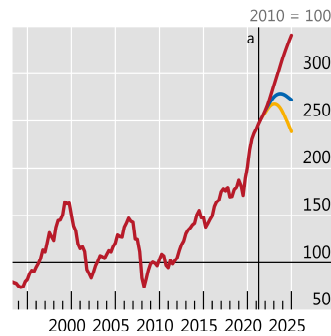
C. Debt service ratio²



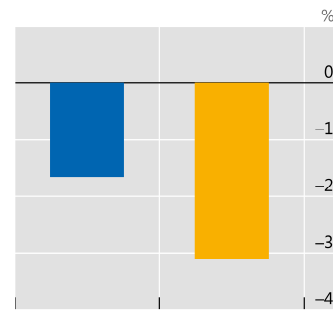
D. Real house prices



E. Real equity prices



F. Real GDP relative to a constant rate scenario



— Constant rate³ — Market path⁴ — 2004 tightening⁵

^a Simulations begin.

¹ Weighted average of projected outcomes in a sample of 12 AEs, based on GDP at PPP exchange rates. See technical annex for details. ² Ratio of interest payments on private sector debt to private sector income. ³ Policy rates remain at their May 2022 levels throughout the projection period. ⁴ Policy rates evolve according to financial market expectations as of May 2022. ⁵ Policy rate increases from Q2 2022 at the same rate as in the United States between 2004 and 2006.

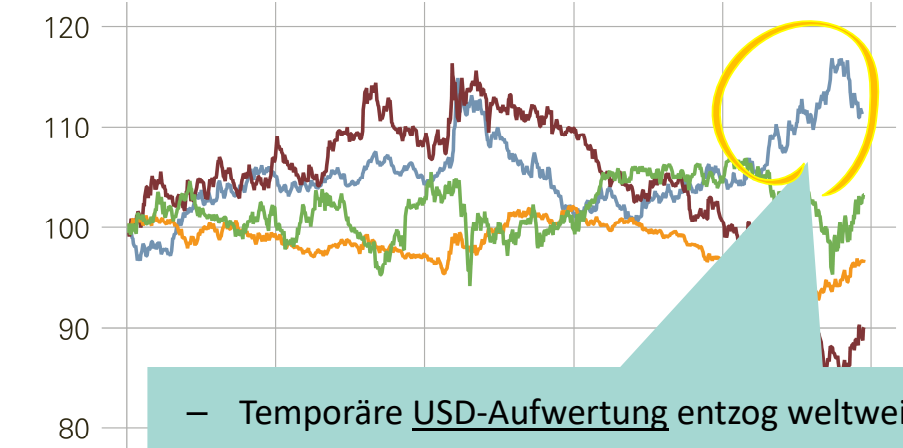
Sources: Bloomberg; national data; BIS.

Source: BIS, *Annual Economic Report 2022 June*, p. 20

EXCHANGE RATES

Trade-weighted

Index, beginning of period = 100



— US

Source(s): Re

Source: SNB,

<https://www.snb.ch/eng/press/20220601>

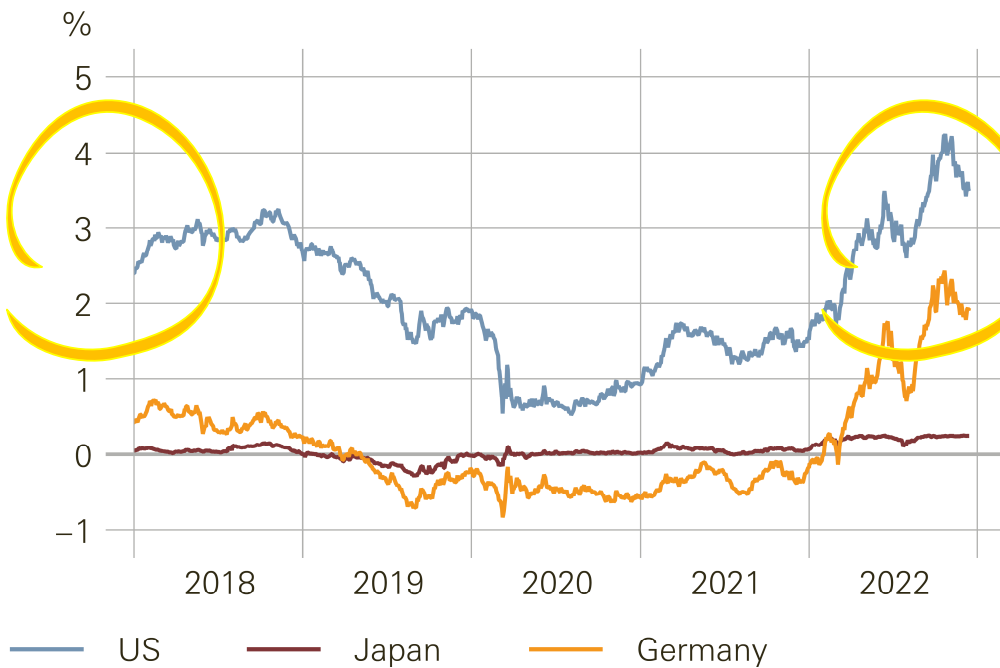
uartbul_202

- Temporäre USD-Aufwertung entzog weltweit Liquidität infolge USD-Verschuldung
- Juni 2022: CHF nicht mehr überbewertet, Aufwertung dämpft importierte Inflation
- Starker CHF dämpft importgetriebene Inflation
- Herausforderung für Export, Preiserhöhungen möglich bei hoher Auslandinflation

Zinsmärkte: Zinsen International

INTERNATIONAL LONG-TERM INTEREST RATES

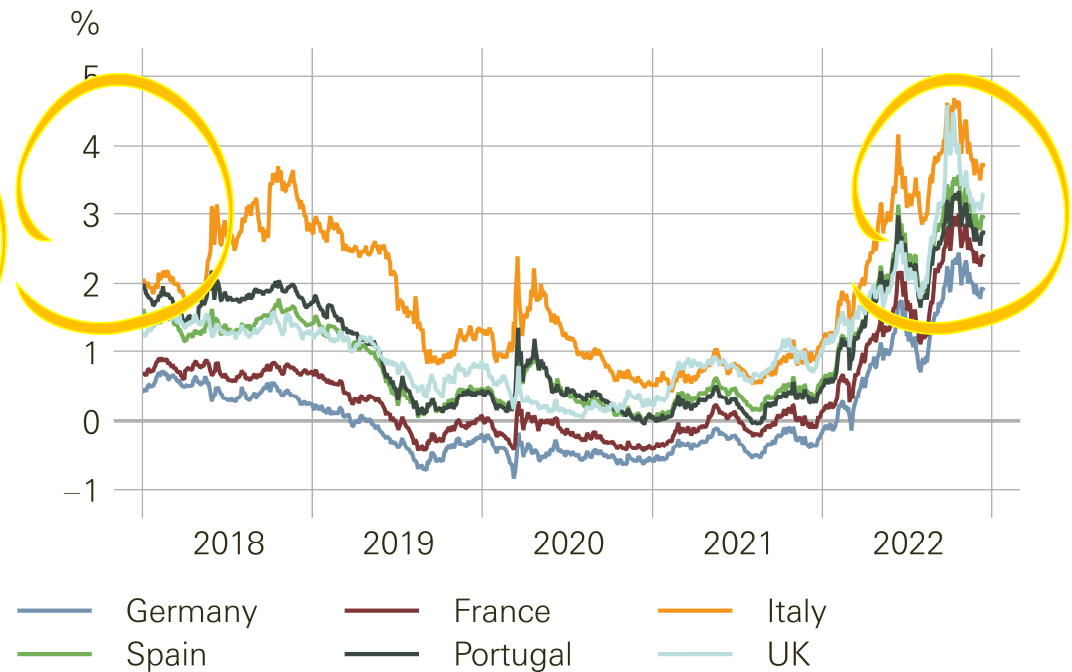
10-year government instruments



Source(s): Refinitiv Datastream

EUROPEAN LONG-TERM INTEREST RATES

10-year government instruments



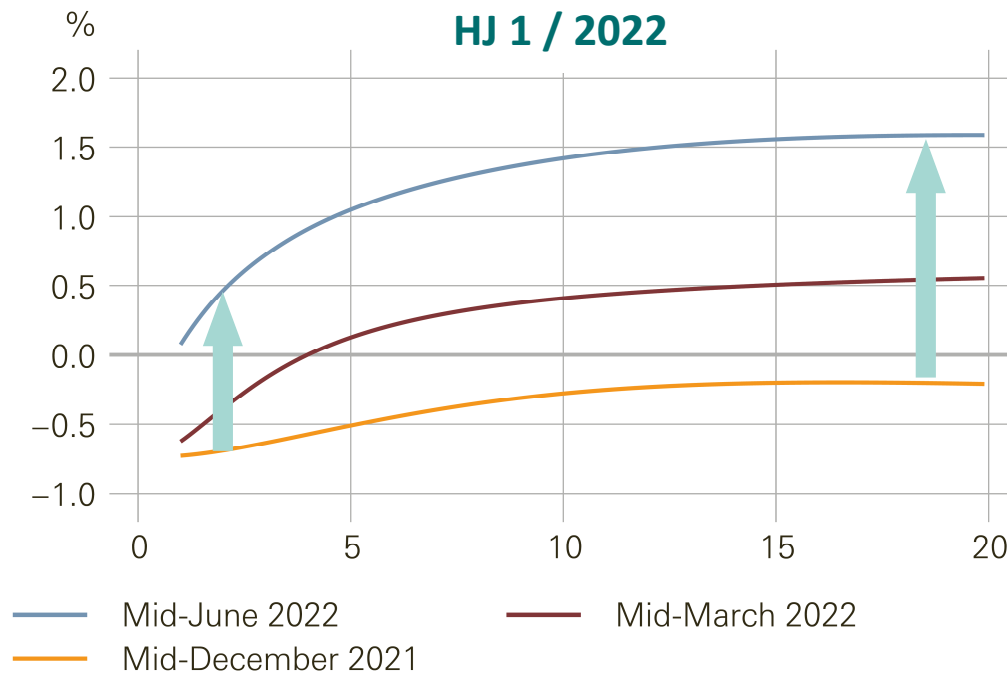
Source(s): Refinitiv Datastream

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 9, https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

Zinsstruktur Schweiz

TERM STRUCTURE OF CONFEDERATION BONDS

Years to maturity (horizontal axis); Nelson-Siegel-Svensson method

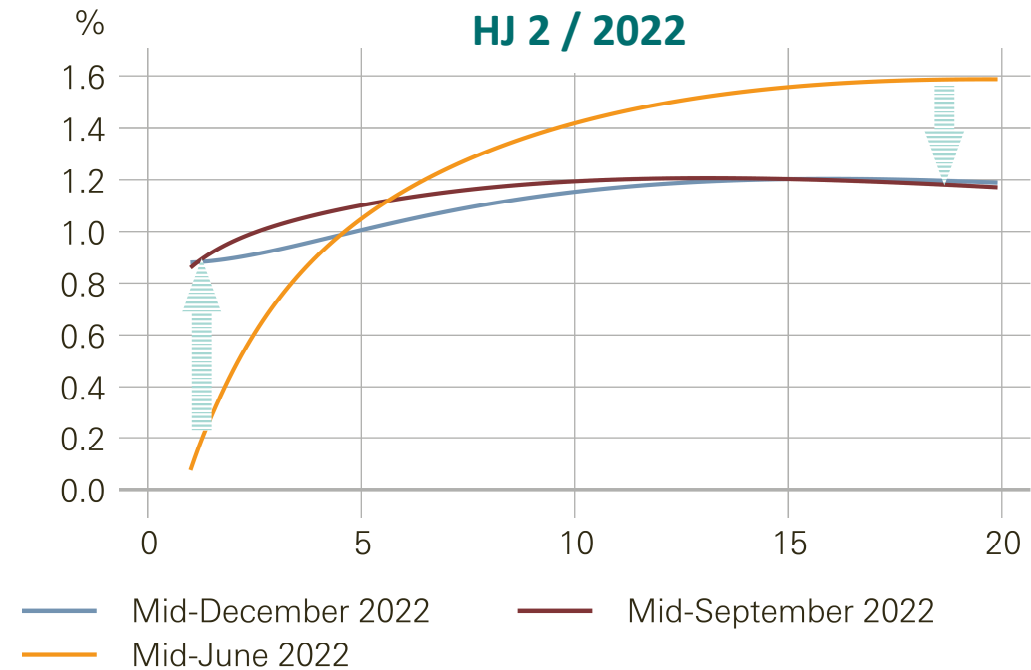


Source(s): SNB

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 2/2022 June*, p. 19,
https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_2_komplett/source/quartbul_2022_2_komplett.en.pdf

TERM STRUCTURE OF CONFEDERATION BONDS

Years to maturity (horizontal axis); Nelson-Siegel-Svensson method

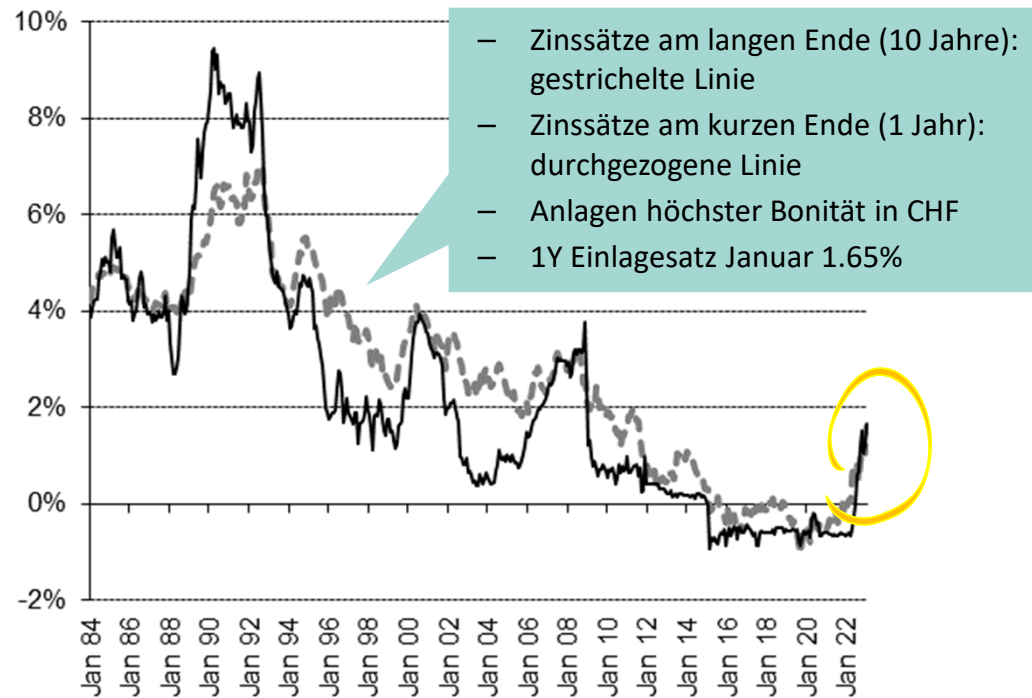


Source(s): SNB

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 23,
https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

Zinsstruktur Schweiz 01/1984-01/2023

Zinssätze



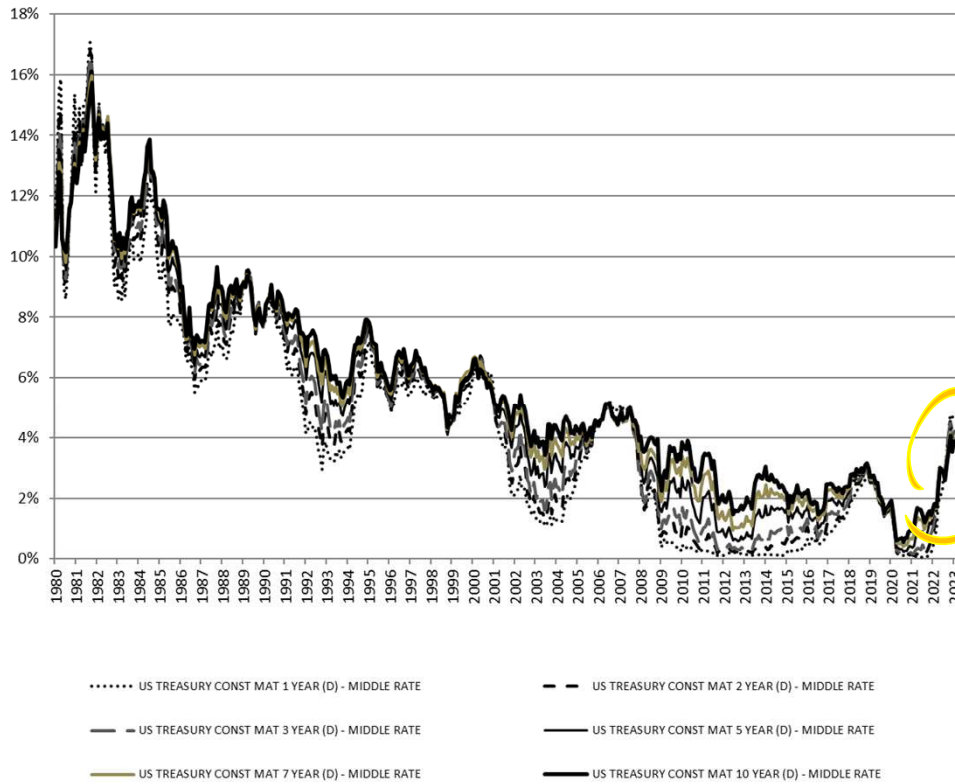
Term Spread 10-1y



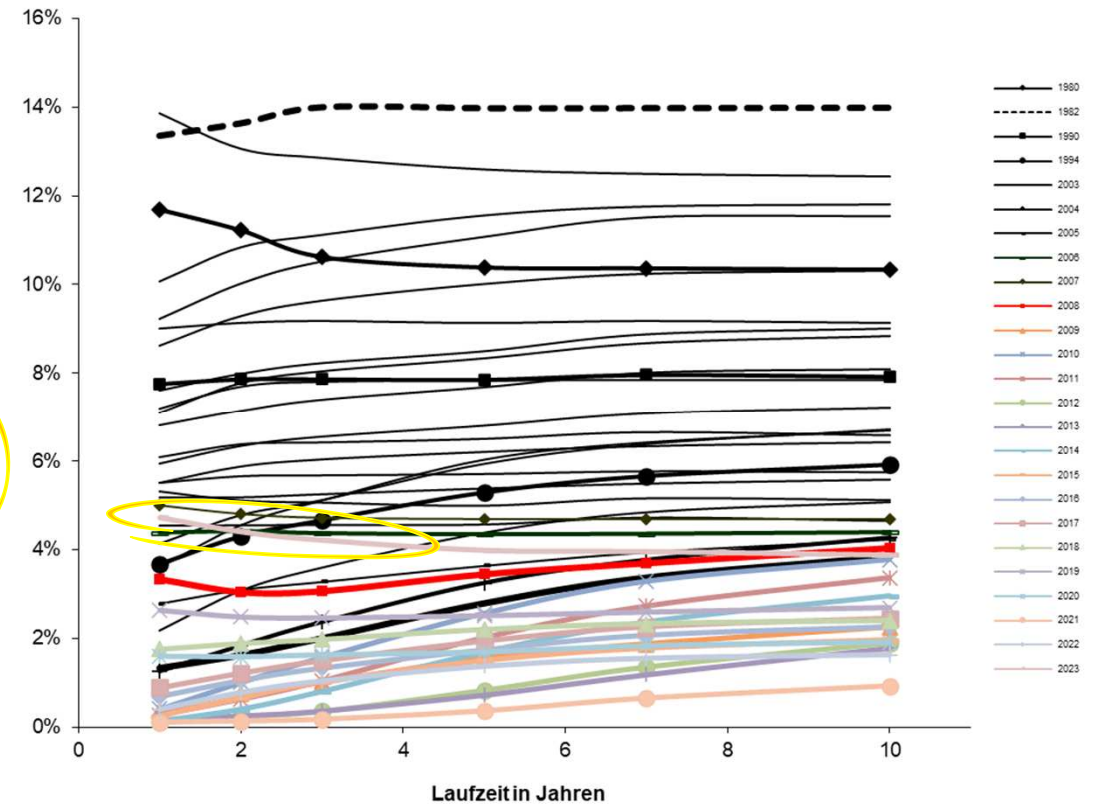
Source: Eigene Berechnungen basierend auf Daten von Datastream Refinitiv

Zinsstruktur USA 1980-2023

Zinssätze



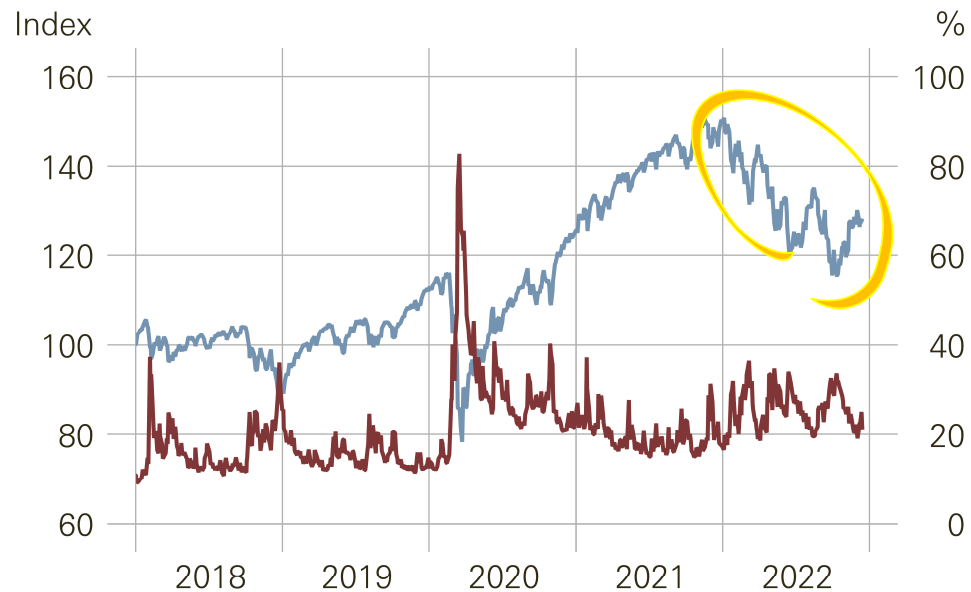
Zinsstruktur



Source: Eigene Berechnungen basierend auf Daten von Datastream Refinitiv

Aktienmärkte

STOCK MARKETS



— MSCI World (lhs; beginning of period = 100)
— Implied volatility (VIX) (rhs)

Source(s): Refinitiv Datastream

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 9,
https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

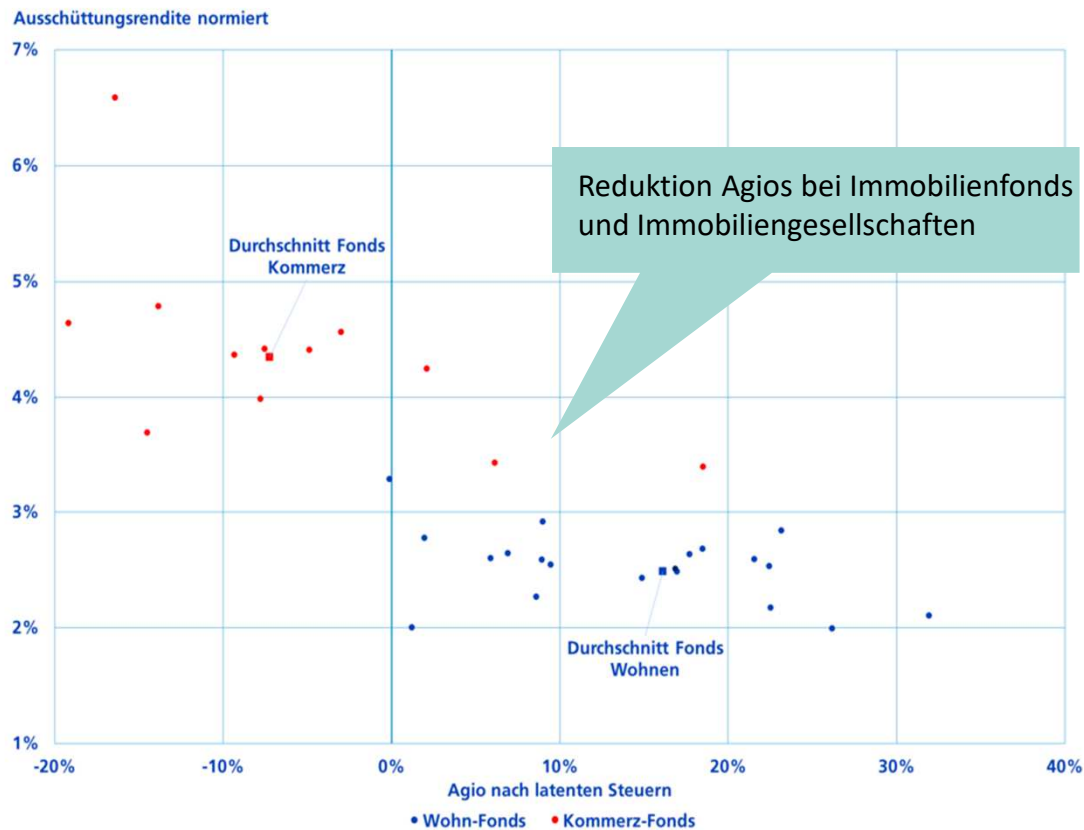
Bewertungstreiber

- Zinswende aufgrund hoher US-Inflation (6%) Ende 2021, danach Ukrainekrieg
- Bewertungskorrektur 15%-20% in 2022
- Diskontierung, Finanzierungskosten
- Realwirtschaftliche Abkühlung
- Investitionszurückhaltung

Outlook

- Vorlaufindikatoren indizieren Rezession
- Weiter zunehmender Margendruck
- Preisdeckel / administrierte Preise / Abschöpfung «Übergewinne»
- Wichtig: Finanzielle Elastizität, Preissetzungsmacht von Unternehmen

Immobilienmärkte



Source: ZKB, *Chancen und Risiken von Immobilienfonds mit Disagio*, 21.12.2022,
<https://www.zkb.ch/de/blog/asset-management/2022/immobilienfonds-disagio-agio-zinsen.html>

Bewertungsanpassung

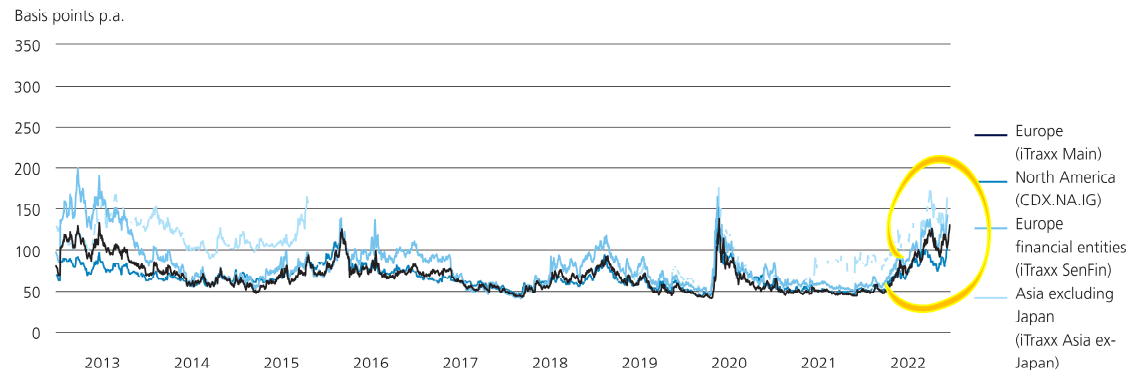
- Bewertungskorrektur Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften
- Diskontierung, Refinanzierung, Portfolio-Anpassungen, Anlagekonkurrenz
- Gegenläufig: Nachfrage Nutzungsmarkt, Mietanstieg, tiefe Leerstände

Auswirkung der Inflation

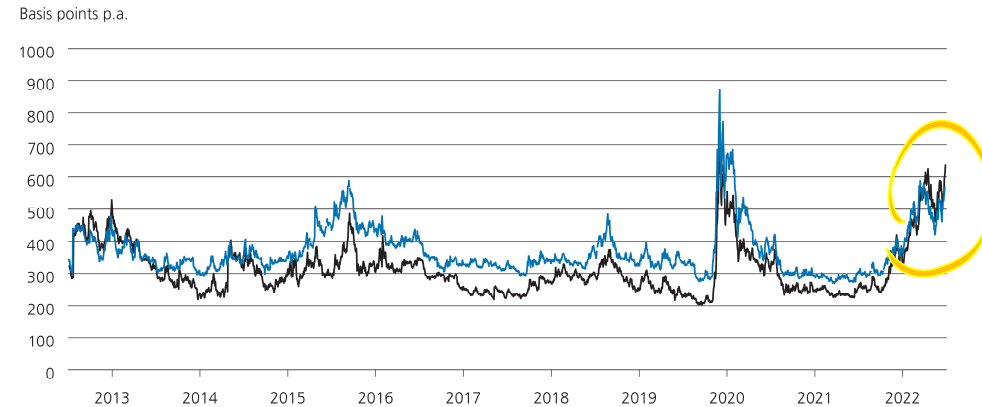
- Mietpreisanpassungen, Diskontierung und Finanzierungskosten
- Wichtigere Dividendenrenditen (infolge Kursreduktion)
- Entscheidend: finanzielle Elastizität
- NAV-Korrekturen?

Kreditmärkte: Spread-Risiken

Benchmark credit default swap (CDS) indices investment grade



Benchmark credit default swap (CDS) indices high yield



Anleihenmärkte und Kreditmärkte

- Risikoprämienanstieg bei Kreditrisiken
- Anstieg Kreditrisiken
- Teures Hedging

Impact auf die Investoren

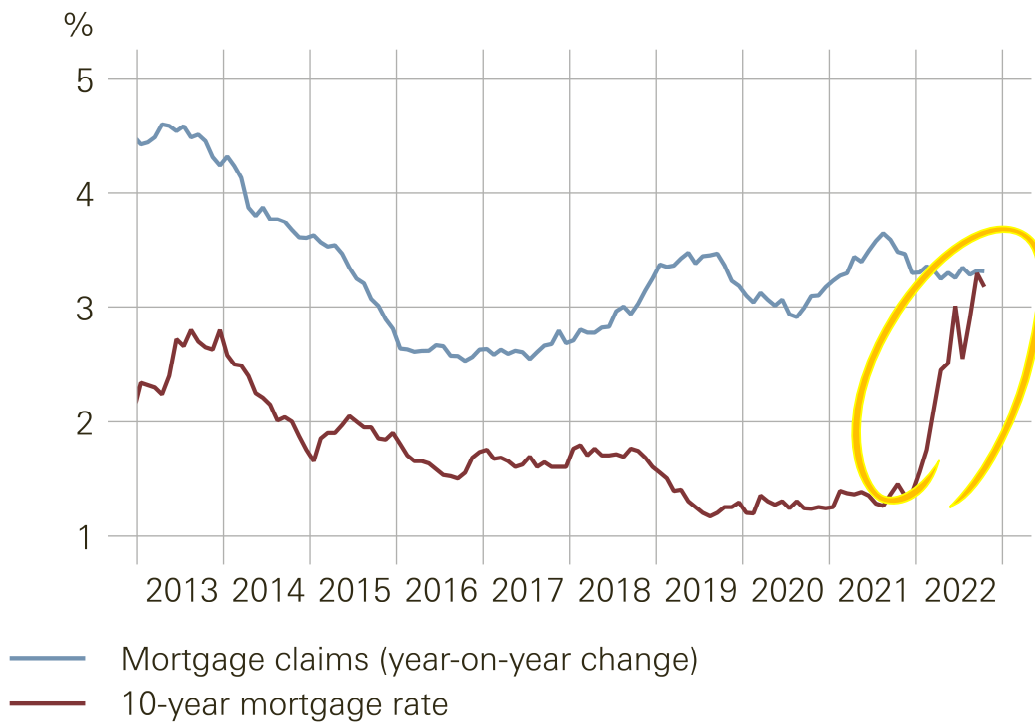
- Versicherer: 51% BBB+ und höhere Qualität, 42% zw. BBB+ und BBB.
- Banken: Bond-Portfolios, Derivate, Hedging-Kosten, Kreditrisiken

Source: FINMA, *FINMA Risk Monitor 2022*, 10 November 2022, p. 11-12, https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/finma-publikationen/risikomonitor/20221110-finma-risikomonitor-2022.pdf?sc_lang=en&hash=5AFD9C8A078F49B20E214CDE62A878CD

- 1. Inflation: Treiber und Unterschiede**
- 2. Direkte Auswirkungen auf die Finanzmärkte**
- 3. Portfolios und Risikoanalyse**
- 4. Ausblick**

Kreditmarkt und Anleihemarkt: Konditionenanpassung

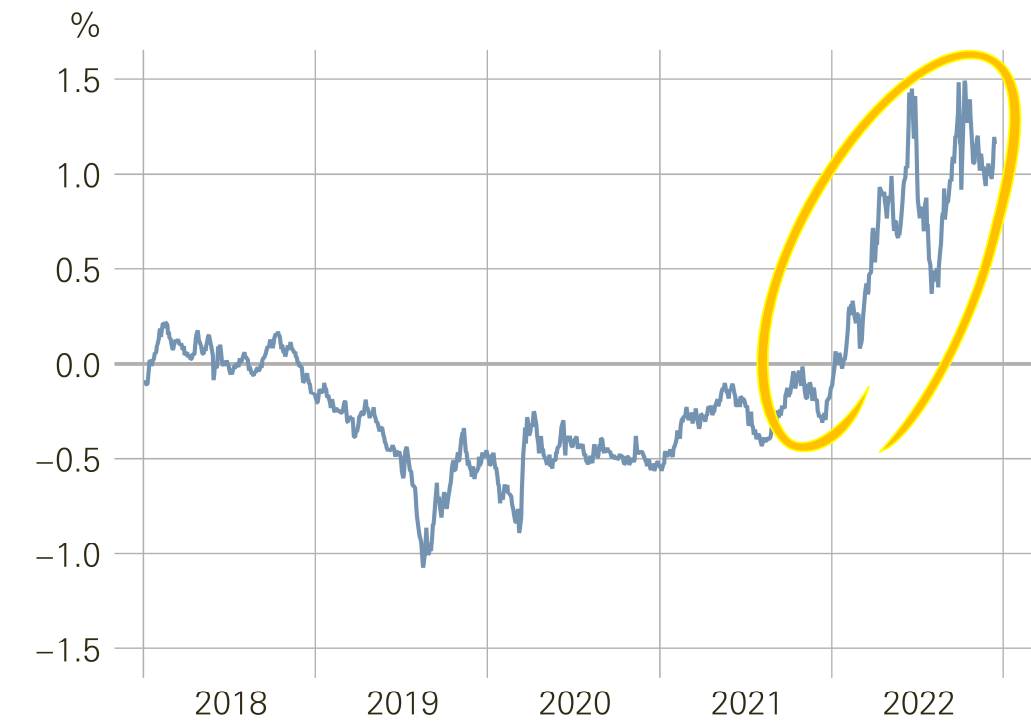
MORTGAGE CLAIMS AND INTEREST RATES



Source(s): SNB

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 26,
https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

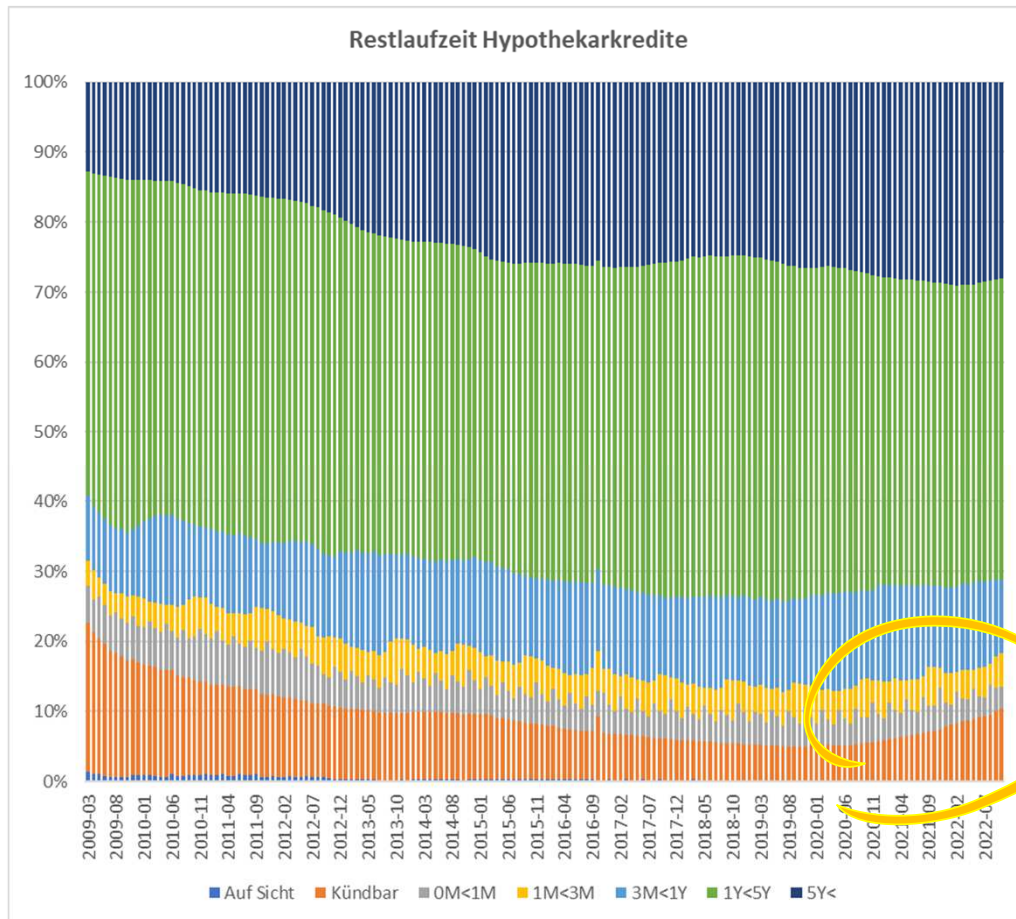
10-YEAR SWISS CONFEDERATION BOND YIELD



Source(s): SNB

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 23,
https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

Hypothekarmarkt: Restlaufzeiten



Source: Eigene Berechnungen basierend auf Zahlen der SNB, *Inlandkredite (Benutzung) nach Branchen/Wirtschaftszweigen und Fälligkeit – Monatlich, Monatliche Bankenstatistik 2022-12-21*, <https://data.snb.ch/de/topics/banken> (accessed on December 29, 2022).

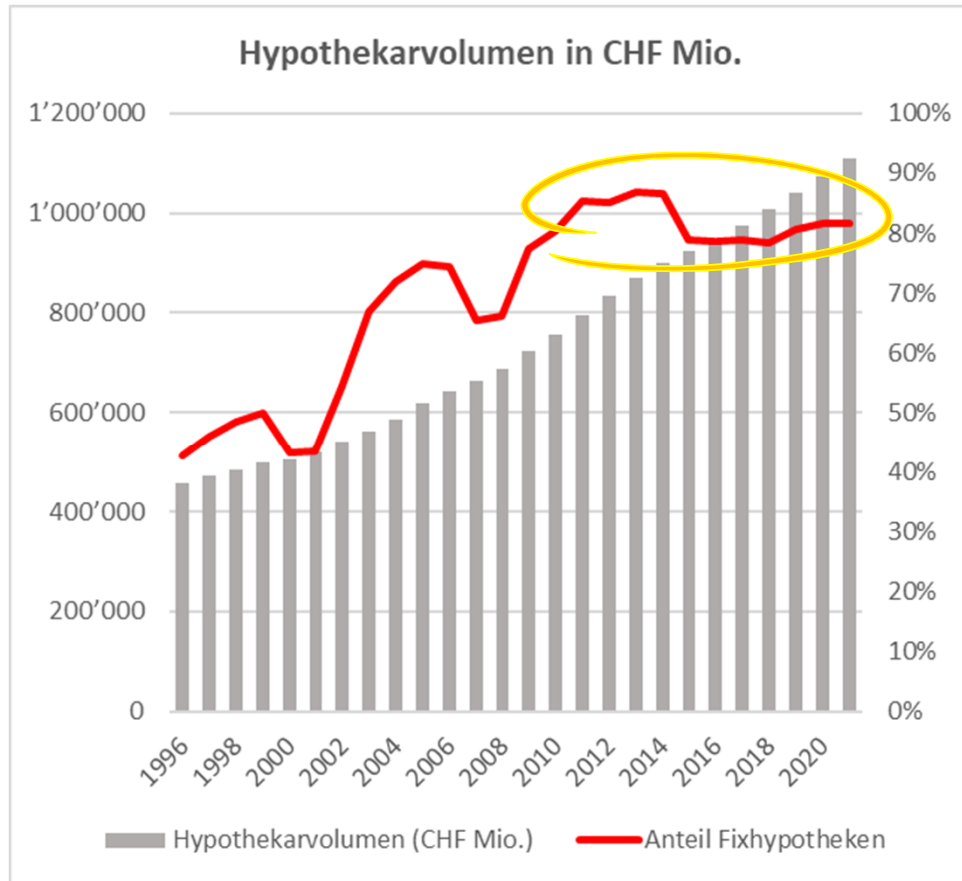
Hypothekarzinsen

- Kurzfristzinsen in HJ1 2022 weniger stark gestiegen als Langfristzinsen
- HJ2 2022: Verflachung der Zinsstruktur

Struktureffekt

- Seit Mitte 2020: Abnahme Zinsbindungsfrist
- Kreditgeber: Reduktion EK-Sensitivität, Anpassung Zinshedging, Zinsmarge: Zinsanstieg (↑), Saron-Shift (↓)
- Kreditnehmer: Erhöhung Zinsänderungsrisiken, Wette auf längerfristig tiefere Langfristzinsen

Hypothekarmarkt: Zinsbindung im Bestand



Zinsbindung

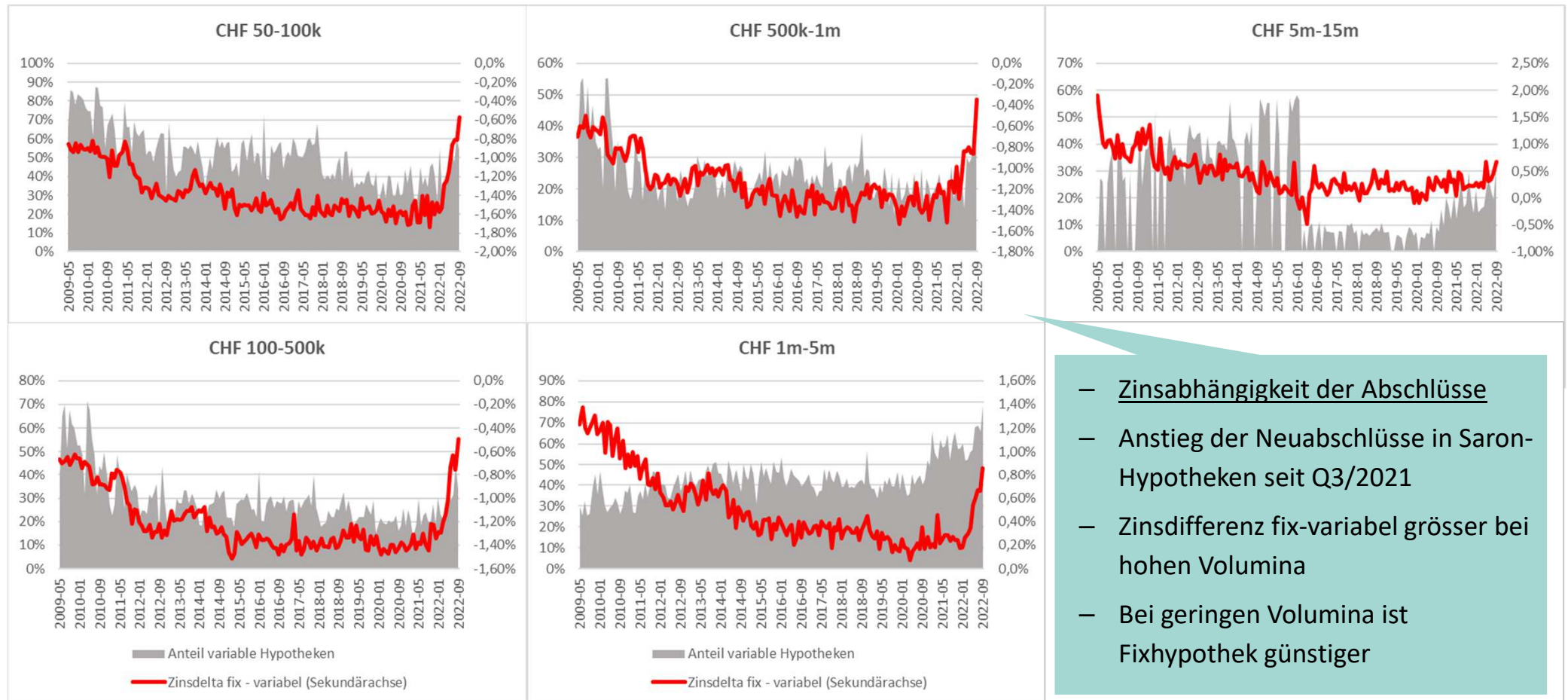
- 1996-2010: Verdoppelung Anteil Fixhypotheken auf rund 80%
- 2010-2021: Seither relativ stabiler Anteil
- 2022: Anstieg Anteil variabler Verzinsung, Shift in Saron-Hypotheken

Implikationen Kommerzgeschäft

- Negativzinsregime: Passivseite der Banken falsch bepreist, im Gegenzug SNB-Freibetrag
- Seither: Anpassung Kreditkonditionen

Source: Eigene Berechnungen basierend auf Zahlen der SNB, *Inländische Hypothekarforderungen nach Belehnungsgruppe und Art der Verzinsung für ausgewählte Bankengruppen – Jährlich*, *Jährliche Bankenstatistik 2022-09-29*, <https://data.snb.ch/de/topics/banken> (accessed on December 29, 2022).

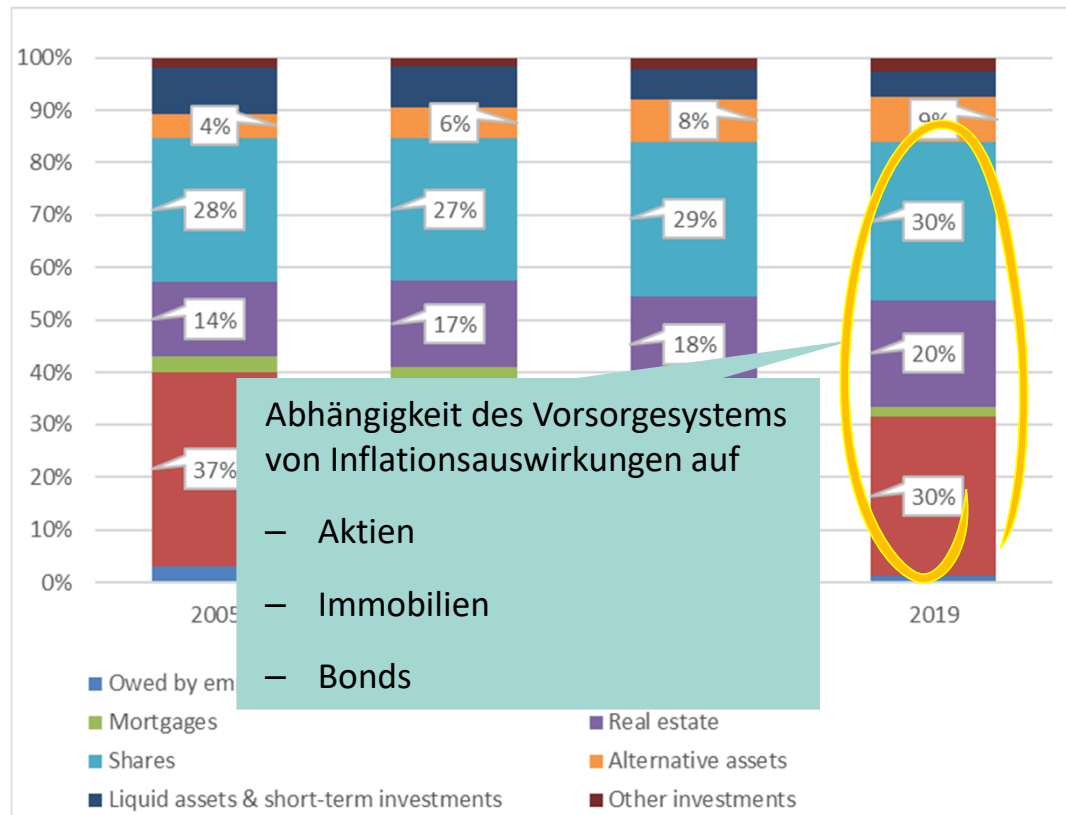
Hypothekarmarkt: Neuabschlüsse



Source: Eigene Berechnungen basierend auf Zahlen der SNB, *Zinssätze von neuen Kreditabschlüssen – nach Produkten und Kreditbetrag, Volkswirtschaftliche Daten 2022-12-21*, <https://data.snb.ch/de/topics/ziredev/> (accessed on December 29, 2022).

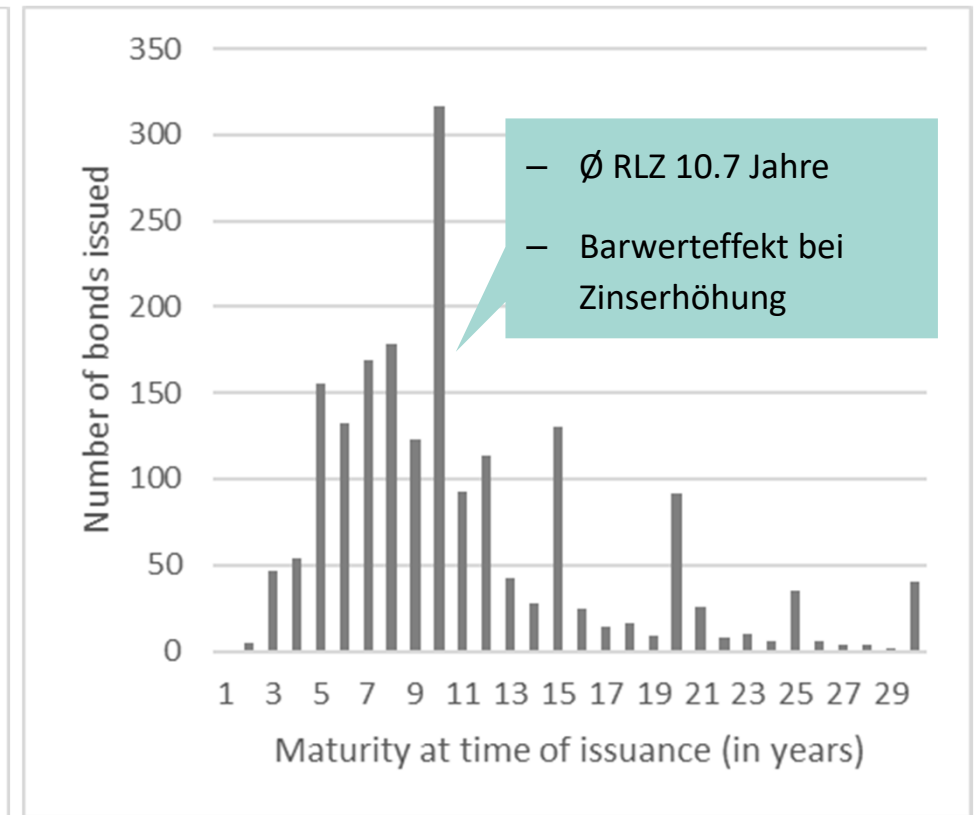
Anlageportfolios

Pensionskassen Asset Allocation



Source: Bundesamt für Sozialversicherungen, *Schweizerische Sozialversicherungsstatistik 2021*, p. 67, <https://www.bsv.admin.ch/bsv/de/home/sozialversicherungen/ueberblick/grsv/statistik.html>

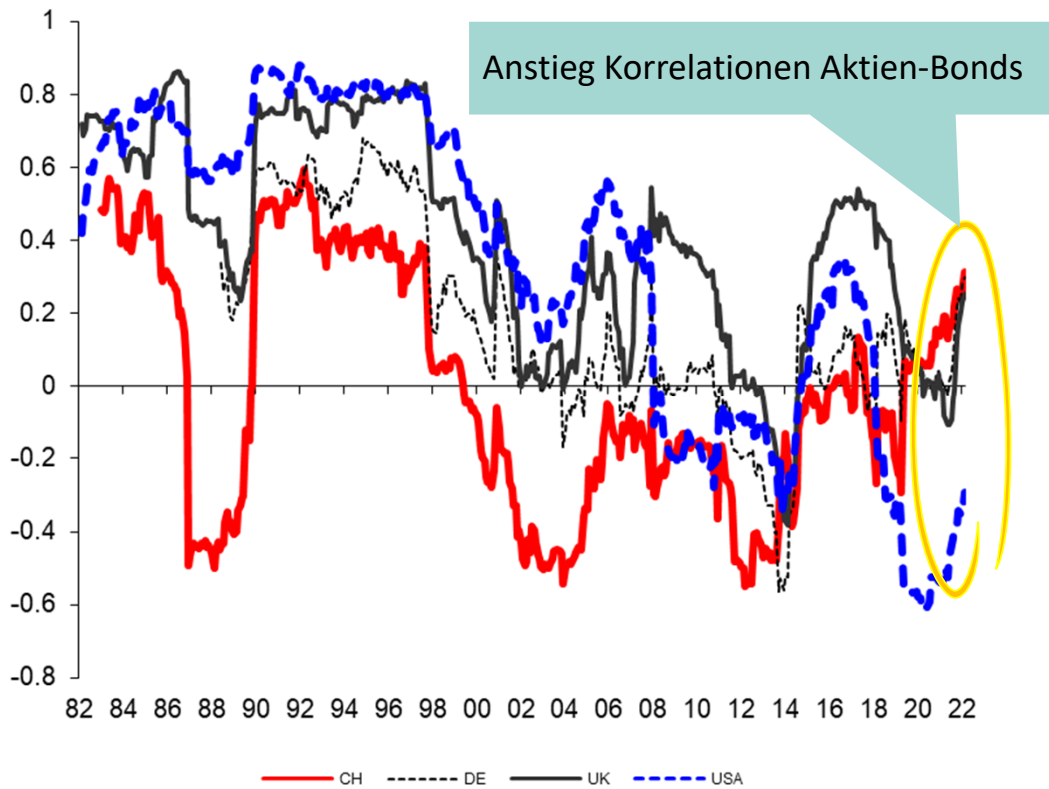
Laufzeit ausstehender CHF-Bonds (07/2022)



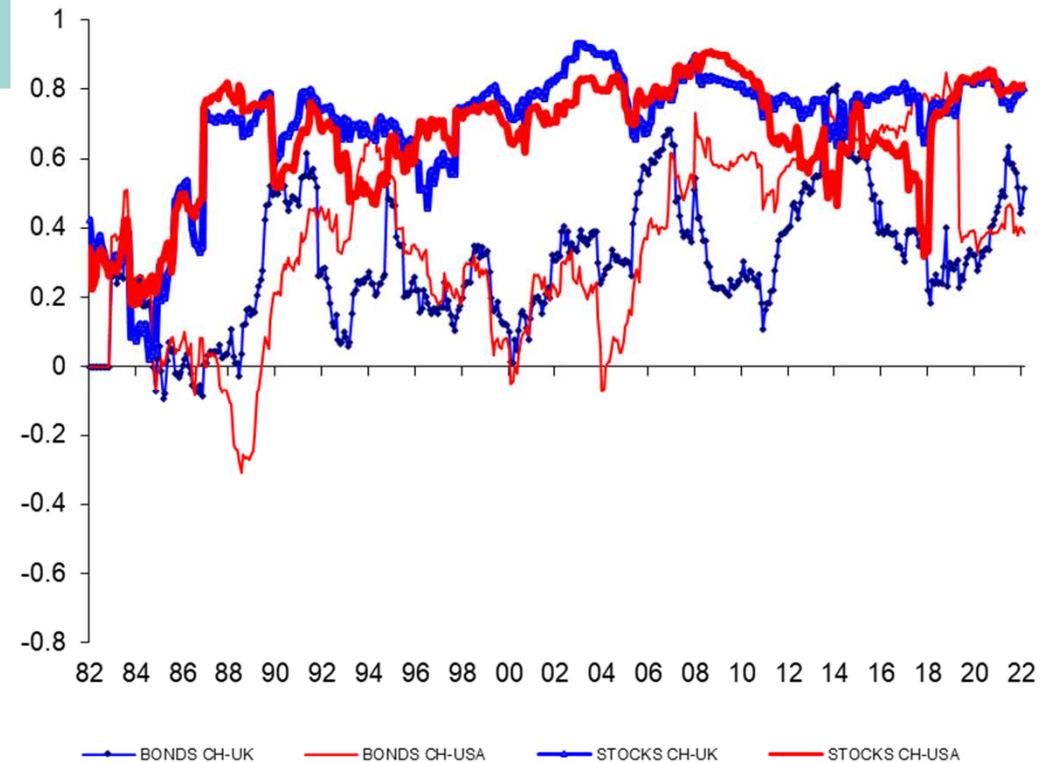
Source: Authors' calculations based on data from SIX Swiss Exchange, *Bond Explorer*

Anstieg Korrelation zwischen Asset Klassen, aber kaum innerhalb

Korrelation Aktien-Bonds (1980-2023)

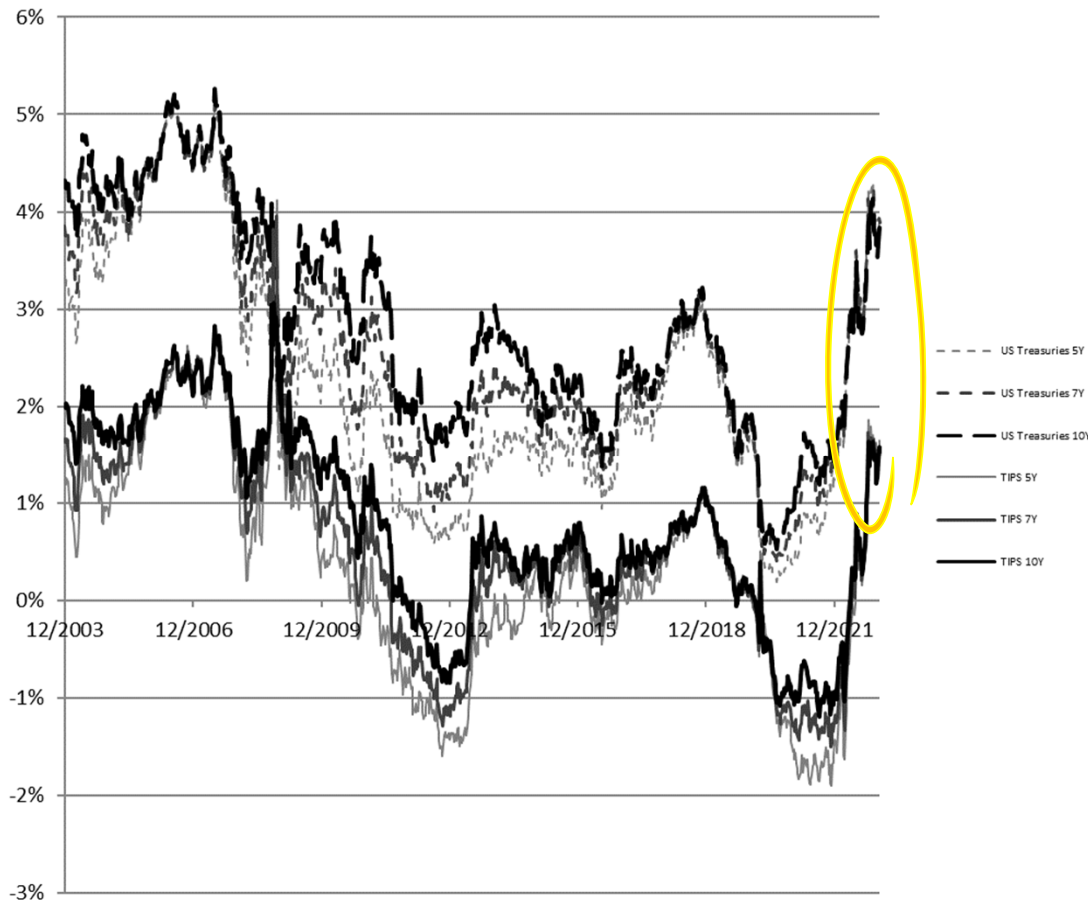


Korrelation Aktien-Aktien / Bonds-Bonds



Korrelationen zwischen Aktien und Obligationen 01/1980 – 01/2023. 36-Monats-Fenster. Source: Eigene Berechnungen basierend auf Daten von Datastream Refinitiv

Realverzinsung



Source: Eigene Berechnungen basierend auf Daten von Datastream Refinitiv

TIPS Spread

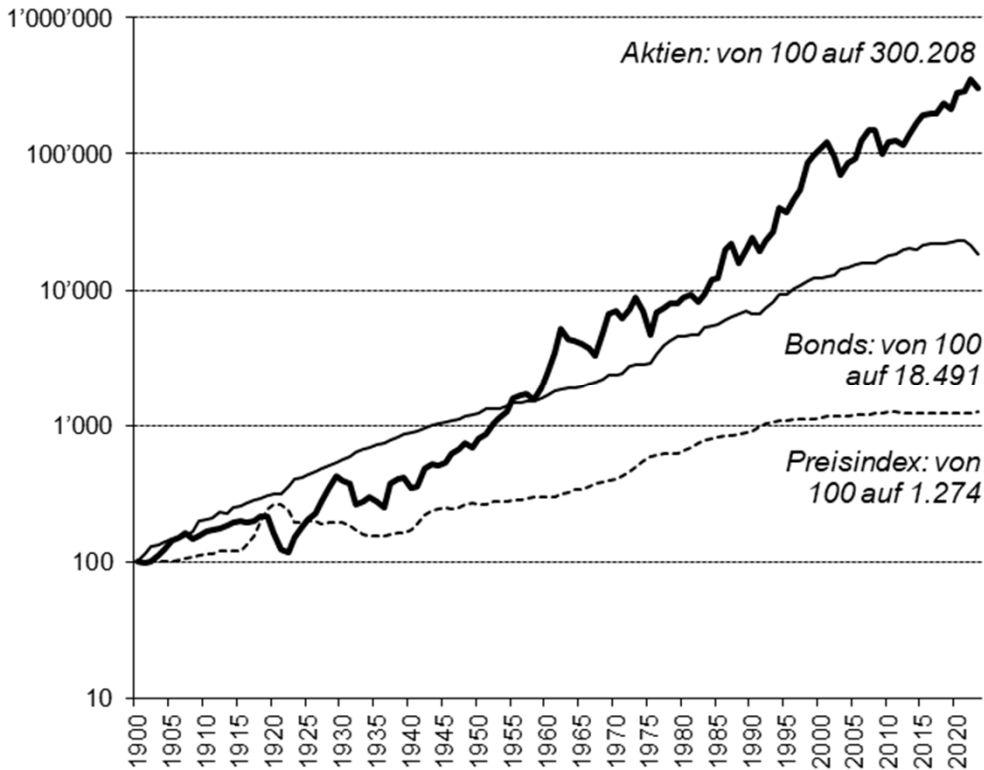
- Realverzinsung im USD negativ 02/2020-04/2022
- Spread-Ausweitung März 2020 (0.63%) bis April 2022 (2.93%) indiziert höhere Inflation, seither leichter Rückgang
- Spread Januar 2023: 2.26%

Im Vergleich: Realverzinsung CH

- Trotz Zinsanstieg bei Inflation von 2.8% negativ
- Parallel Stärkung CHF und Devisenverkäufe SNB in Q3 (im Gegensatz zu Devisenkäufen 2015-Q1/2022)

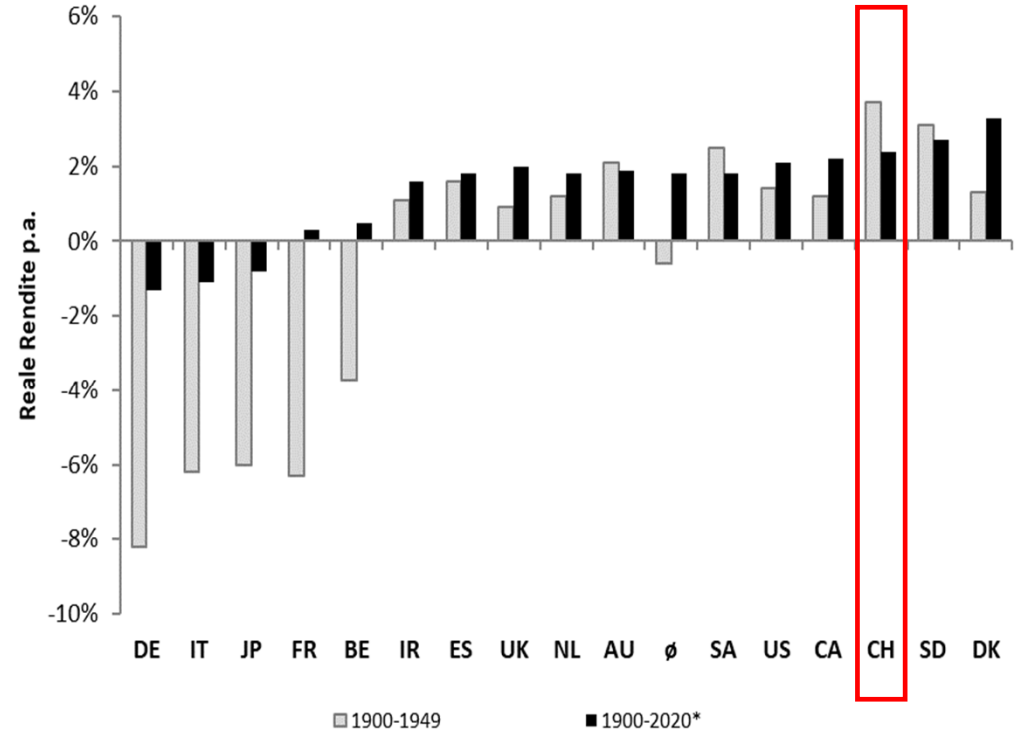
Inflation, Realwerte und Finanzwerte im langfristigen Vergleich

Realwerte vs. Obligationen



Source: Eigene Berechnungen basierend auf Elroy Dimson & Mike Staunton (1900-1925), Pictet (2022) und Daten von Refinitiv Datastream

Reale Bondrenditen 1900-2020



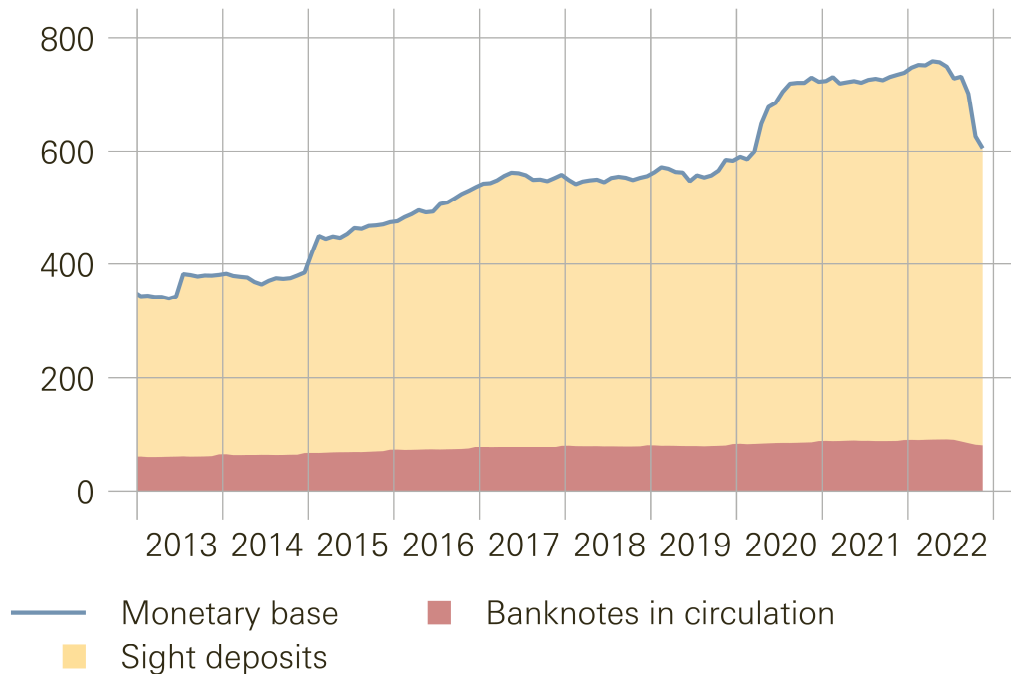
Source: Quelle: Dimson/Marsh/Staunton: Triumph of the Optimists — 101 Years of Global Investment Returns (2002); Credit Suisse Global Investment Returns Yearbooks 2017 and 2021

- 1. Inflation: Treiber und Unterschiede**
- 2. Direkte Auswirkungen auf die Finanzmärkte**
- 3. Portfolios und Risikoanalyse**
- 4. Ausblick**

Geldmenge

MONETARY BASE

In CHF billions



Source(s): SNB

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 26,
https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

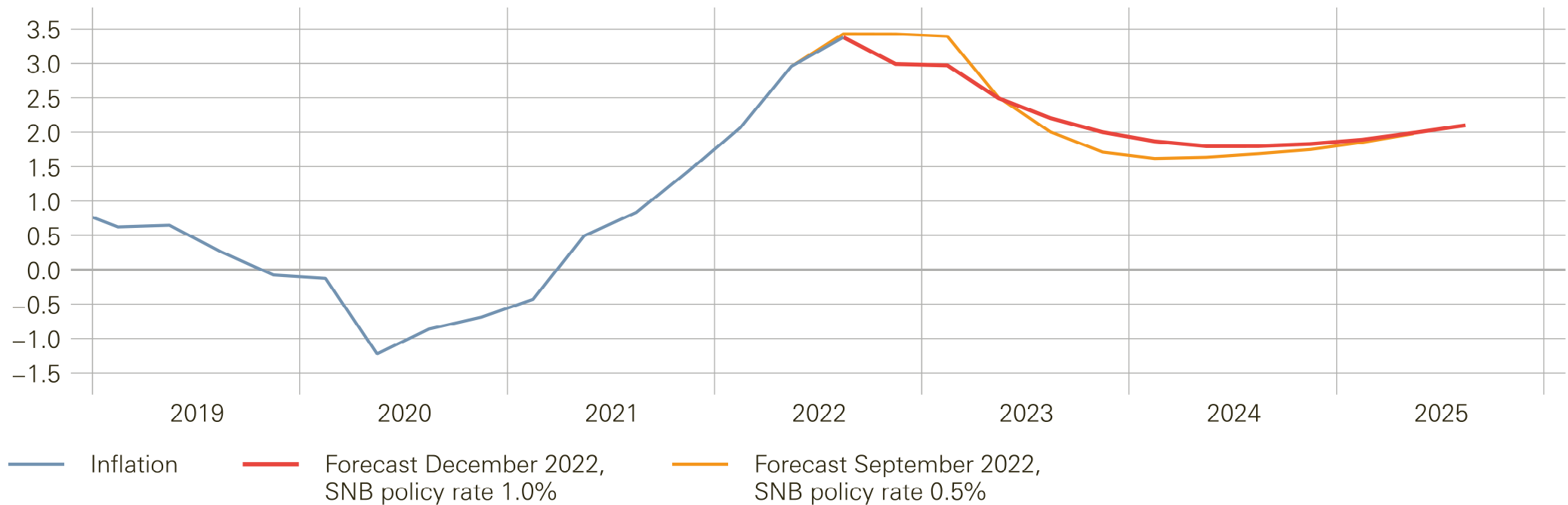
Abnehmende Liquidität

- Fed: Quantitative Tightening (USD 95 Mrd pro Monat) und weitere Zinsschritte in Aussicht. Bereitschaft zu langer Phase sehr restriktiver Geldpolitik. Leitzins 2023E 5.1%.
- EZB: Auslaufendes PEPP, aber keine Anleihenverkäufe. Zinsschritte angesichts Inflation (> 9%) und breiter Preisanstiege. Keine Erwartung von Rezession, aber Inflationsprognose 2023 bei 5.5%
- SNB: Bislang 3 Zinsanstiege seit Juni 2022. Ziel: Zweitrundeneffekte verhindern, Inflation soll im Keim erstickt werden. Vermeidung einer Situation wie in USA.

Inflationsprognose SNB

CONDITIONAL INFLATION FORECAST OF DECEMBER 2022

Year-on-year change in Swiss consumer price index in percent



Source(s): SFSO, SNB

Source: SNB, *Quarterly Bulletin 4/2022 December*, p. 6, https://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2022_4_komplett/source/quartbul_2022_4_komplett.en.pdf

Wie weiter?

Inflation und Inflationsbekämpfung

- Inflationstreibende Faktoren (Pandemie, Ukrainekrieg, Energiepreise): hohe Unsicherheit
- Ziel der Geldpolitik: Rückkehr zum Zielwert der Inflation, Glaubwürdigkeit
- Hohe Rezessionswahrscheinlichkeit, keine sanfte Landung, Inflation und negative Realzinsen

Finanzmärkte

- Marktverzerrende Hilfspakete erhöhen Notwendigkeit stärkerer Eingriffe seitens EZB.
- Starker Franken dämpft Inflationsentwicklung, daher Druck auf SNB weniger gross.
- Zinsnormalisierung ist teuer: Zinszahlungen SNB auf Sichtguthaben, Ausschüttungen

Wirtschaft

- Vermögen: Austritt grösserer Bevölkerungsteile aus Erwerbstätigkeit: Wichtigkeit von Realrenditen!
- Preisanstiege bei Realwerten (Gold, Rohstoffe, Immobilien, Aktien), Gütern, Dienstleistungen, Kapital
- Unternehmen: Anstieg Umlaufvermögen, Beschaffungs-, Finanzierungs-, Absicherungskosten, tiefere operative Cashflows, tiefere Kapitalrenditen. Geschwächte Wettbewerbsposition infolge Energiepreise

Fragen?

Kontakt:

pascal.gantenbein@unibas.ch