

Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE



Zwischen Inflation und Rezession

Thomas Mayer
Flossbach von Storch Research Institute

November 2023

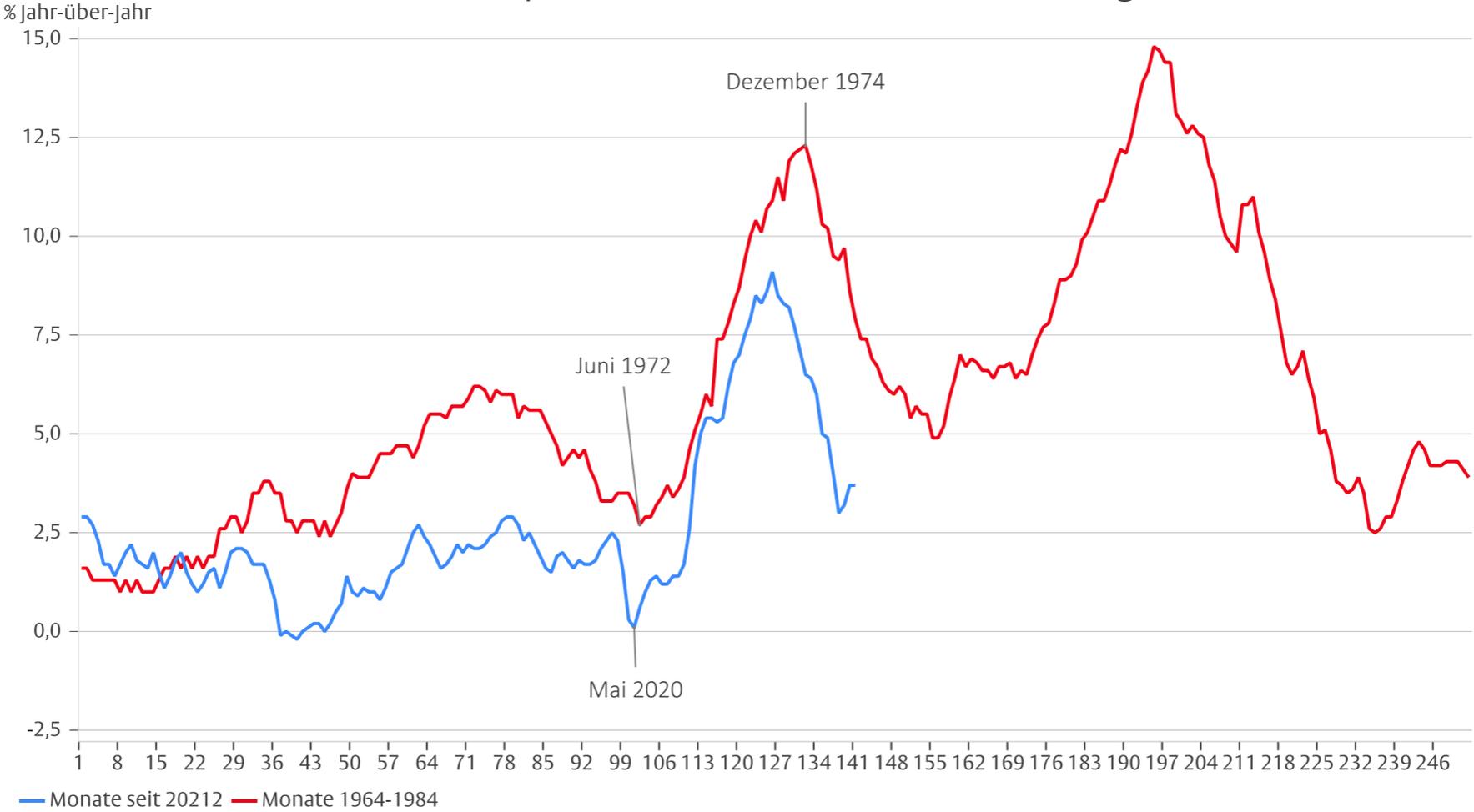


Inflation



Ein Blick in den Rückspiegel

US Konsumentenpreisindex: 1964-1984 versus 2012-Gegenwart



Quelle: Macrobond



Die vier Staffelläufer der Inflation

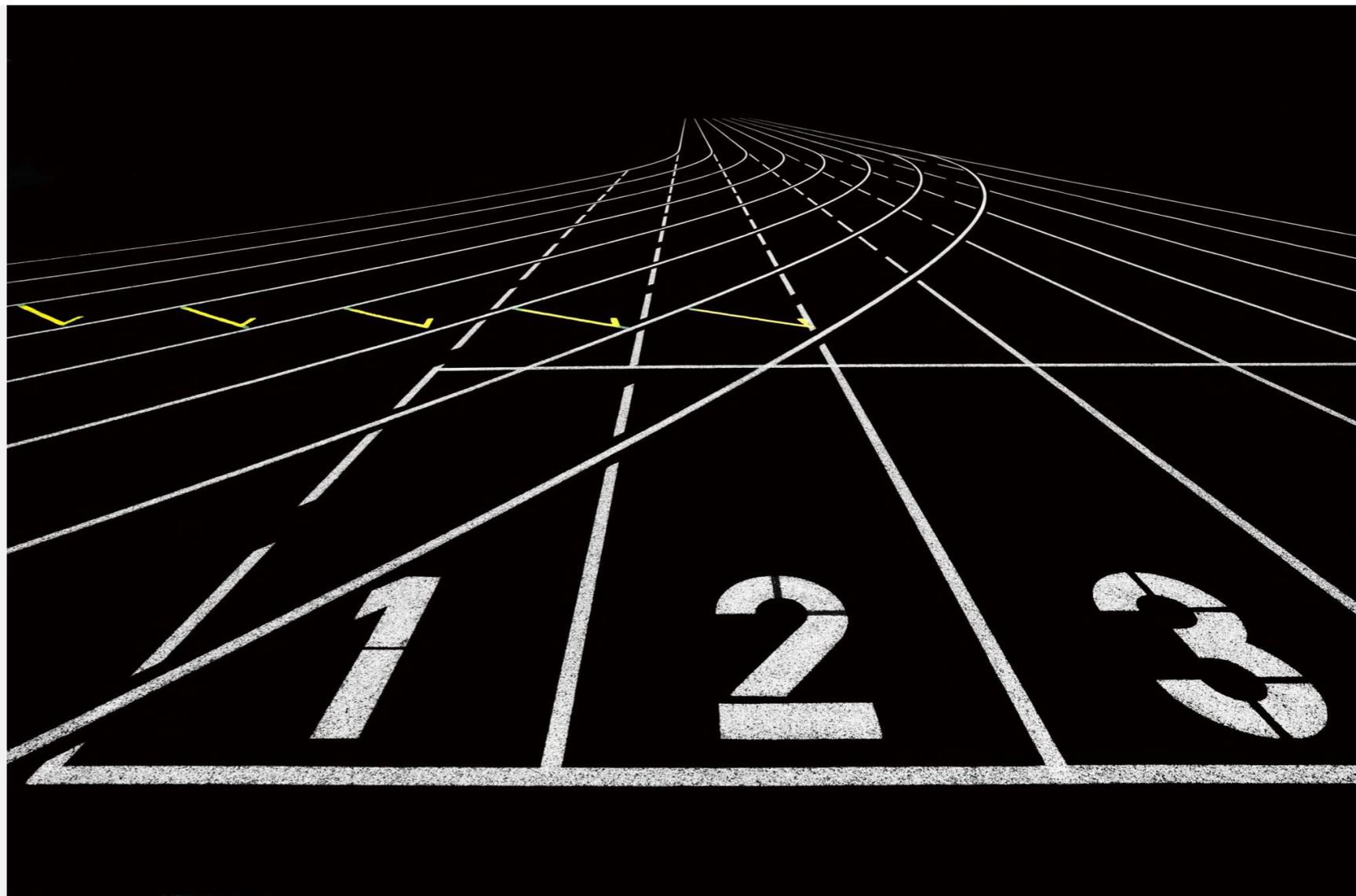
(1) Geldschwemmeninflation

(2) Angebotsinflation

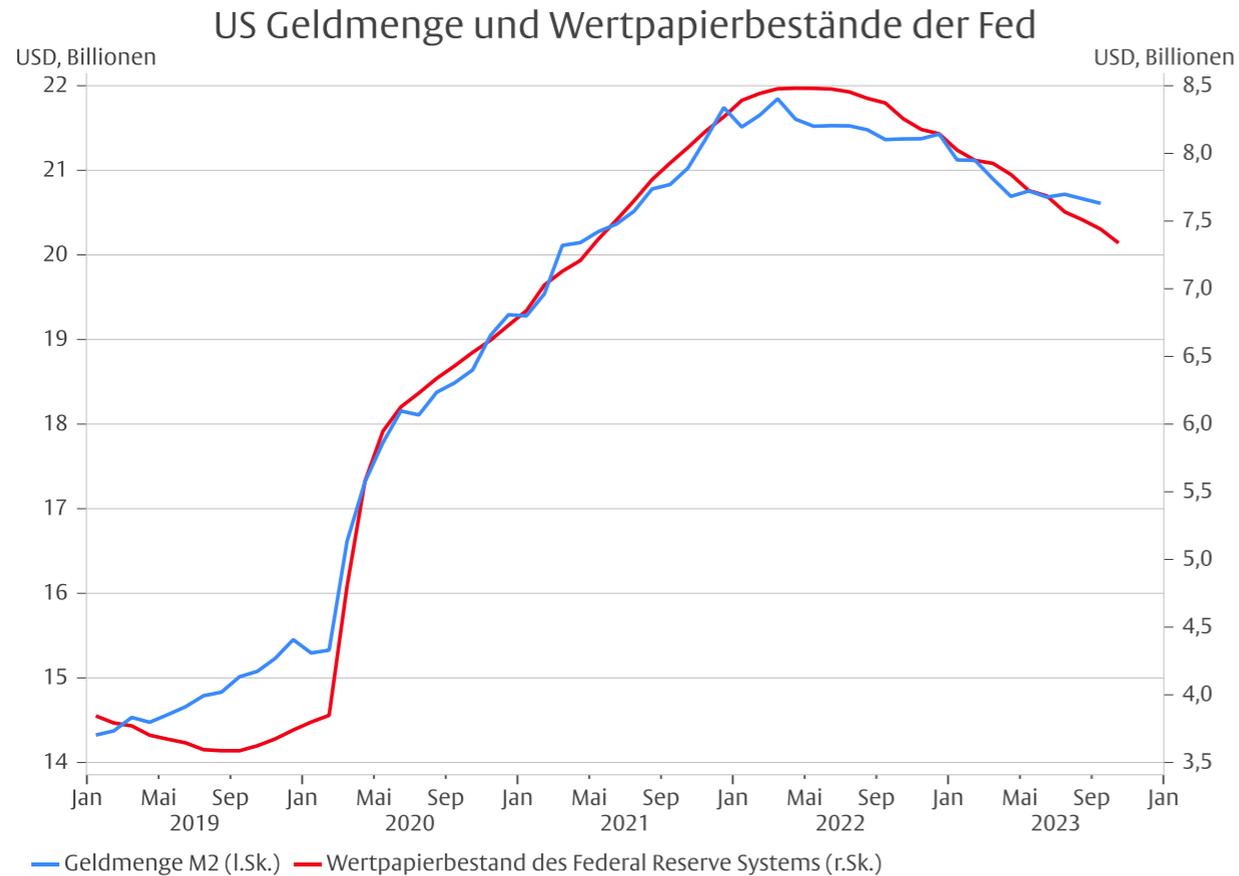
(3) Nachfrageinflation

(4) Strukturelle Inflation

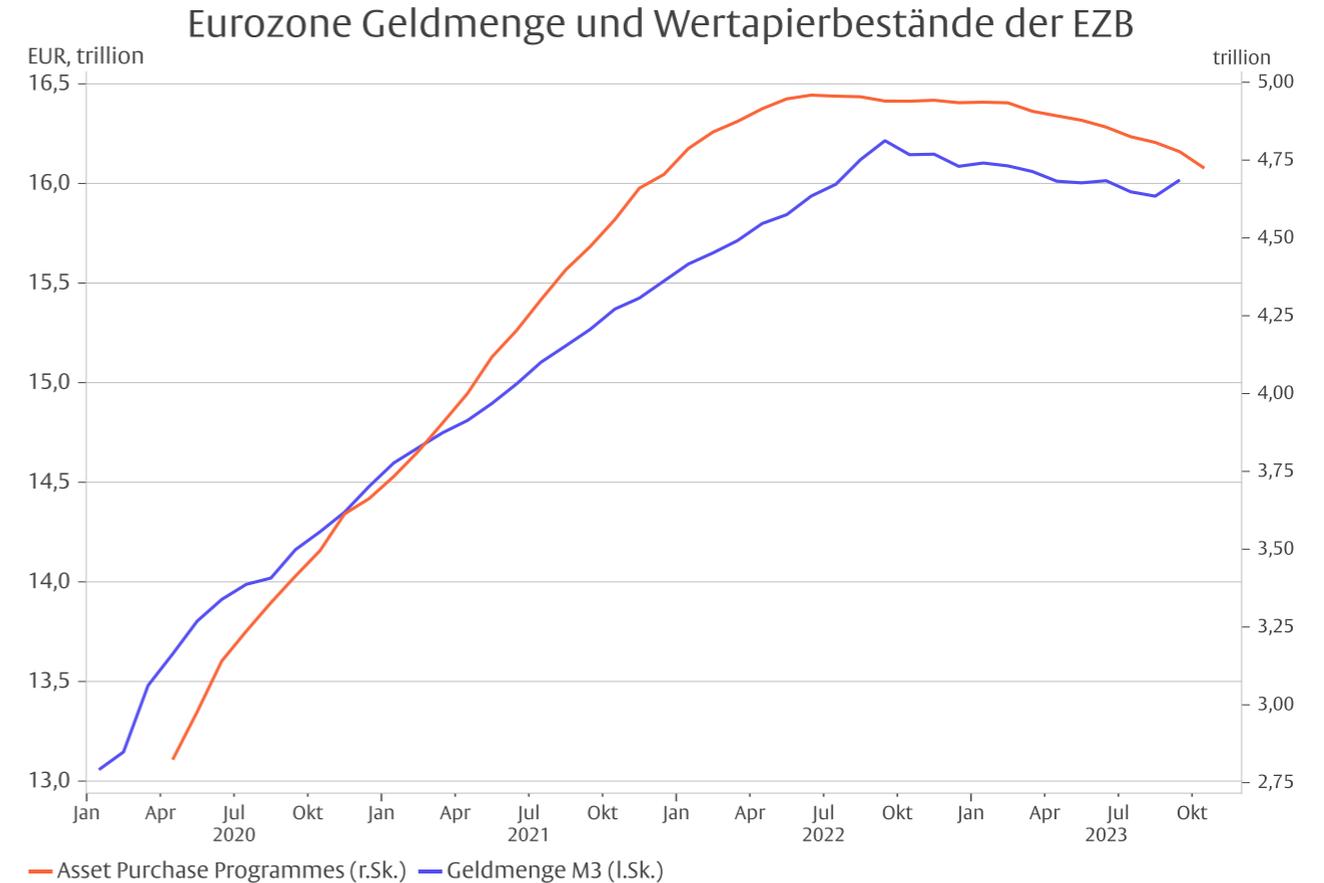
- 2009 – 2020: (1) – (4) schwach
- 2021 – 2022: (1) – (4) laufen mit hohem Tempo
- 2023 - : (1) & (2) werden schwächer, (3) bleibt unterstützt durch robusten Arbeitsmarkt, (4) wird langfristig stark bleiben



Geldvermehrung durch QE (mit zwei Folgen)



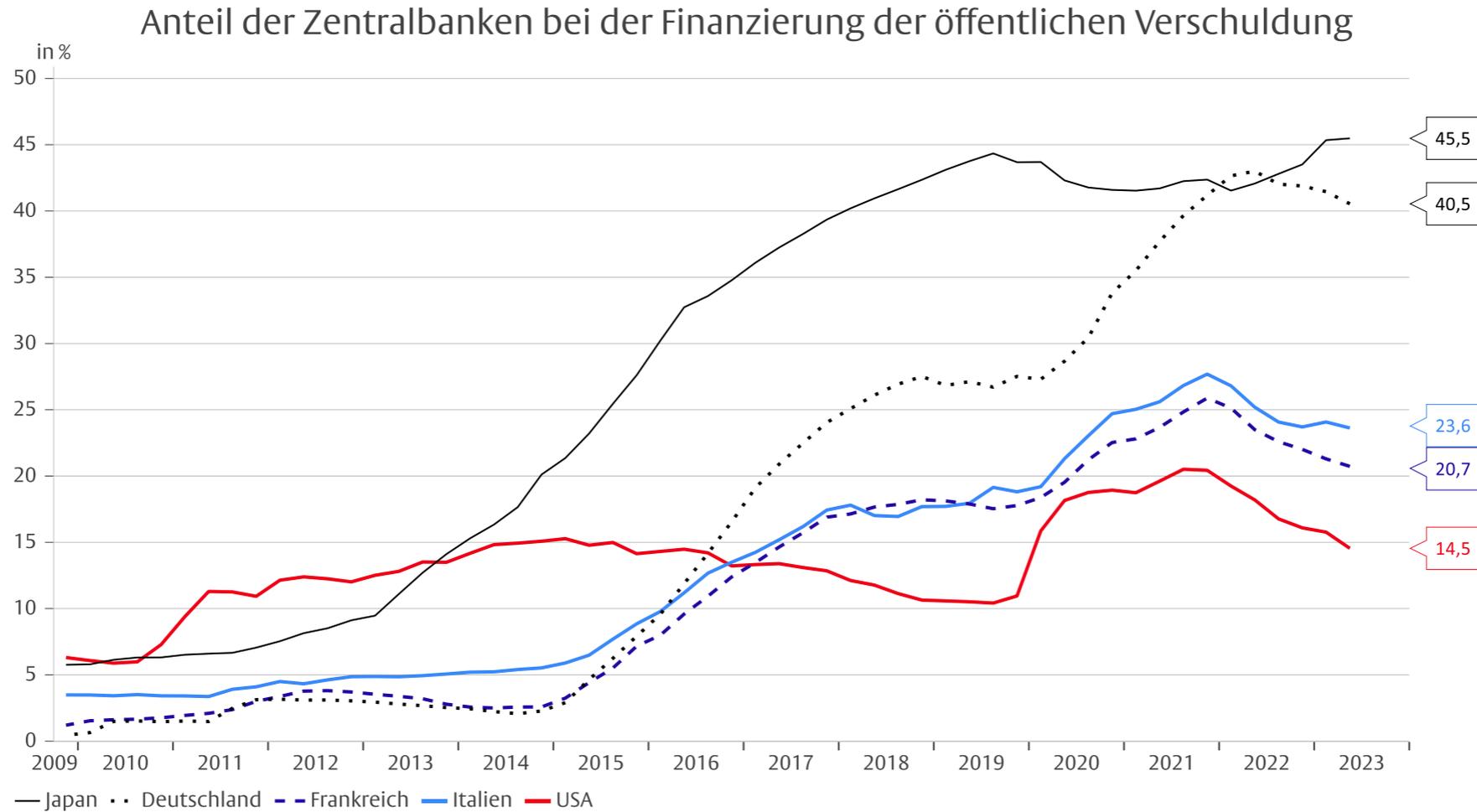
Quelle: Macrobond



Quelle: Macrobond



1. Die Zentralbanken sind die größten Gläubiger der Staaten

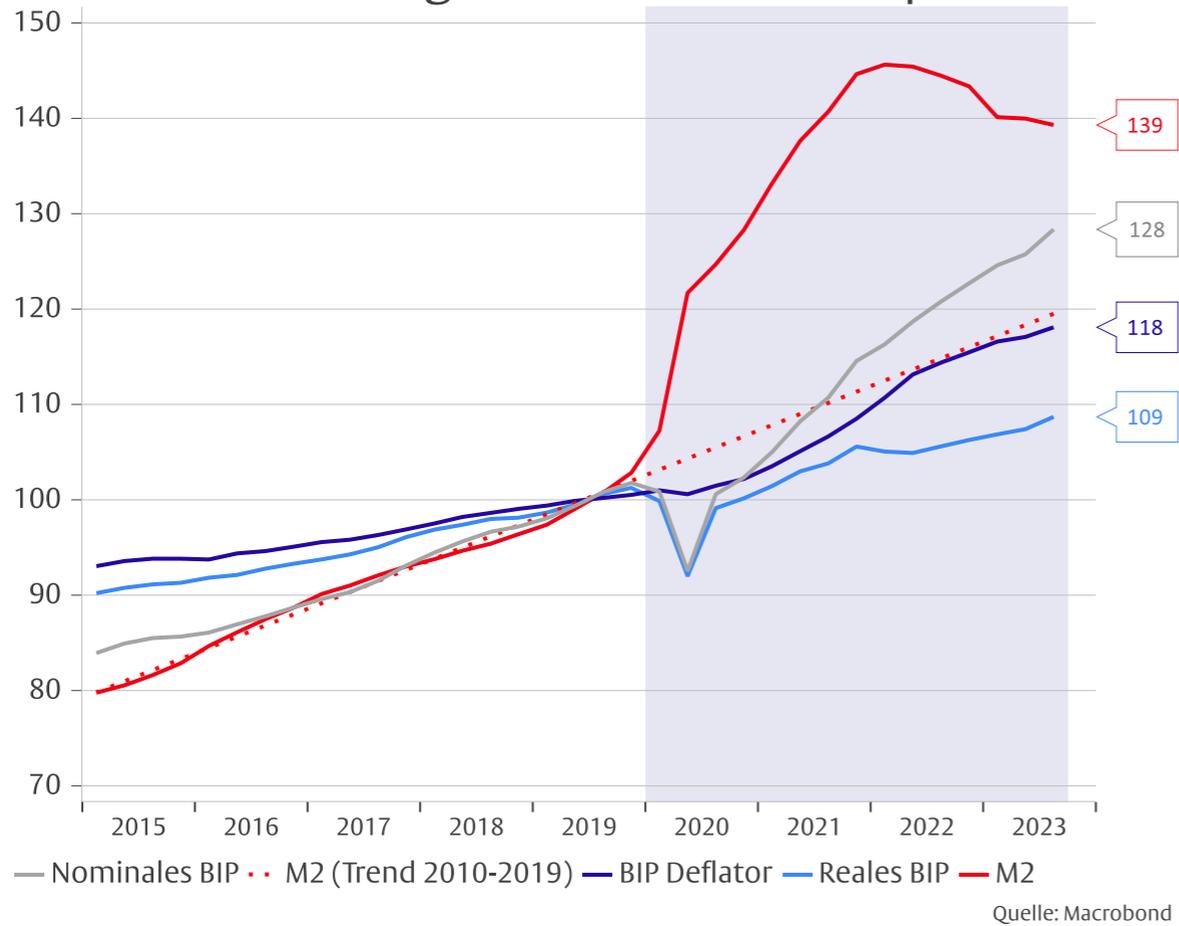


Quelle: Macrobond

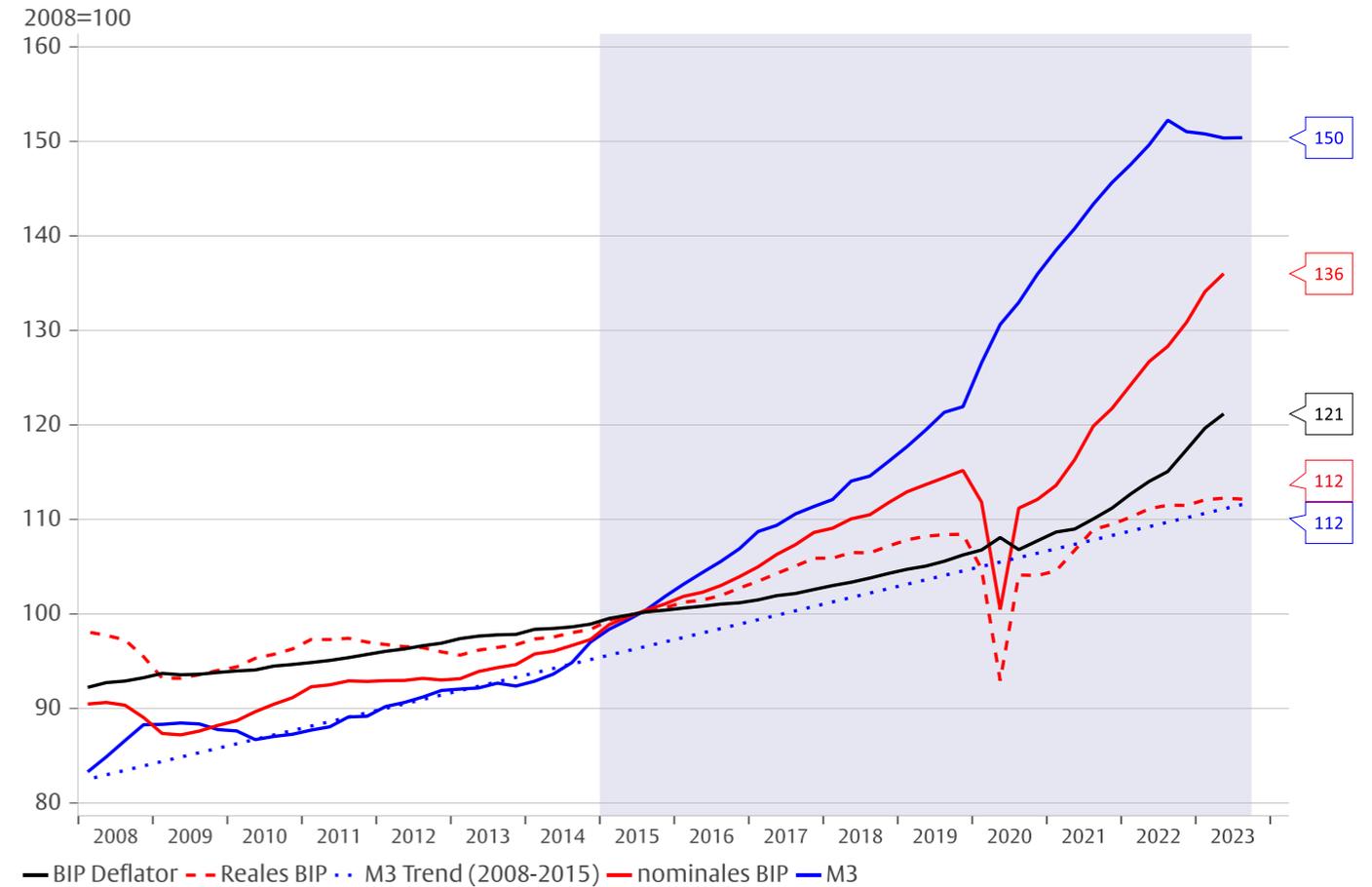


2. Geldüberhang schmilzt nur langsam

USA: Geldmenge und Bruttoinlandsprodukt

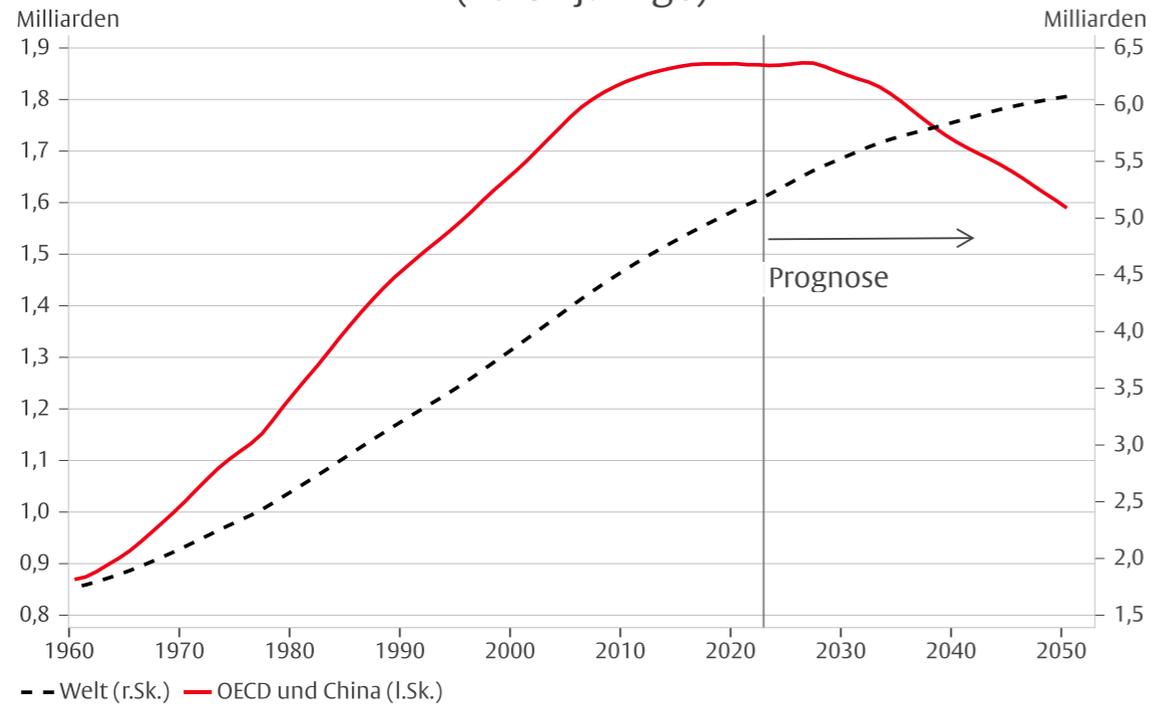


Eurozone: M3 und nominales BIP



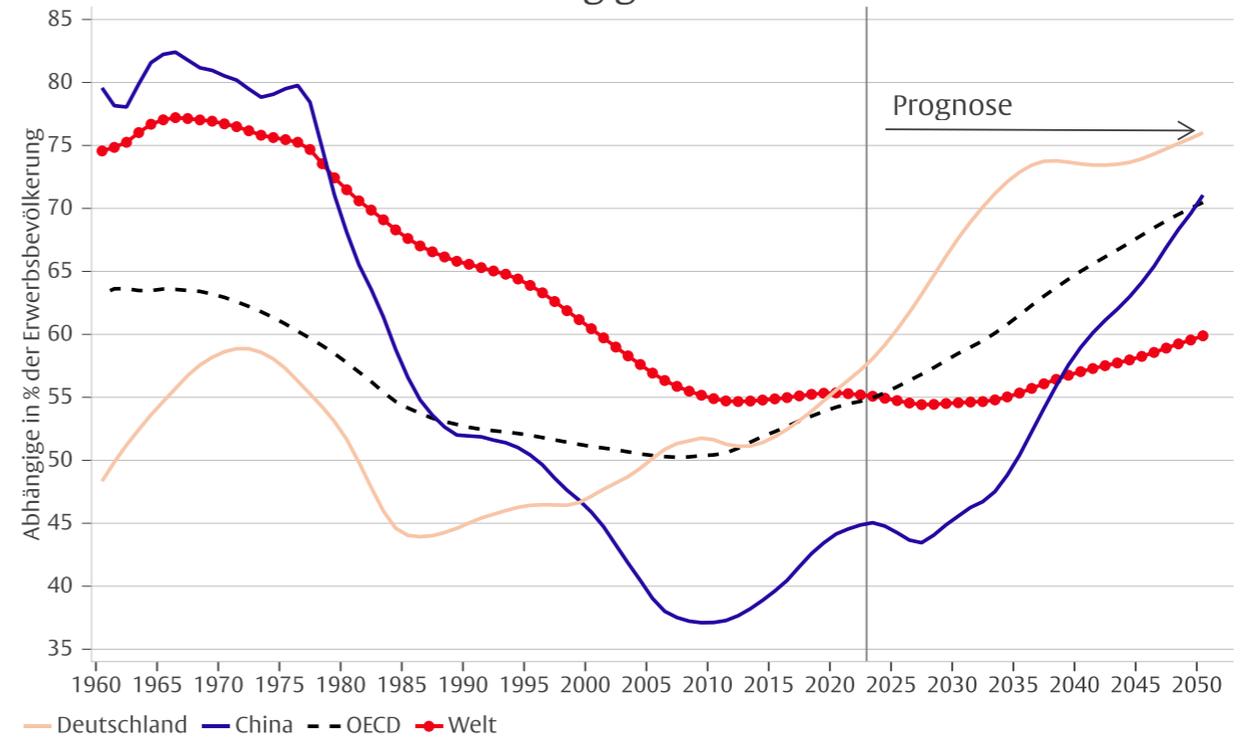
Historische Demografiewende

Schätzung und Prognose der Erwerbsbevölkerung (15-64 Jährige)



Quelle: Weltbank, Macrobond

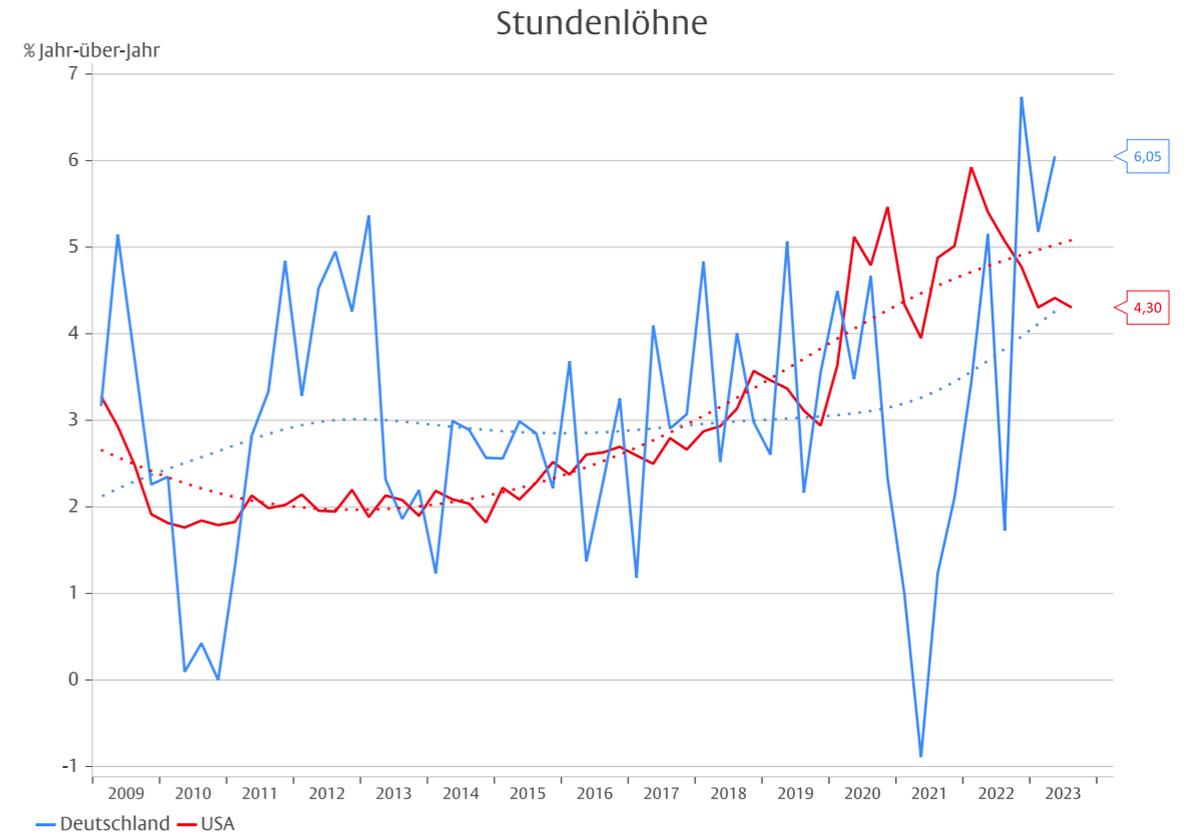
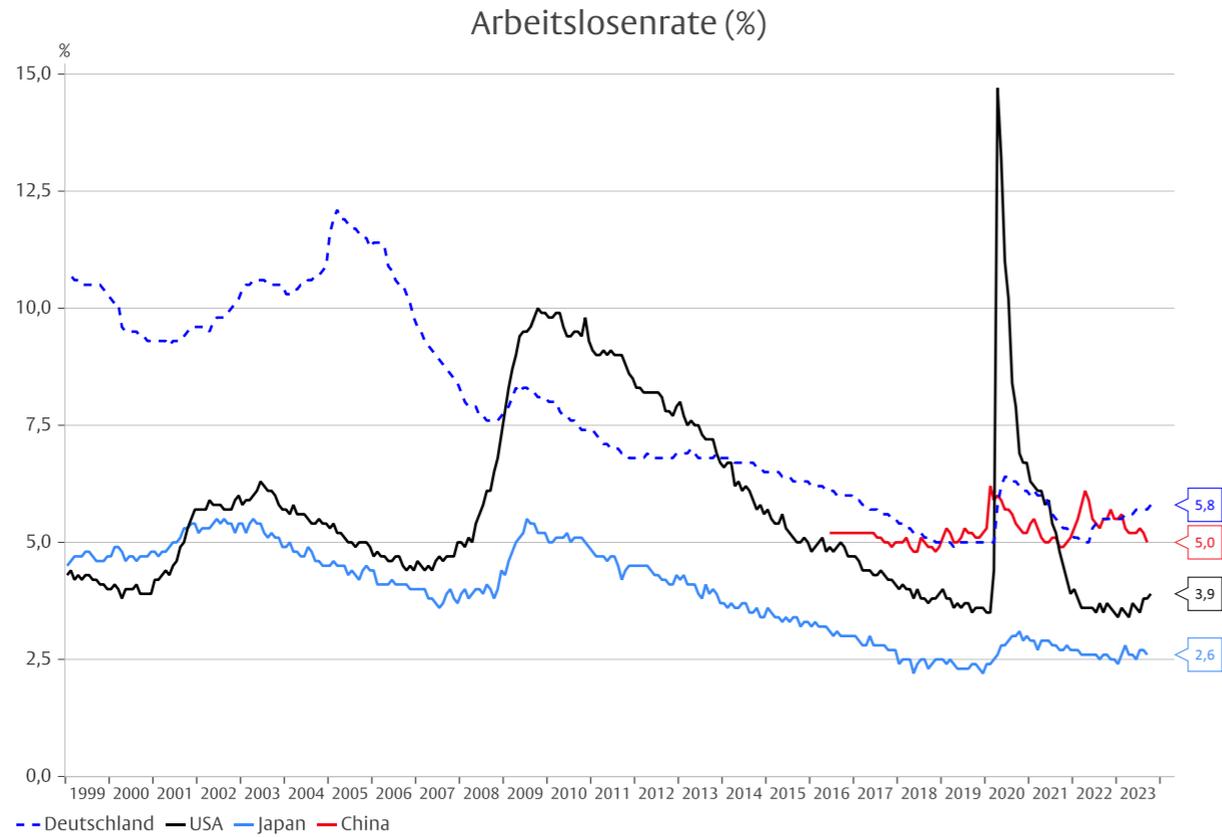
Abhängigkeitsrate



Quelle: Weltbank, Macrobond

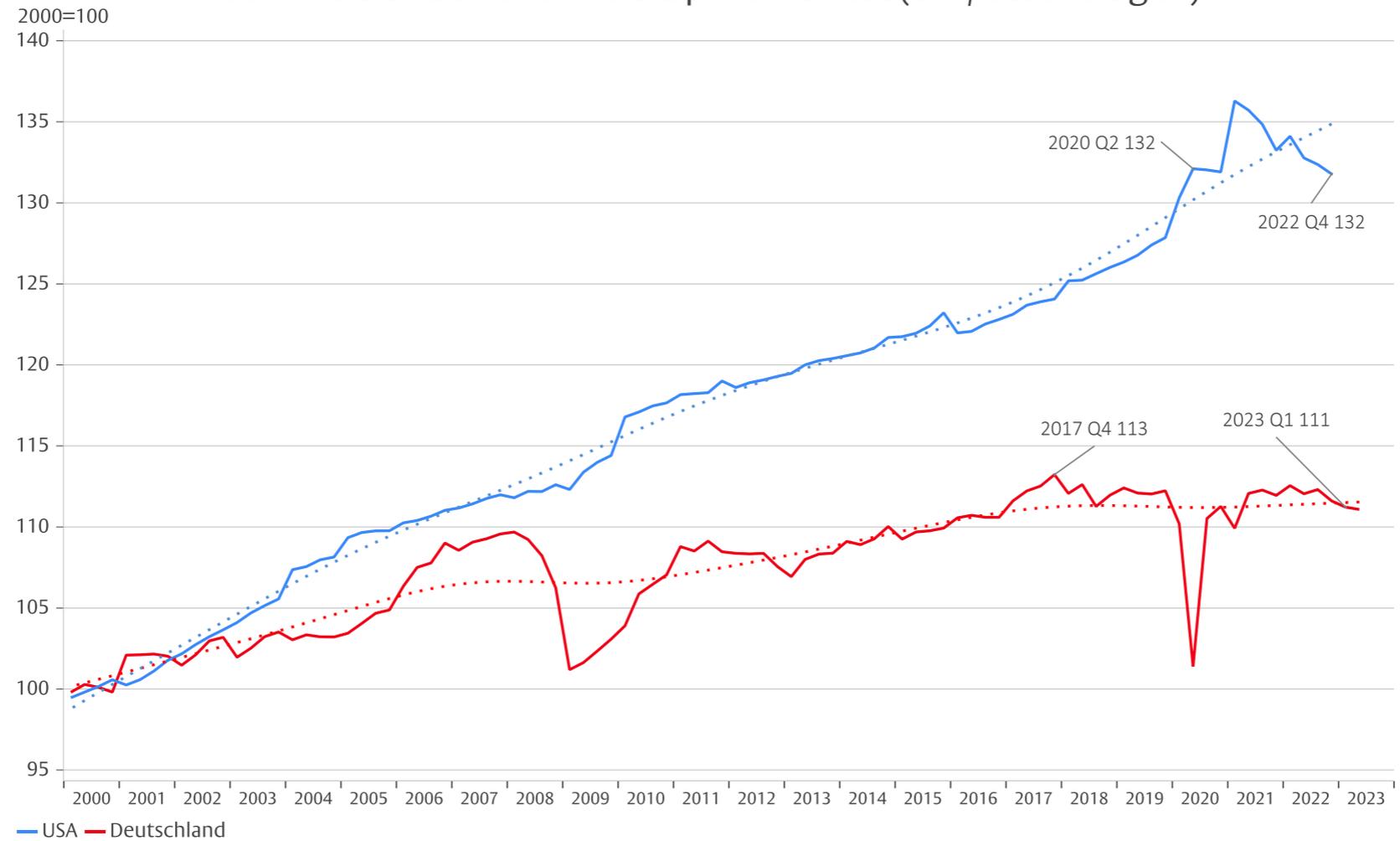


Arbeitskräftemangel erzeugt Lohndruck



Produktivitätswachstum ist schwach

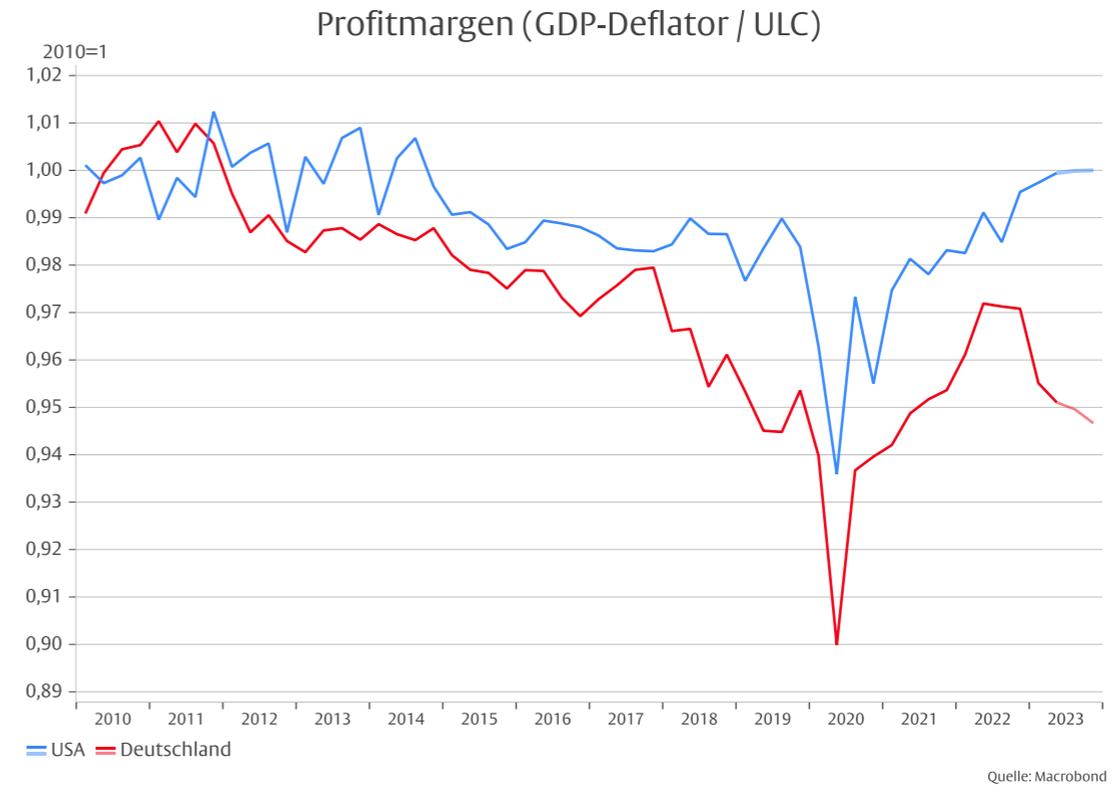
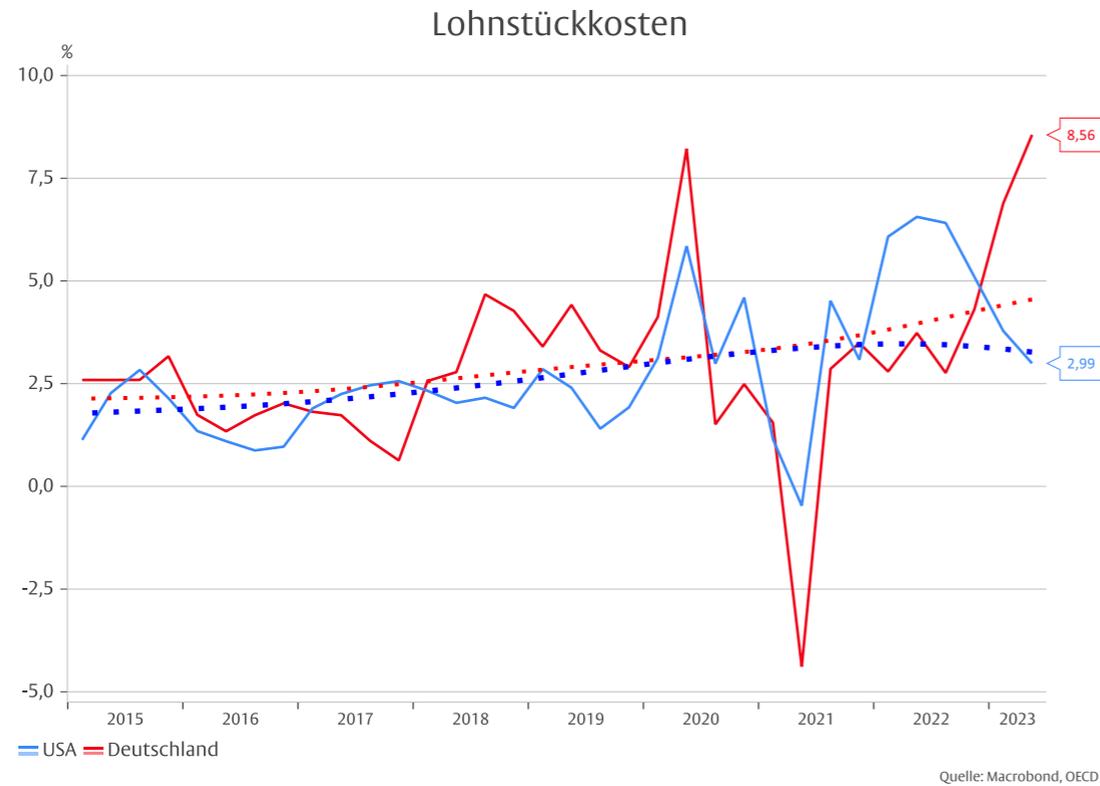
USA und Deutschland: Arbeitsproduktivität (BIP / Beschäftigten)



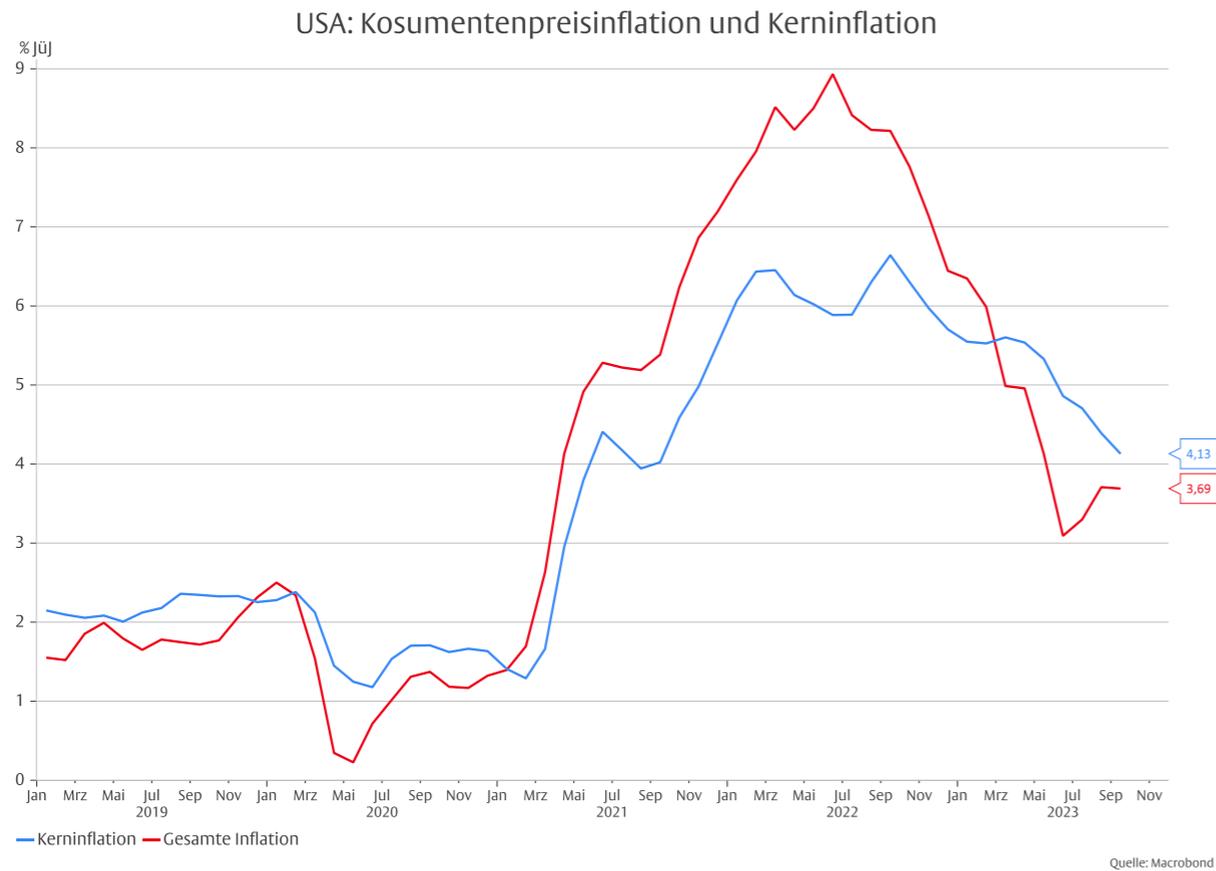
Quelle: Macrobond



Lohnstückkosten und Profitmargen

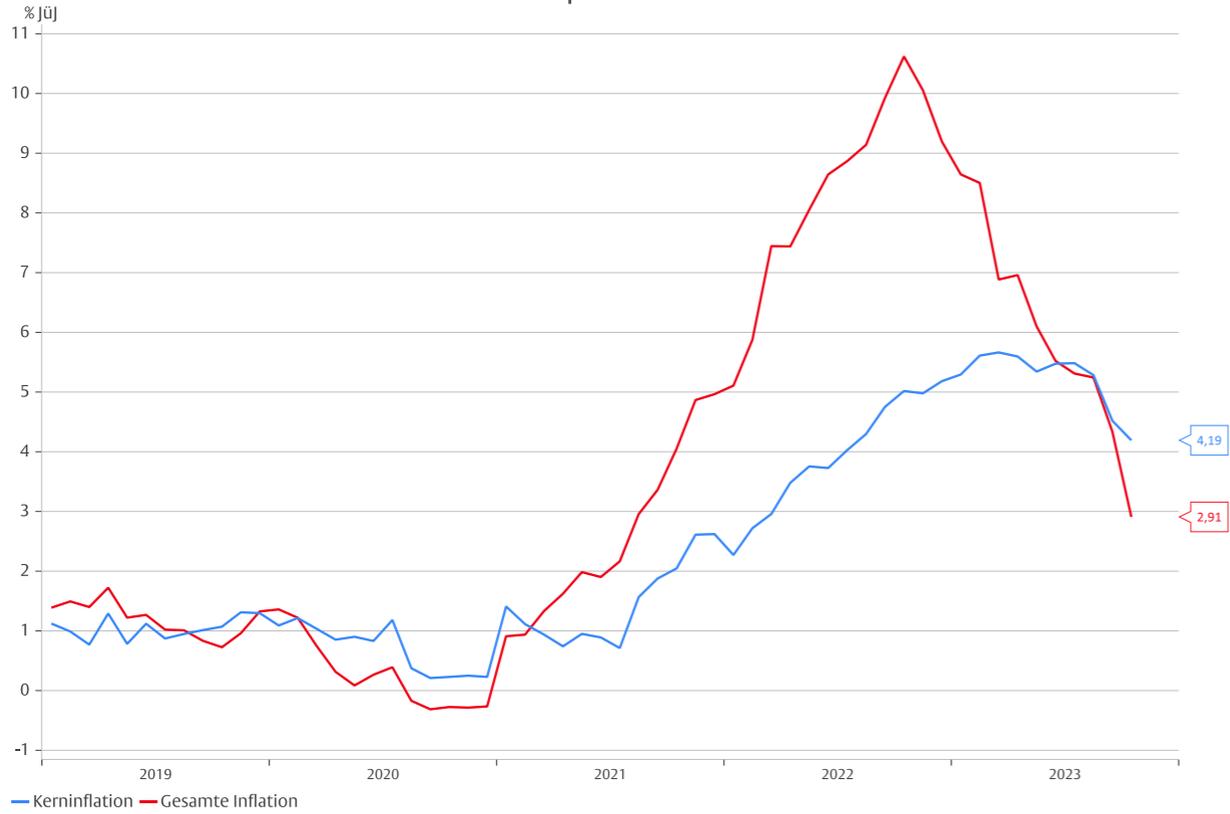


Gesamte Inflation versus Kerninflation

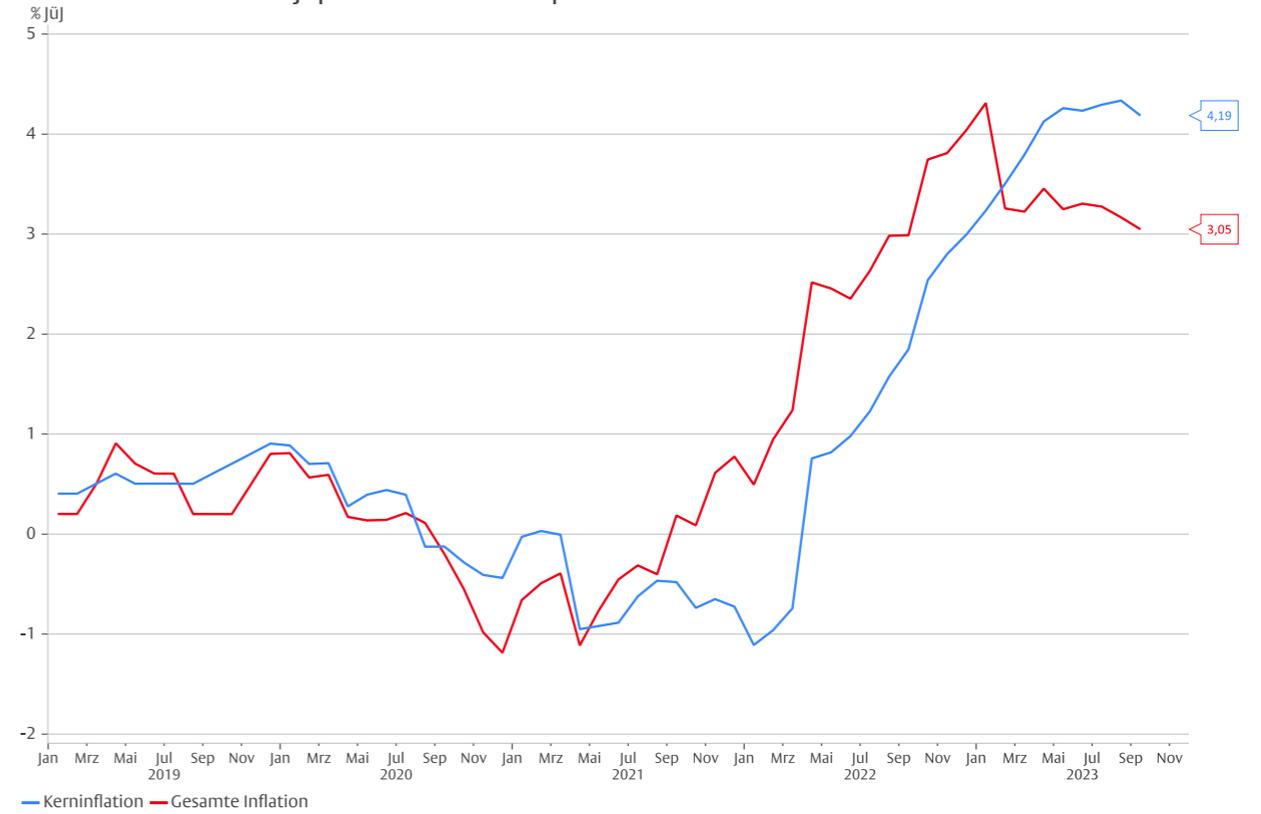


Gesamte Inflation versus Kerninflation

Eurozone: Konsumentenpreisinfation und Kerninflation



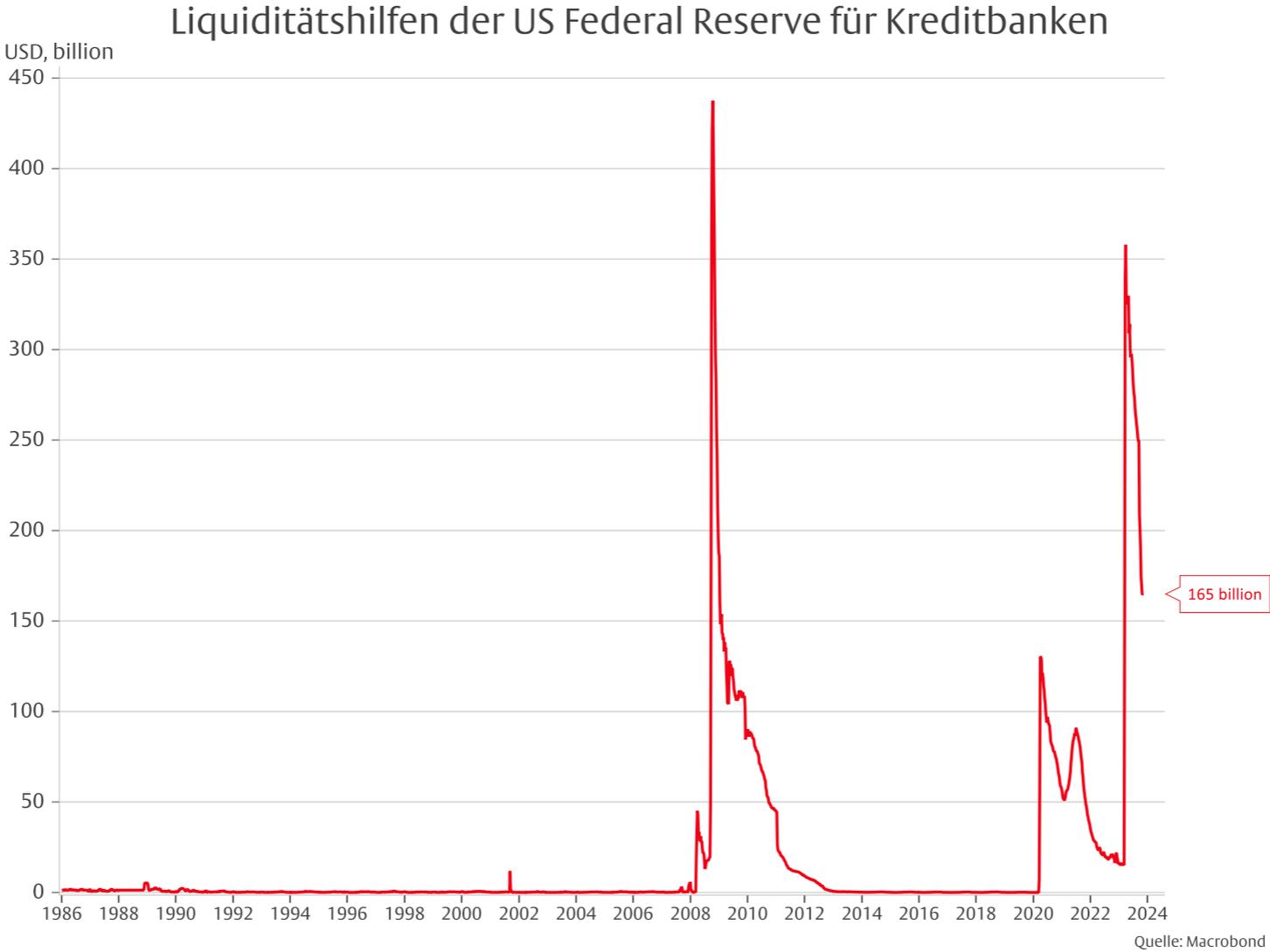
Japan: Konsumentenpreisinfation und Kerninflation



Das Dilemma der Zentralbanken

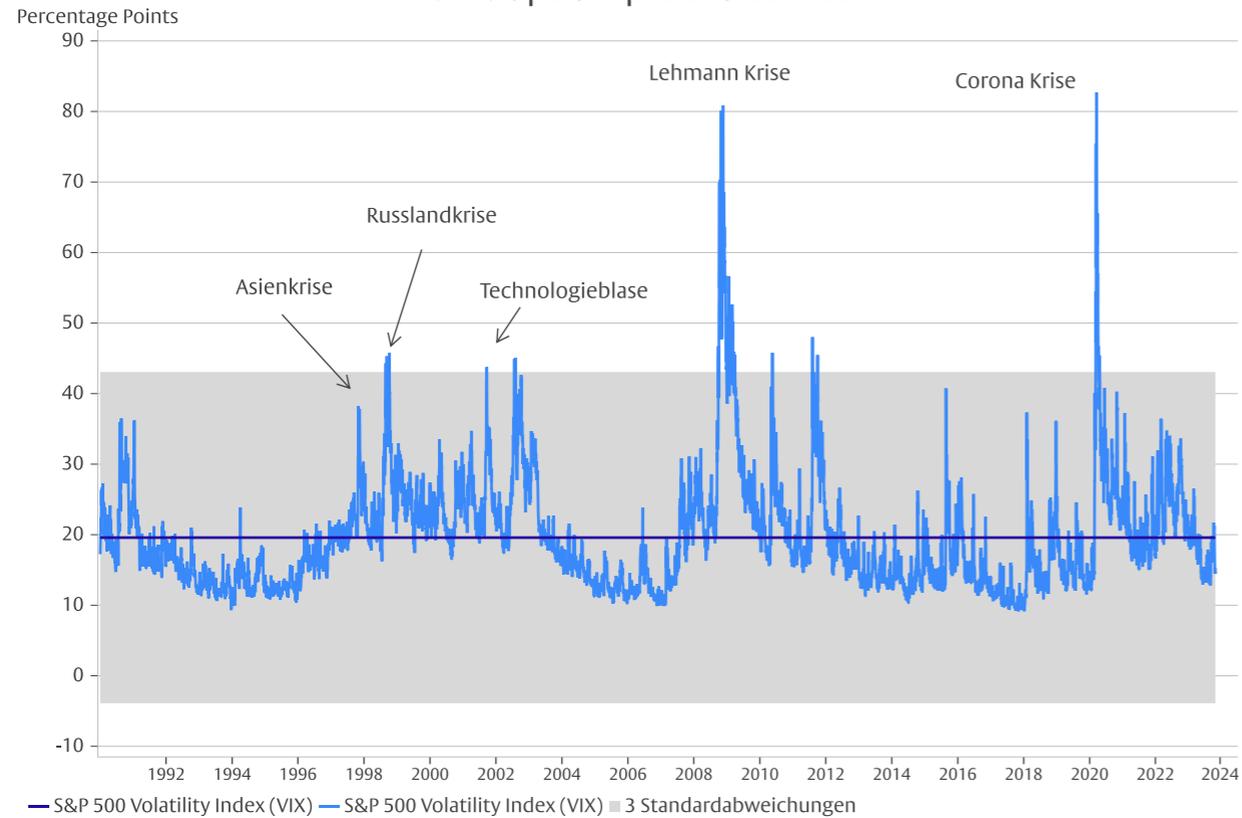


Fed unter Finanzdominanz (des Kreditmarkts)



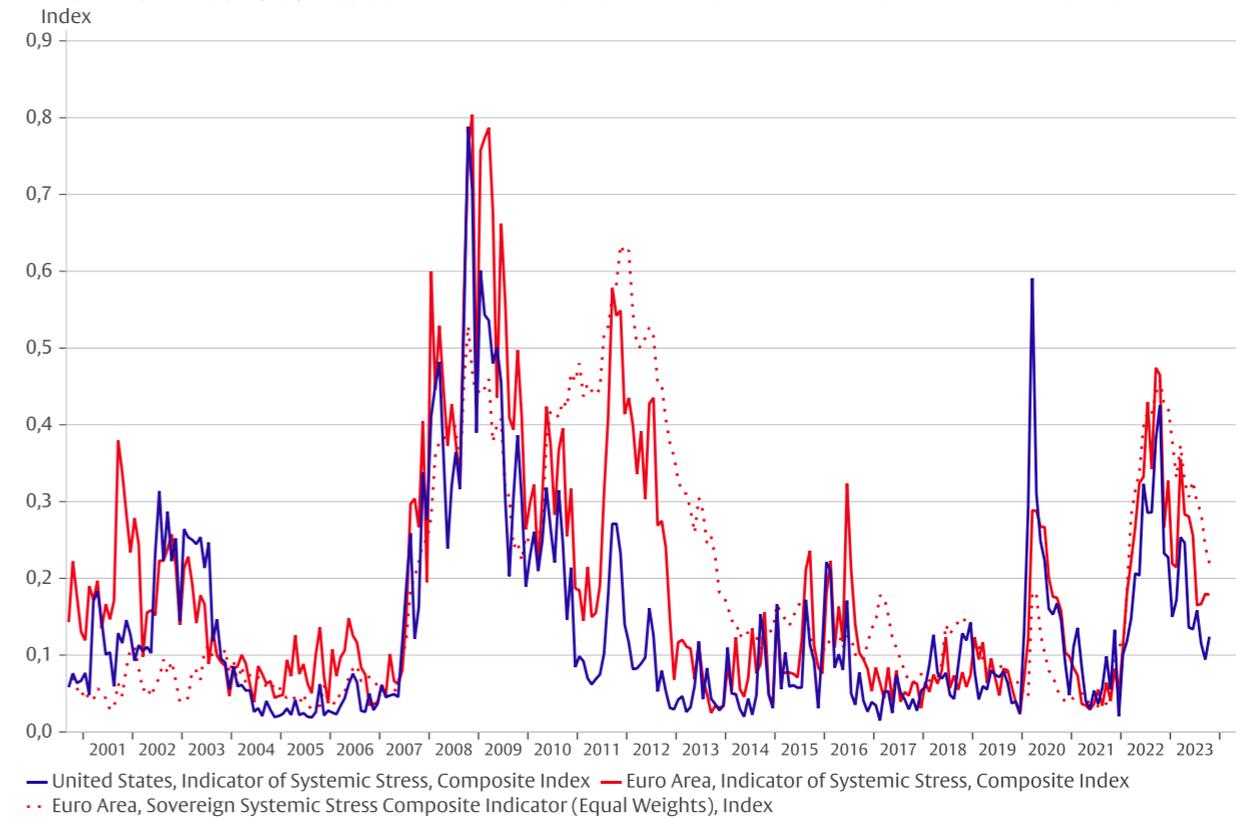
Stresslevel im Finanzsektor

USA: Optionspreisvolatilität



Quelle: Macrobond

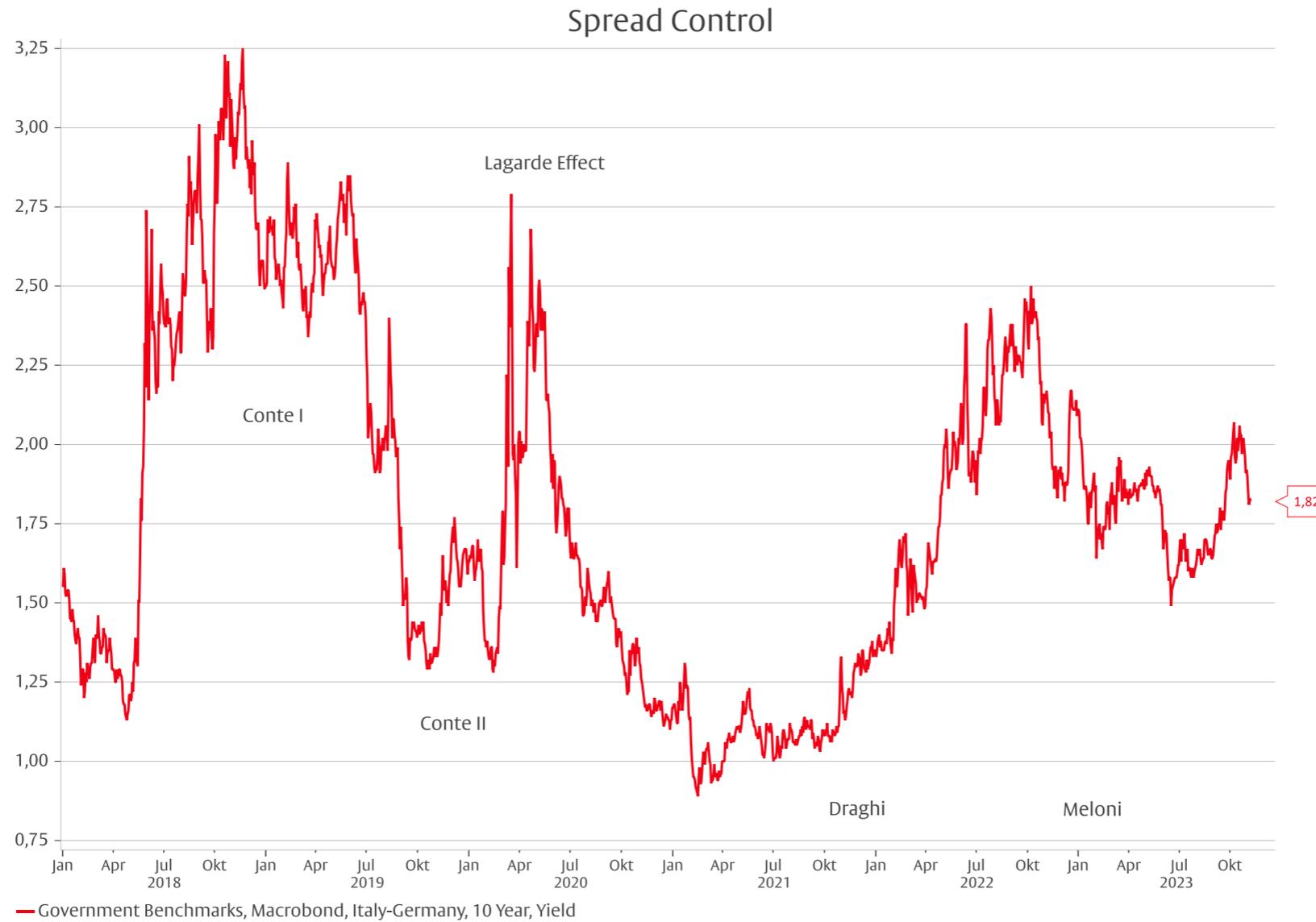
USA und Eurozone: Stress im Finanzmarkt und staatlichen Anleihemärkten



Quelle: Macrobond, EZB



EZB unter fiskalischer Dominanz

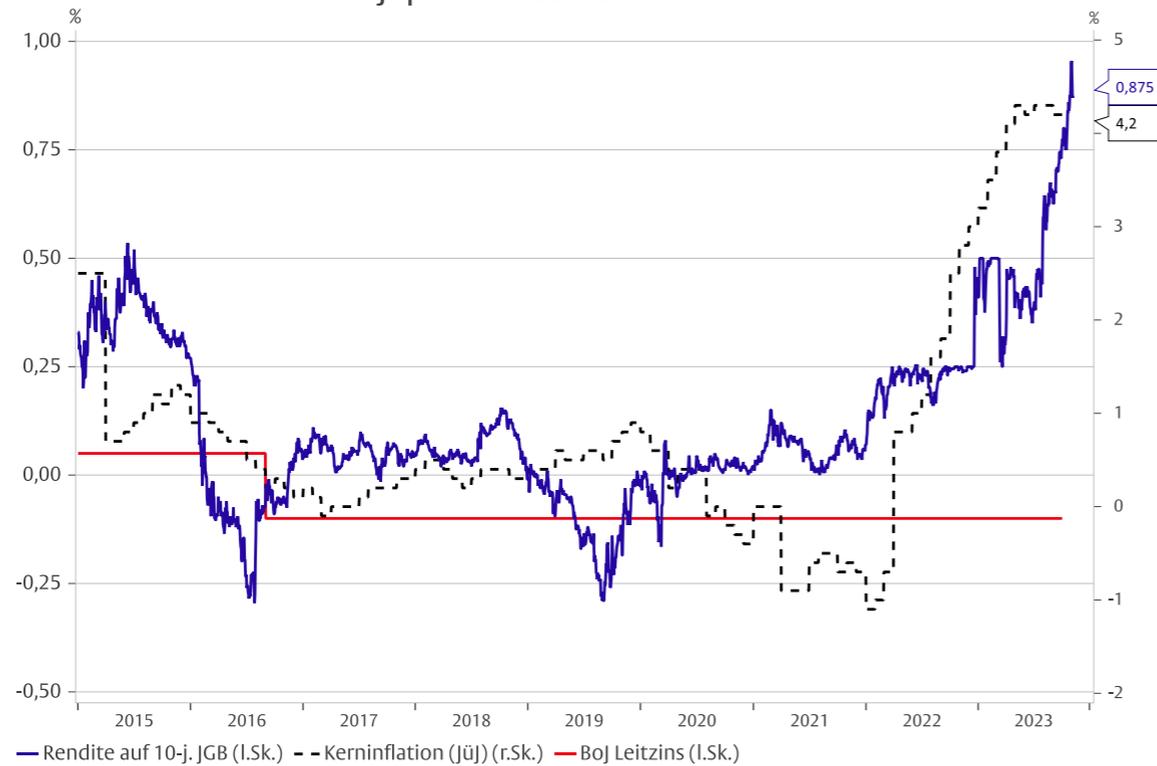


Quelle: Macrobond

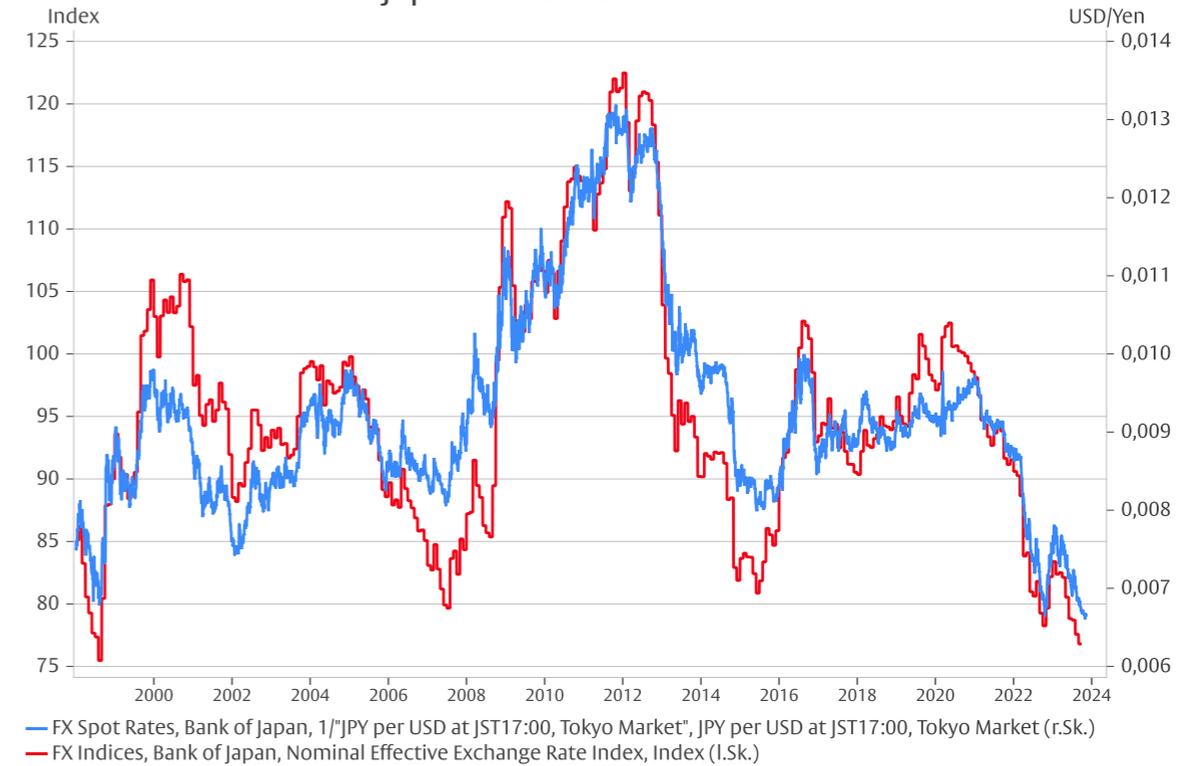


Sind "Lowflation" und das japanische Modell am Ende?

Japan: Zinsen und Inflation



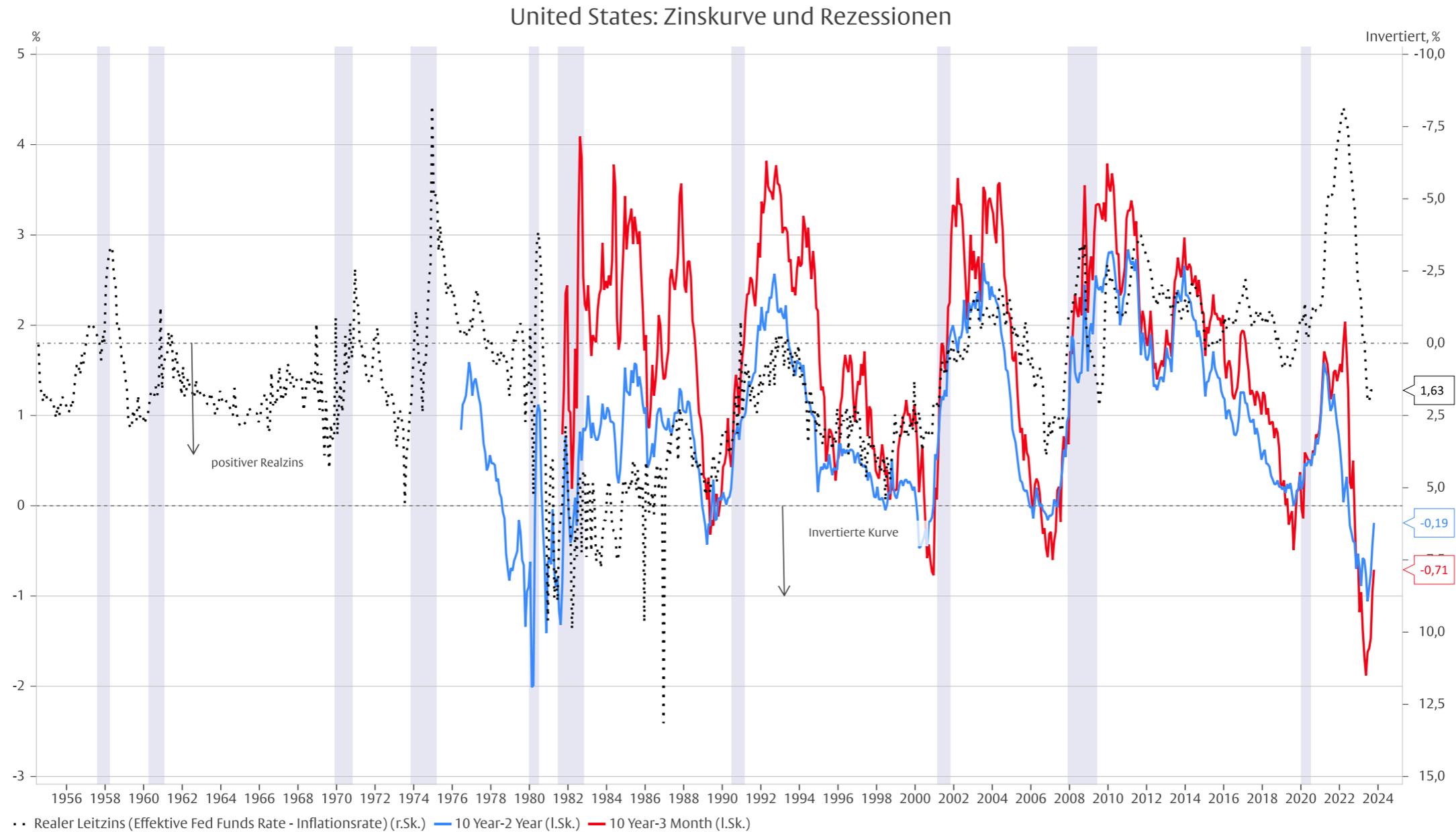
Japan: Wechselkurs des Yen



Rezession



US- Zinskurve: Rezessionssignale



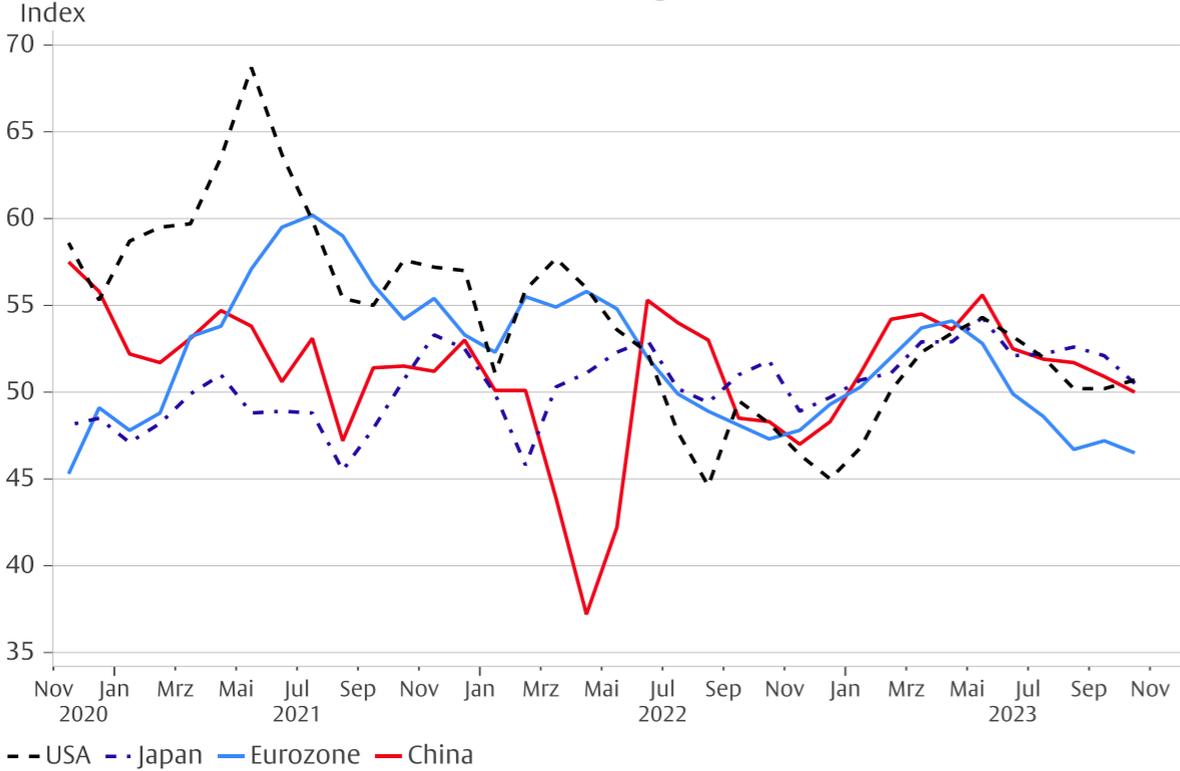
Quelle: Macrobond



Bisher nur Eurozone in der Rezessionszone

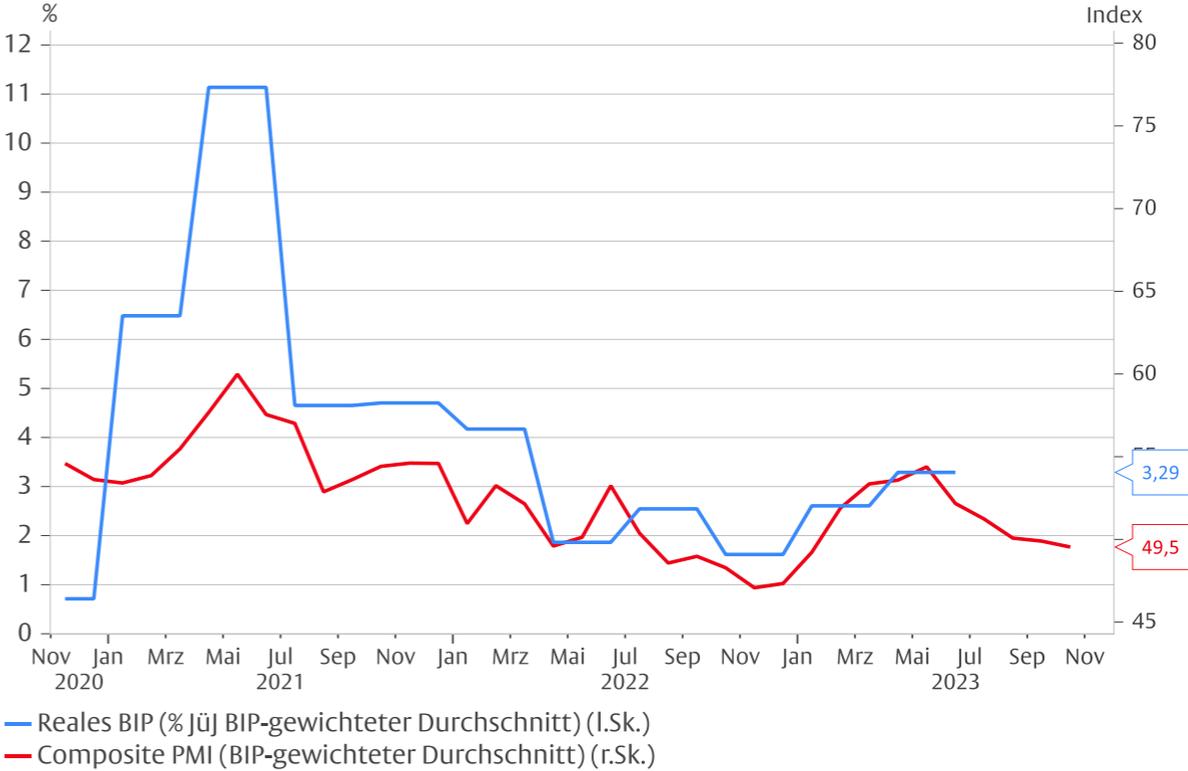
Bruttoinlandsprodukt-Wachstum und Einkaufsmanagerindex in den G4-Ländern

Einkaufsmanagerindex



Quelle: Macrobond

G4: BIP-Wachstum und PMIs

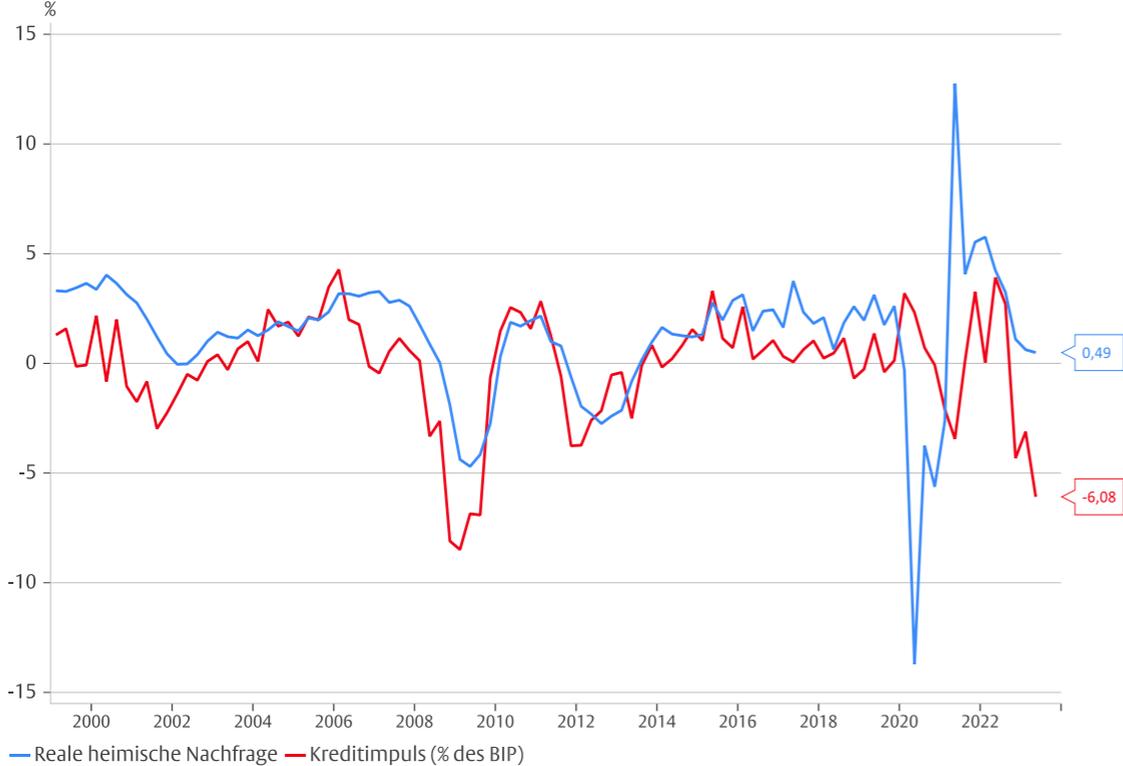


Quelle: Macrobond



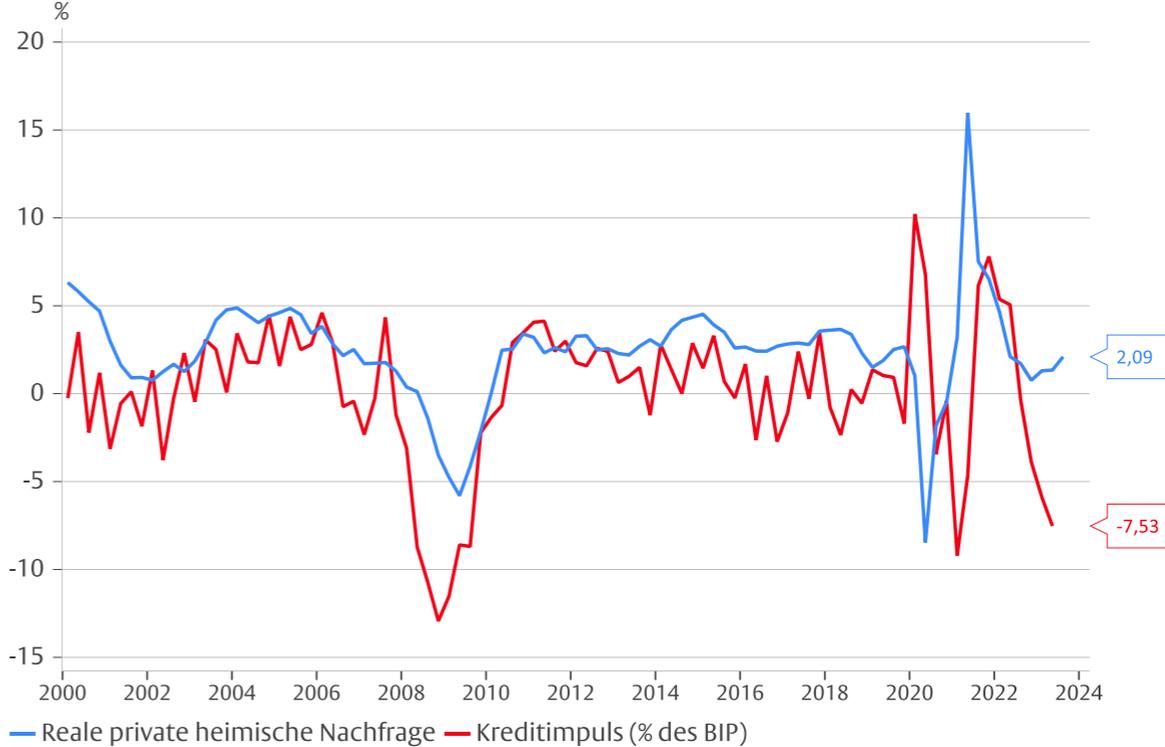
Negative Kreditimpulse

Eurozone: Kreditimpuls und reale heimische Nachfrage



Quelle: Macrobond

USA: Kreditimpuls und reale private heimische Nachfrage

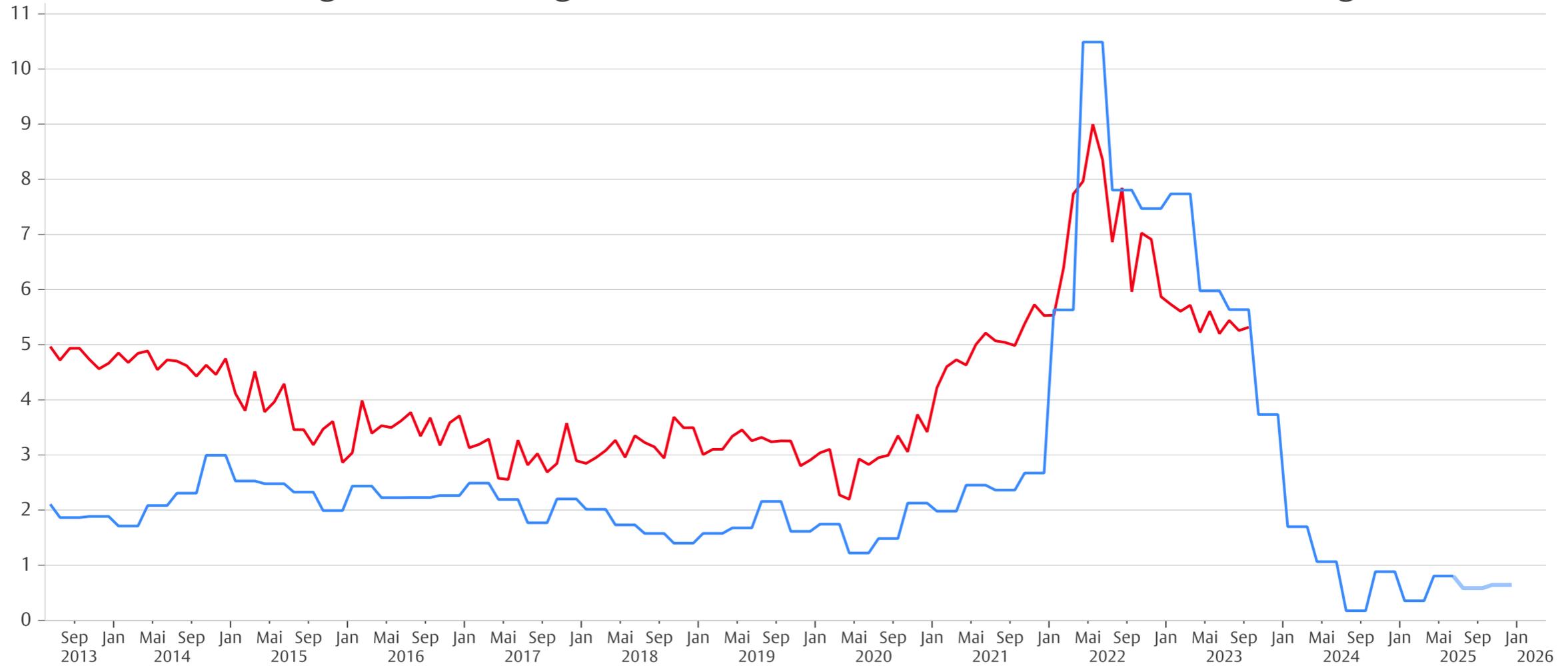


Quelle: Macrobond



Geht dem US-Konsumenten nächstes Jahr die Puste aus?

USA: Ausgabenerwartungen der Haushalte und Frühindikator für die Nachfrage



— Leading Indicators, AGMR, Demand Leading Indicator, Index [lag 2 years]

— Consumer Surveys, Federal Reserve Bank of New York, Survey of Consumer Expectations, Household Spending Growth Expectations, Median Point Prediction 1-Year Ahead, SA

Quelle: Macrobond



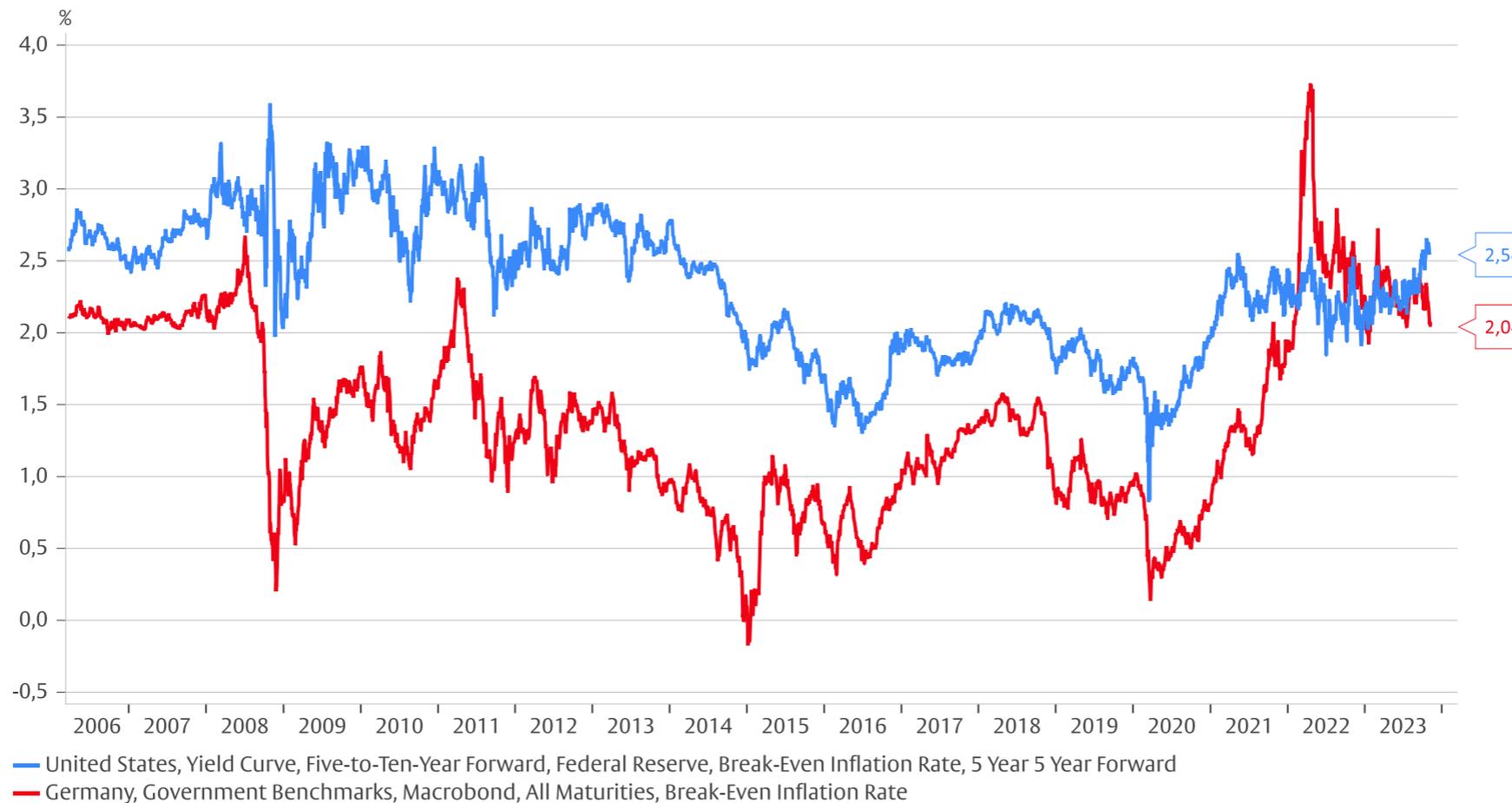
Verwirrte Märkte



„Immaculate Disinflation“?

Bondmarkt unter Zentralbankeinfluss

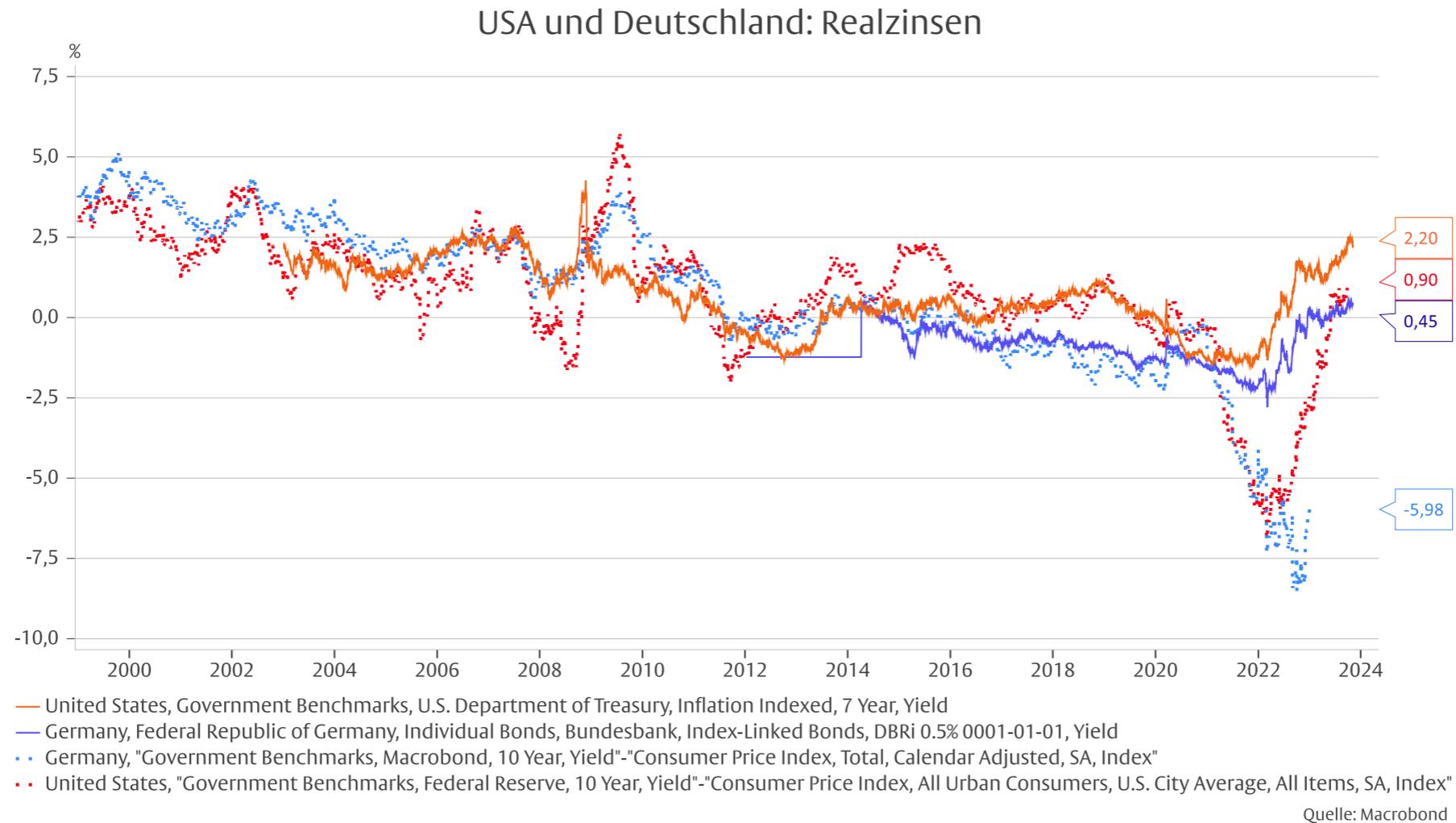
USA und Deutschland: Break-even Inflation



Quelle: Macrobond



Funktioniert die finanzielle Repression?



Liquiditätsentzug

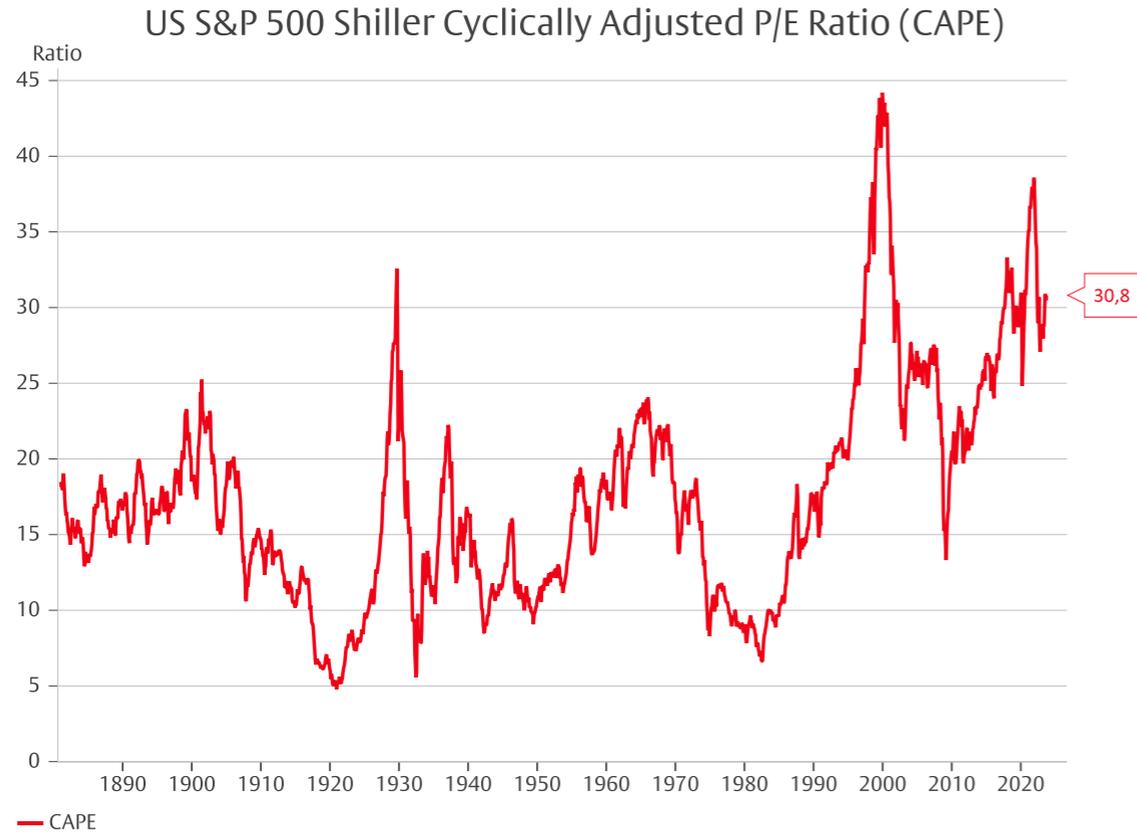
Zentralbankbilanz und Aktienmarkt



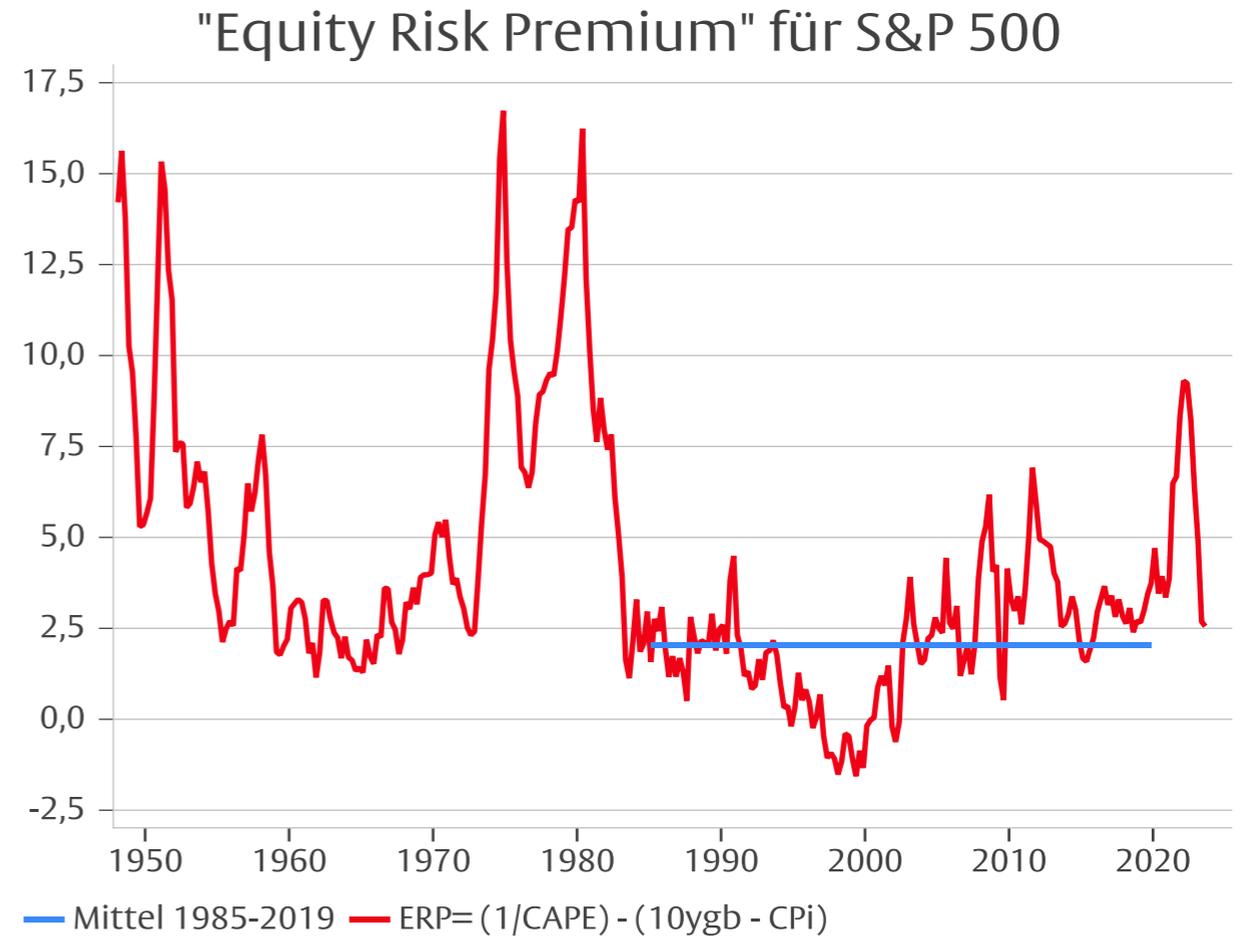
Quelle: Macrobond



Bewertung: Absolut hoch, relativ niedrig



Quelle: Robert Shiller, Macrobond

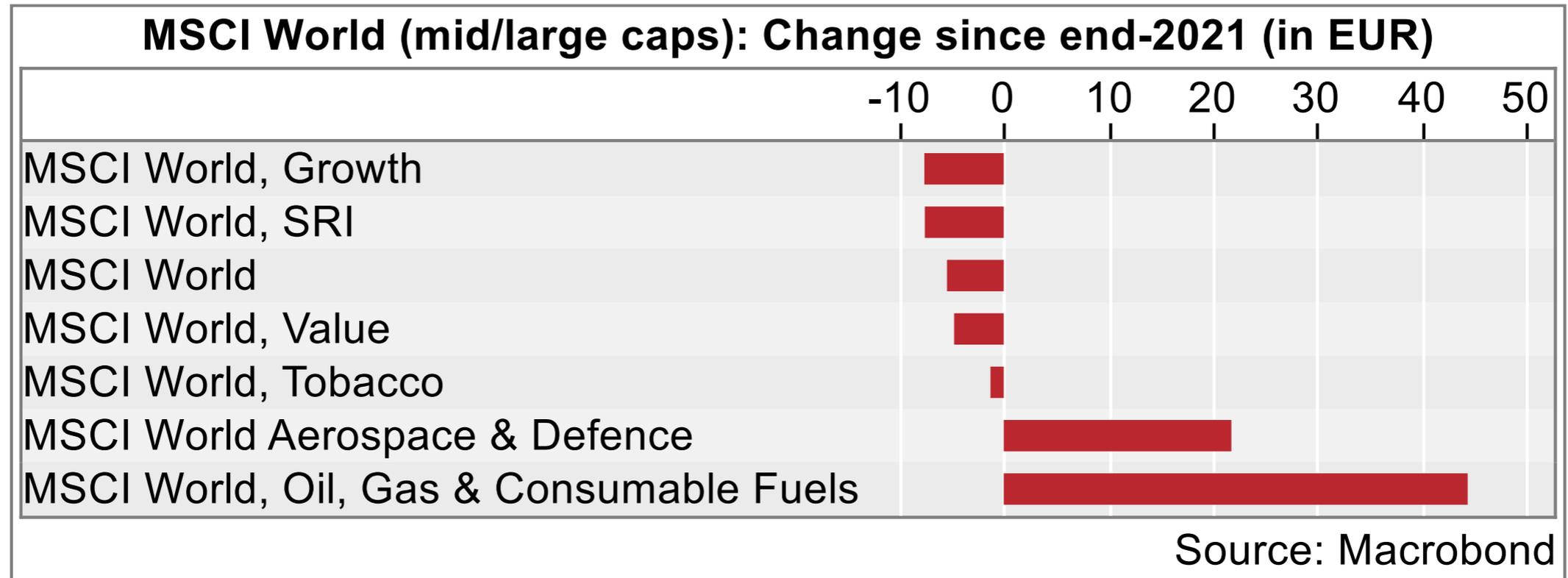


Quelle: Macrobond

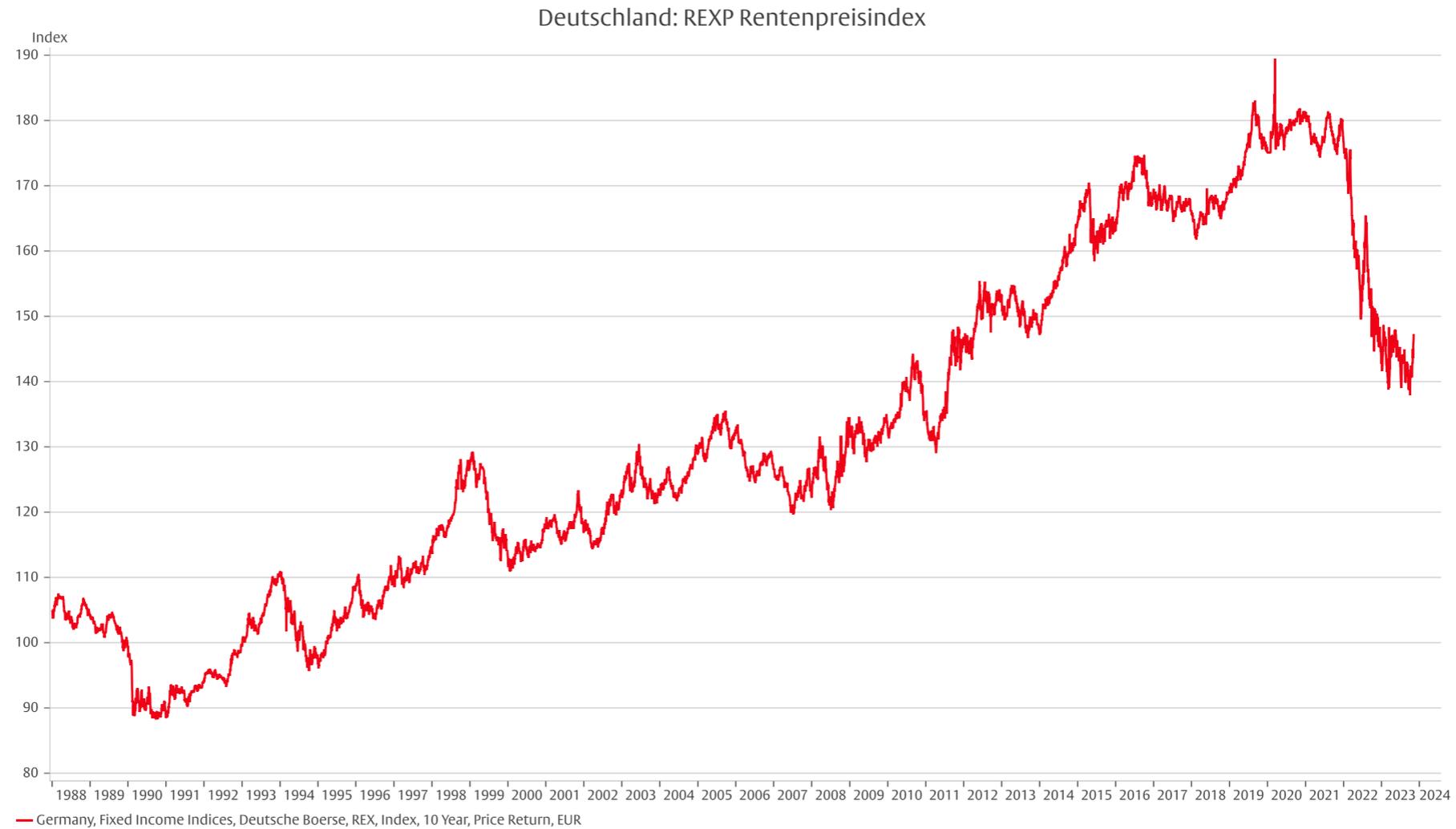


Sin Stocks

Der Begriff der „Sünde“ unterliegt dem Wandel der Zeit



Rentenmarktcrash

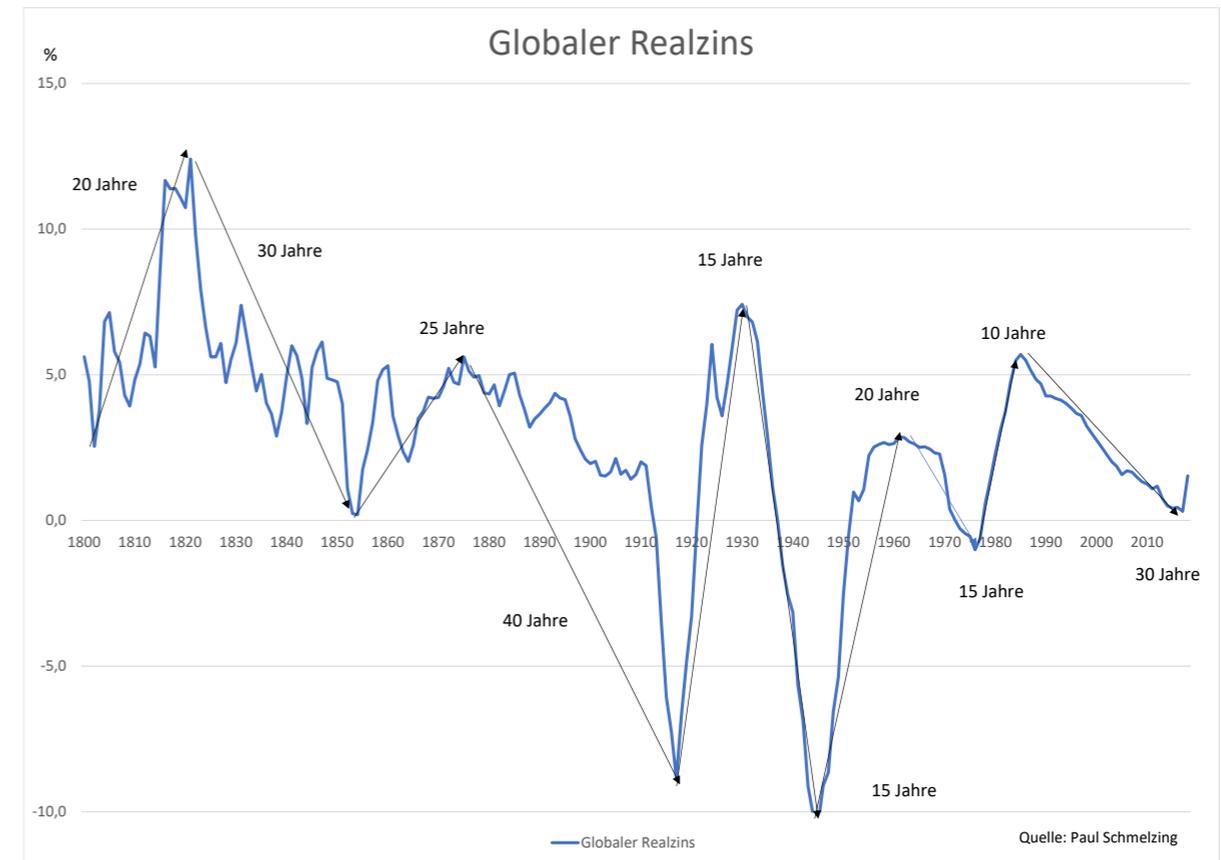
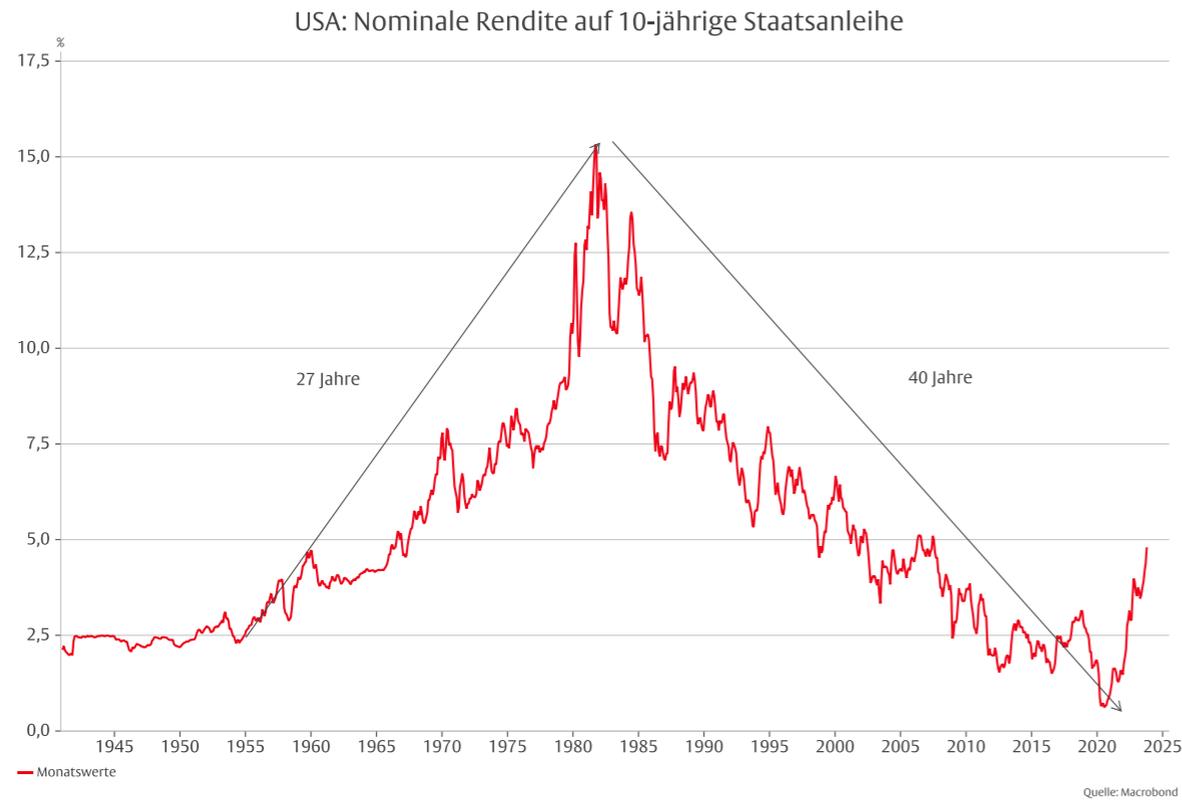


Quelle: Macrobond



Wenn der Bär an den Rentenmarkt kommt...

..dann kann es Jahrzehnte dauern, bis er wieder verschwindet



Geopolitische Risiken

Ukraine Krieg

- Vom geplanten Blitzkrieg zum Abnutzungskrieg
- Europa stärker betroffen als USA
- Anlage in Europa weniger attraktiv als in den USA

China-Taiwan Konflikt

- Man muss mit einem Krieg rechnen
- Sanktionen nach dem Modell Russland wahrscheinlich
- Weltrezession, von der USA weniger betroffen sein werden als Europa
- Anlage in Europa weniger attraktiv als in den USA



Was tun?



Prognosen unter radikaler Unsicherheit

- Diagnose der Problemlage in Form eines ausgereiften, alle bekannten Aspekte berücksichtigenden und in sich konsistenten „Narrativs“ (einer „Erzählung“)
- Aus der inneren Dynamik der Erzählung folgen mehr oder weniger wahrscheinliche künftige Entwicklungen
- Entscheidungen auf Grundlage dieses Narrativs mit dem Bewusstsein, dass es immer wieder durch Überraschungen in Frage gestellt werden kann



Aswath Damodaran

- (1) Entwickeln Sie eine **Erzählung** für das Unternehmen, das Sie bewerten. Dort erzählen Sie Ihre Geschichte darüber, wie sich das Unternehmen im Laufe der Zeit entwickelt.
- (2) Testen Sie die Erzählung, um zu sehen, ob sie möglich, **plausibel und wahrscheinlich** ist. Es gibt viele mögliche Erzählungen; nicht alle sind plausibel, und nur einige wenige sind wahrscheinlich.
- (3) Wandeln Sie die Erzählung in **Werttreiber** um. Nehmen Sie die Erzählung auseinander und schauen Sie sich an, wie Sie sie in Bewertungsinputs einfließen lassen, angefangen bei der potenziellen Marktgröße bis hin zu Cashflows und Risiko. Wenn Sie fertig sind, sollte jeder Teil der Erzählung einen Platz in Ihren Zahlen haben, und **jede Zahl sollte durch einen Teil Ihrer Geschichte untermauert werden**.
- (4) Verbinden Sie die Werttreiber mit einer Bewertung. Erstellen Sie ein immanentes **Bewertungsmodell**, das die Inputs mit einem **Endwert** für das Unternehmen verbindet.
- (5) Halten Sie die **Feedback-Schleife** offen. Hören Sie den Leuten zu, die das Unternehmen besser kennen als Sie selbst, und nutzen Sie ihre Vorschläge, um Ihre Erzählung zu verfeinern und vielleicht sogar zu ändern. Erarbeiten Sie die Auswirkungen **alternativer Erzählungen** auf den Wert für das Unternehmen.



Nachhaltigkeit unter radikaler Unsicherheit

	WBU	TBU	UU
Robust	◆	◆	◆
Robust+ anti-fragil	◆	◆	◆
Resilient	◆	◆	◆

WBU = weitgehend bekanntes Unbekanntes
TBU = teilweise bekanntes Unbekanntes
UU = unbekanntes Unbekanntes



Schaffung nachhaltiger Eigenschaften

Robustheit / Antifragilität: Widerstandsfähigkeit und positive Optionalität

Resilienz:

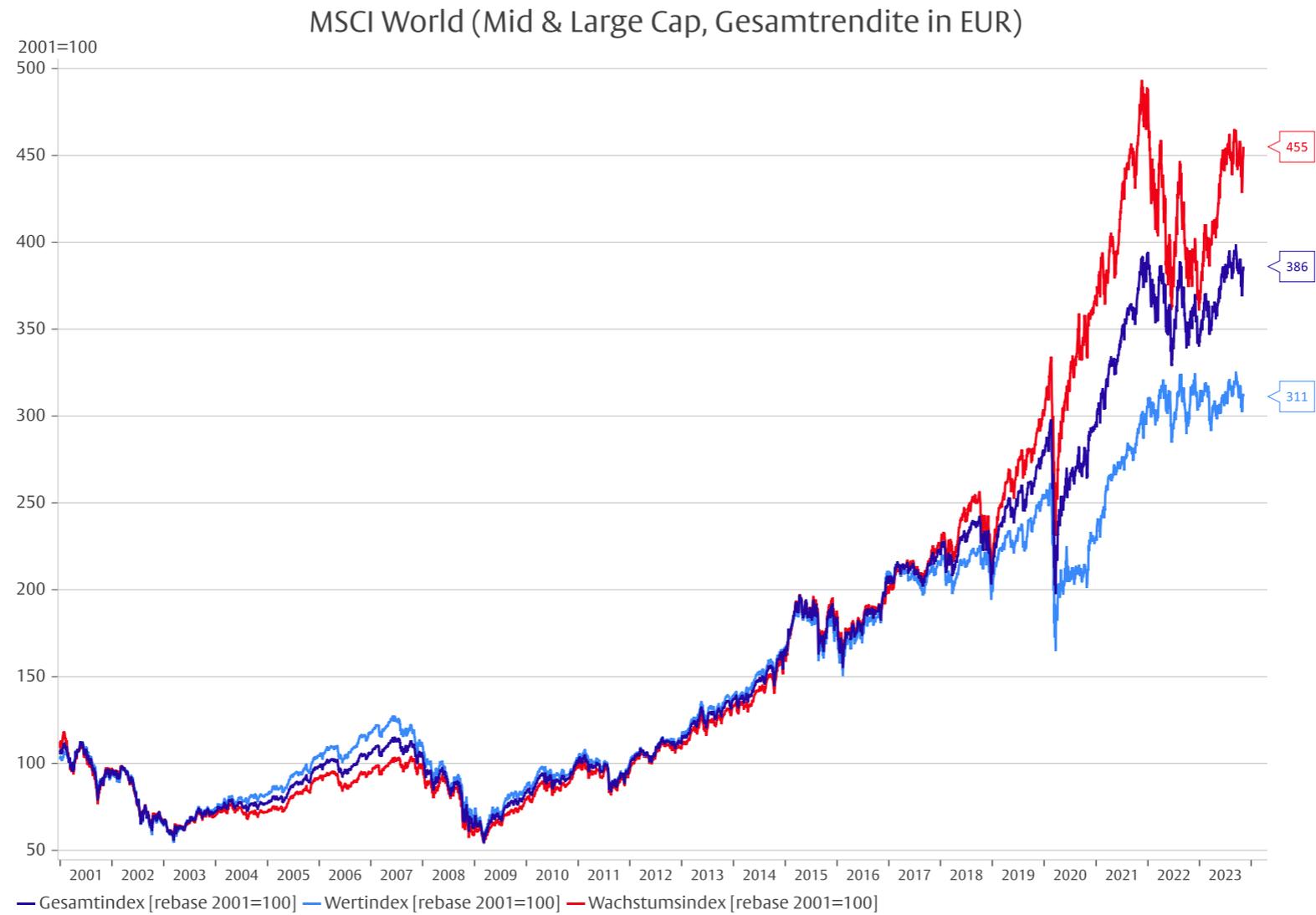
Diversifizierung durch Dezentralisierung und Subsidiarität



Man muss wieder neu anfangen können, wenn man auf dem eingeschlagenen Weg nicht ans Ziel kommt



„Stocks for the long-run“



Quelle: Macrobond



Market timing funktioniert nicht

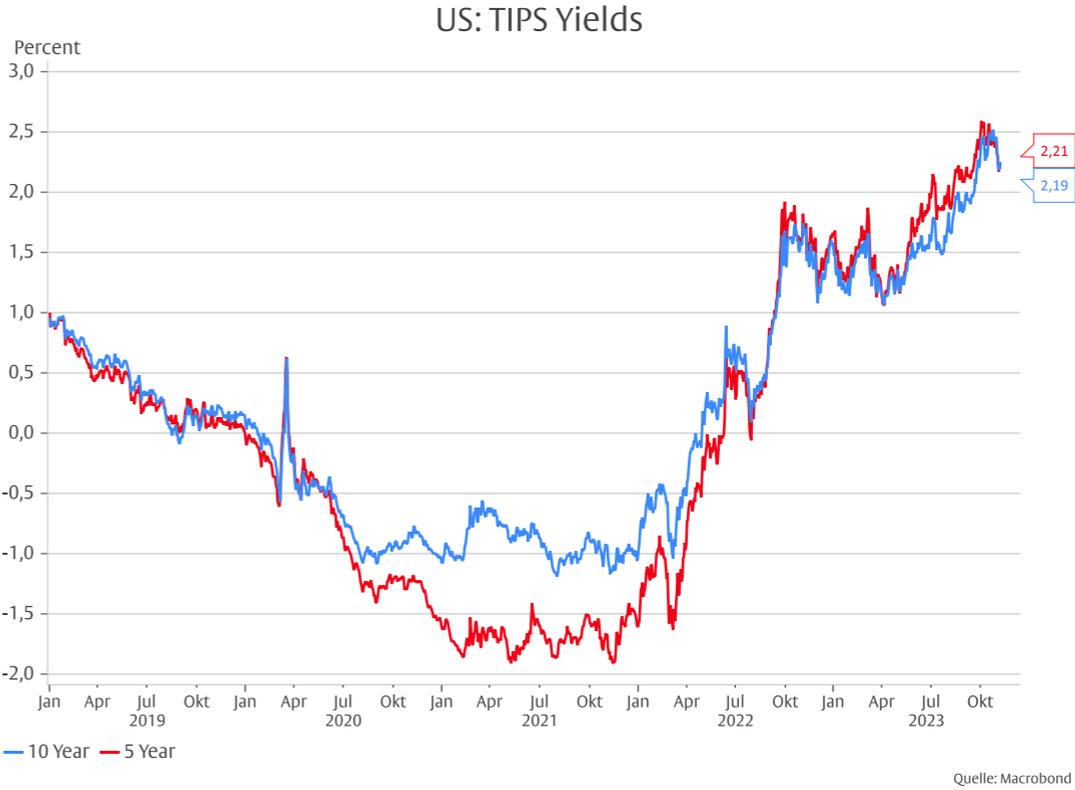
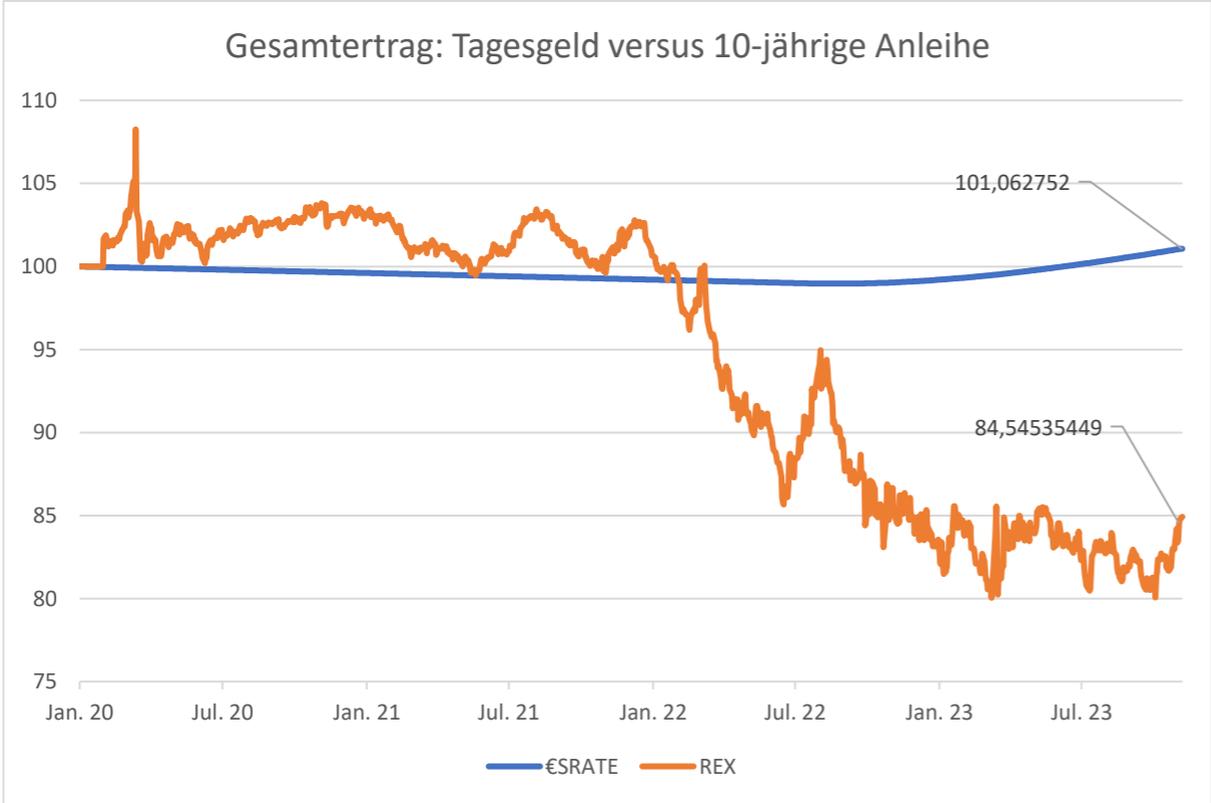
Study: Returns Gap by Category Group
10 Years (1/1/2013 - 12/31/2022)



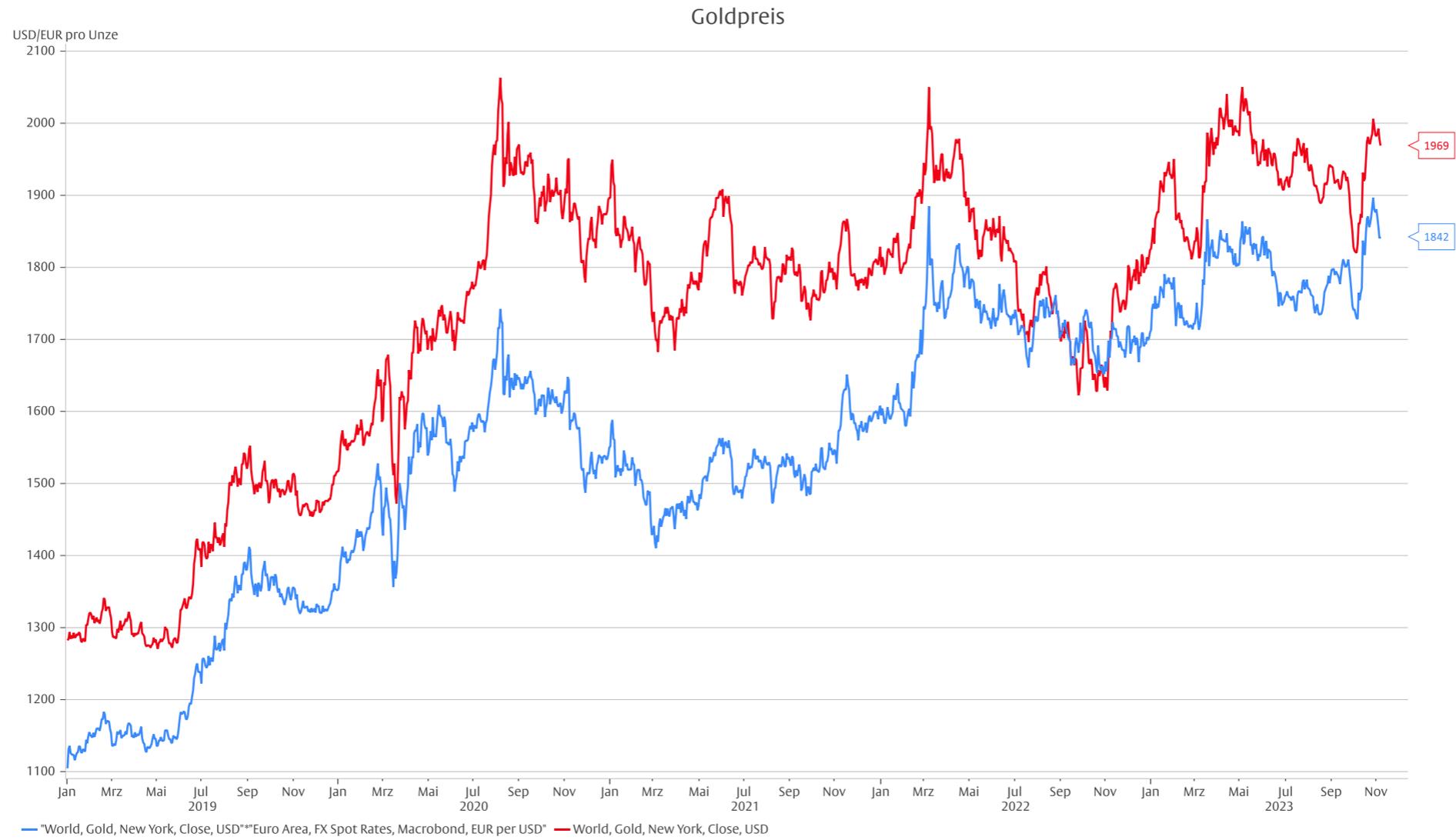
Source: Morningstar. *Mind the Gap* (2023) A report on investor returns in the United States. | Analysis excludes commodities category group because that area's extremely volatile cash flows make it difficult to measure investor returns. Gap numbers may not match differences in returns due to rounding. The study includes investor returns and total returns for both mutual funds and exchange-traded funds. The portfolio-based methodology combines fund flows from a given category or category group, as categorized by Morningstar, into one portfolio to better capture investors' asset-weighted returns. For this study Morningstar uses time-weighted total returns, weighted by asset size, as a benchmark for comparison with investor returns. (The asset-weighted return average weights each fund's return based on its asset size at the end of the month.) Investor returns use dollar-weighted internal rate-of-returns which account for all cash flows into and out of the fund to measure how the average investor performed over time. The difference between investor returns and total returns is referred to here as the gap or investor return gap. For more information regarding the methodology used for this study please refer to the report linked above. These categories are not available for direct investment and performance shown here does not reflect actual investor performance or the expenses of an actual portfolio. Past performance is no guarantee of future results. Investing involves risks, including possible loss of principal. © 2023 Index Fund Advisors, Inc. (IFA.com)



Bond Opportunities



Glanz des Goldes?



Quelle: Macrobond



Die "Liraisierung" des Euro

Wechselkurse ITL per DEM und Gold per EUR



Quelle: Macrobond



Schlussfolgerungen

- Inflation mutiert von akut zu chronisch
- Wachstum (wohl) positiv, aber schwach
- Wachstumsgefälle Asien – USA – Europa
- Geopolitische Risiken lassen USA als sicherer erscheinen als Europa
- Man muss mit neuen Finanzkrisen rechnen
- Man muss mit Staatsentschuldung durch Währungsreform rechnen
- Narrative: Aktien +, Bonds defensiv, Gold+, USD+, robuste Anlagen & Portfolioresilienz



Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.**

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.

© 2023 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

