



DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK

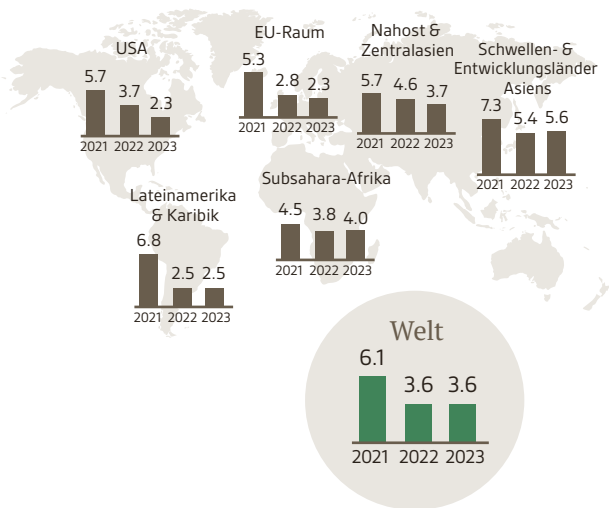


Die Politik bestimmt den Kurs

Die noch zu Beginn des Jahres sich abzeichnende kräftige Erholung in Europa ist durch den Ukrainekrieg erst einmal gestoppt worden. Das Ausmass der konjunkturellen Beeinträchtigung ist zurzeit in keiner Weise absehbar. Angesichts politisch begründeter, weitreichender Embargoforderungen kann selbst eine Rezession nicht völlig ausgeschlossen werden. Auf jeden Fall wiegen die negativen Effekte in Europa viel schwerer als in den USA. Zusätzlich führt die Zero-Covid-Politik der chinesischen Regierung zu rigorosen Shutdowns, die die weltweit immer noch anhaltenden Lieferkettenprobleme verschärfen und die bereits hohe Inflation zusätzlich anheizen.

In dieser Situation richten sich alle Augen auf internationale Wirtschaftsorganisationen. Der jüngste Weltwirtschaftsausblick (WEO) des Internationalen Währungsfonds hat es in sich. So hat der IWF für über 80 % seiner 190 Mitgliedsländer die Wachstumsprognose für 2022 von insgesamt 4,4 auf 3,6% gesenkt. Darüber hinaus geht die Prognose von einem deutlichen Anstieg der Inflation aus, und all dies bei deutlich erhöhtem negativem Risiko. So sollte es niemanden überraschen, wenn der IWF seine Wachstumsprognosen – insbesondere für Europa – in diesem Jahr nochmals nach unten korrigieren würde.

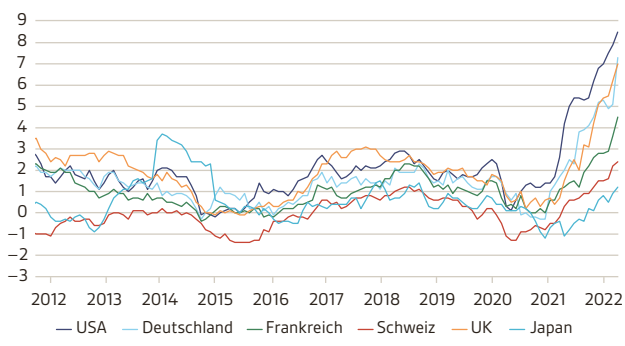
Wachstumsprognosen nach Regionen (prozentuale Veränderung)



Quelle: IMF / World Economic Outlook, April 2022

Die beachtlichen Revisionen hängen mit den wirtschaftlichen Auswirkungen des russischen Einmarsches in der Ukraine zusammen. Der Krieg hat die Versorgung mit Weizen, Mais, Metallen, Gas und Öl unterbrochen sowie die Preise für wichtige Betriebsmittel wie Dünger und Treibstoff in die Höhe getrieben. Preissteigerungsraten von 30 bis 40% im Vorjahresvergleich sind keine Seltenheit. Infolgedessen sind z.B. in Deutschland die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte im März 2022 um über 30% gegenüber dem Vorjahr gestiegen, der höchste Wert seit 1949. Dies treibt auch die Inflation in diversen Ländern auf die höchste Rate seit Jahren.

Inflationszahlen der letzten 10 Jahre (in Prozent)



Quelle: Bloomberg / eigene Grafik

Durch die physische Knappheit und die explodierenden Preise droht zudem weiten Teilen der Bevölkerung in ärmeren Ländern eine Nahrungsmittel- oder gar eine Hungerkrise. Dies dürfte die Spannungen in und zwischen den Ländern aufgrund der erneut weiterwachsenden Ungleichheiten nochmals verschärfen.

Das mittelfristig grössere Problem verbirgt sich jedoch hinter der Prognose für 2023: Der IWF geht nicht davon aus, dass die vorausgesagte deutliche Abwärtskorrektur des globalen Wirtschaftswachstums für 2022 bereits im Jahr 2023 wieder ausgeglichen werde. Vielmehr implizieren die Zahlen des IWF, dass die Weltwirtschaft auch im kommenden Jahr bestenfalls den Status quo vor dem Ukrainekrieg aufrechterhalten kann.

Die von vielen Staaten bislang verfolgte Strategie, das Wirtschaftswachstum vor allem durch eine immer weiter fortschreitende Globalisierung zu fördern, kämpft bereits länger mit zunehmenden Widerständen.

Während die Pandemie Fragen über die Verbreitung und potenzielle Anfälligkeit von grenzüberschreitenden «Just-in-time»-Lieferketten aufgeworfen hat, sollte man sich in Erinnerung rufen, dass Handels- und Investitionsbeschränkungen schon lange vor dem Auftauchen von COVID-19 zugenommen haben.

Der Handelskrieg zwischen den USA und China brachte die Rückkehr zu hohen Zöllen sowie anderen protektionistischen Massnahmen mit sich, die weitreichende Auswirkungen auf die gesamte Weltwirtschaft haben.





Fast scheint es so, als ob sich die Auswirkungen vergangener Versäumnisse in diesem Jahr gebündelt offenbaren. Insbesondere vergangene und anhaltende Vernachlässigungen bei Investitionen in physische Infrastruktur und Humankapital schränken den produktiven Spielraum bei der Bewältigung der auch ohne den Ukrainekrieg erheblichen klimatischen, wirtschaftlichen, finanziellen, institutionellen, politischen und sozialen Herausforderungen unerträglich ein. Geschieht wieder nichts in dieser Hinsicht, ist das Risiko einer mittelfristigen Wachstumsstagnation nicht von der Hand zu weisen.

Ein erneuter Rückgriff auf konventionelle bzw. unkonventionelle geldpolitische Massnahmen verbietet sich nämlich aufgrund der immer stärker steigenden Preise.

Im Gegenteil, die seit Jahren angezeigte, aber unterlassene Normalisierung der Geldpolitik verhindert jetzt die notwendige rasche Rückkehr zu einer weniger expansiven Geldpolitik.

Bei allzu drastischen Zinserhöhungen könnte die Konjunktur abgewürgt werden, und dann wäre eine Rezession unumgänglich. Eine Rezession würde für die westlichen Länder im Moment angesichts der Unwägbarkeiten des Krieges und der in vielen Ländern erneut kräftig gestiegenen Verschuldung der privaten Haushalte, vor allem im Immobiliensektor, ein unkalkulierbares Risiko darstellen. So bleibt nur noch die Fiskalpolitik, zumindest theoretisch. Der Spielraum für fiskalische Massnahmen ist zwar trotz zuletzt stark gestiegener Staatsverschuldung in begrenztem Umfang durchaus vorhanden, nur ist er zwischen den Ländern nicht gleich verteilt. Vor allem ärmeren Staaten fehlt der notwendige fiskalpolitische Spielraum.

Wenn man sich vergegenwärtigt, dass angesichts des Ukrainekrieges die Politik die Wirtschaft bewusst instrumentalisiert und als Waffe einsetzt, dann wird die Frage, ob es letztlich zu einer Rezession kommen wird, nicht von den Zentralbanken, sondern von der Politik entschieden. Die Deutsche Bundesbank hat bereits ausgerechnet, dass ein Boykott russischer Gaslieferungen der deutschen Wirtschaft einen Einbruch von 5% bescheren würde. Das heisst, de facto «darf» es keine Rezession geben, da sonst eine Verschuldungskrise oder gar eine damit verbundene Deflation nicht ausgeschlossen werden kann. Ob sich die Realität daran halten wird?

Entscheidend wird sein, ob die Zentralbanken zumindest versuchen werden, das Heft in der Hand zu behalten und die Preisdynamik entscheidend zu beeinflussen, oder ob sie ihre Hände in Unschuld waschen und sich hinter der Marktentwicklung verstecken. Dies würde letztlich zu grösseren Ausschlägen sowohl bei den langfristigen Zinsen als auch bei den Aktienmärkten führen, da die Märkte in solchen Situationen immer zu irrationalen Übertreibungen neigen.

Noch ein paar Worte zur Schweiz: Diese hat nämlich auch diese Krise bislang sehr gut gemeistert. Nicht zuletzt wegen des starken Pharmasektors zeigt sich die Wirtschaft robust und wegen des starken CHF ist die Inflation mit 2,5% im März deutlich geringer gestiegen als in vergleichbaren Volkswirtschaften. Für den EUR/CHF bedeutet dies bis auf weiteres einen Kurs um die Parität.



Finezia Asset Allocation

Wer hätte zu Jahresbeginn schon ahnen können, was die ersten Monate des neuen Jahres für uns bereithalten? Nebst einem Krieg auf europäischem Territorium, mussten sich Anleger mit anhaltenden Lieferkettenproblemen, rekordhohen Inflationszahlen und rapid steigenden Zinsen auseinandersetzen – eine Kombination, aus der nur wenige Anlageklassen als Gewinner hervorgehen, was sich auch an den Resultaten der ersten Monate zeigt. Nachfolgend also unser Blick nach vorne und unser Ausblick für die verschiedenen Anlageklassen für die nächsten Wochen und Monate.

Obligationen

Welch Fiasko! Es darf wohl mit Fug und Recht behauptet werden, dass das Umfeld für Obligationenanleger noch nie so herausfordernd war wie in den vergangenen Monaten. Zu den äusserst bescheidenen Zinserträgen kamen aufgrund der rapid und teilweise massiv angestiegenen Zinsen noch frappante Kursverluste hinzu. Der Index der ausstehenden Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft, der vermeintlich «sichersten» und «konservativsten» Anlagen, hat im 1. Trimester mehr als 10% (!) verloren. Ein Rekordwert in diesem Jahrtausend. Auch wenn sich die Kurse damit ein wenig normalisiert haben, werden festverzinsliche Wertpapiere weiterhin real stark negative Renditen erwirtschaften (mehr dazu im nächsten Artikel). Wir bleiben hier untergewichtet und sehen weiter keinen Grund, mehr Obligationen zu halten als nötig.

Aktien

Die nach und nach eintrudelnden Gewinnzahlen von Unternehmen für das 1. Quartal des neuen Jahres zeigen, dass viele Unternehmen den hohen Erwartungen standhalten können. Trotz anhaltender Lieferkettenprobleme – die sich aufgrund grossräumiger Lockdowns in China nicht so schnell lösen lassen wie erhofft – sowie geopolitischer Risiken bleiben Aktien langfristig eine attraktive Anlageklasse. Angesichts der hohen Inflation dürfte es jedoch nicht allen Unternehmen gleich gut gelingen, die steigenden Inputpreise

weiterzugeben. Da Anleger in Zeiten wie diesen immer mehr darauf achten werden, welche Unternehmen aufgrund ihrer Marktstellung die Preise anpassen können, ohne auf grossen Widerstand zu stossen, und daher ihre bestehenden Margen beibehalten und ihre (hohen) Gewinne auch in Zukunft erwirtschaften können, wird die Einzeltitelauswahl zunehmend wichtiger. Aktienmarktkorrekturen, die oft in der ganzen Breite geschehen, bieten bei solchen Unternehmen Chancen für selektive Zukäufe. Wir fokussieren uns auf eine geographisch und thematisch diversifizierte Strategie mit einem Augenmerk auf innovative Unternehmen aus zukunftsgerichteten Branchen (Megatrends) sowie Schweizer Dividentitel, die wir weiterhin für unverzichtbar halten.

Alternative Anlagen

In volatilen Zeiten sind alternative Anlagen wie Hedgefonds und Private Equity aufgrund grosser Diversifikationseigenschaften, die durch die teilweise tiefe bzw. nicht vorhandene Korrelation mit anderen Anlageklassen entstehen, als Portfolio-Beimischung grundsätzlich interessant. Deshalb finden wir beispielsweise ausgewählte Hedgefonds als Alternative zu Aktien attraktiv. Diese können sich in beide Richtungen positionieren und somit auch bei möglichen Korrekturen weiterhin positive Renditen erzielen. Die Auswahl ist anspruchsvoll, da aufgrund der teilweise rasanten Korrekturen nicht alle Fonds sich schnell genug adaptieren konnten und so auch diese teilweise von negativen Renditen betroffen waren.

Kryptowährungen sind eine weitere alternative Anlage mit grundsätzlich geringer Korrelation zum Aktienmarkt. Sie verbessern das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios. Aufgrund des sehr volatilen Marktes mit hohen Kursschwankungen empfiehlt sich eine aktive Bewirtschaftung sowie eine massvolle Allokation dieser Anlageklasse.

Edelmetalle

Wie wir bereits mehrfach erwähnt haben, hat Gold eine wichtige defensive Rolle im Portfolio, vornehmlich als Absicherung in Krisenzeiten. Den aufgrund der negativen Realverzinsung vorhergesagten Kursanstieg haben wir im 1. Quartal bereits teilweise gesehen. In CHF gerechnet hat sich der Preis des gelben Metalls bis Ende April um rund 10 % erhöht. Gold gehört für uns als Diversifikation weiterhin in jedes Portfolio, denn das Edelmetall stabilisiert dieses in turbulenteren Zeiten.

Währungen

Der USD hat seit Jahresbeginn gegenüber dem CHF klar zugelegt, während der EUR seitwärts tendiert. Der USD profitiert aktuell von seinem Ruf als Krisenwährung, wir gehen jedoch nicht davon aus, dass dessen Stärke mit Kursen bis an die Parität nachhaltig sein wird. Auf der anderen Seite sehen wir aktuell auch keine grossen Impulse, die den EUR gegenüber dem CHF stärken könnten.

Zinsen – gestern, heute und morgen?

Es war im Jahre 2012, als Ray Dalio, der Gründer einer der grössten Hedgefonds der Welt, an einer Konferenz folgenden Satz äusserte: «The big question is: When will the term structure of interest rate change? That's the question to be worried about.» Auch Investorenlegende Warren Buffett meint, dass bei Aktienbewertungen offensichtlich die Zinssätze der wichtigste Faktor seien. Sein Zitat im Original: «The most important item over time in valuation is obviously interest rates.»

Ebendiese Zinssätze sind kürzlich heftig durchgerüttelt worden. Doch wie ist es dazu gekommen? Was bedeutet dies für Anleger in verschiedenen Anlageklassen? Und wie geht es weiter? Eine kurze Aufarbeitung.

Der ehemalige britische Premierminister Sir Winston Churchill sagte einmal: «The longer you can look back, the farther you can look forward.» Demzufolge muss unsere Spurensuche ganz am Anfang beginnen. Sicher verbürgt sind Zinsen im alten Babylonien. Der Codex von Hammurabi, dem 6. König der 1. Dynastie von Babylon, erlaubte Zinsen ausdrücklich. Jedoch gab es bereits damals einen Höchstzins. Dieser lag z.B. für Gerste bei 33,33%, für Silber bei 20%. Dies zeigt, dass das Kreditrisiko bereits zu früher Zeit im Zinssatz Ausdruck fand, da ein Gerstenkredit aufgrund einer gewissen Ernteausfallwahrscheinlichkeit grundsätzlich riskanter war.

Die nächsten rund 3800 Jahre wurden Zinsen immer mal wieder verboten, erlaubt, beschränkt und wiederum verboten. So erklärte Carolus Magnus, Karl der Grosse, in seinem 789 n. Chr. erschienenen Kapitular «Admonitio generalis» das Zinsverbot als Bestandteil des weltlichen Rechts und das kanonische Recht erklärte Zinseinnahmen als Kapitalverbrechen, gleichzusetzen mit Raub, Brandstiftung oder Prostitution.

Nichtsdestoweniger war über all die Jahre eines gleich: Wenn und falls Zinsen bezahlt wurden, so bekam stets der Gläubiger dieses Entgelt vom Schuldner, aber sicher nicht umgekehrt.

Doch dies änderte 1972, und das ausgerechnet in der Schweiz. Nachdem das Schweizer Volk den «Bundesbeschluss zum Schutz der Währung» mit einer deutlichen Mehrheit angenommen hatte (über 140 Gemeinden schweizweit hatten sogar einen Ja-Anteil von 100%), erliess der Bundesrat eine Verordnung zur Einführung von Negativzinsen auf dem Zufluss ausländischer Kundenguthaben. Dieser betrug vorerst 2 % pro Quartal.





Mit dieser Massnahme sollten der spekulative Zufluss ausländischer Kundengelder sowie die damit verbundene Aufwertung des Schweizer Frankens verhindert werden. Da die Zinsen das Problem der Nachfrage nach Schweizer Franken jedoch nicht lösen konnten, wurde dieser Zinssatz sogar auf bis zu 10 % pro Quartal erhöht. Anfang 1979 wurden die Negativzinsen auf ausländischen Kundenguthaben dann aufgehoben. Die Bemühungen waren umsonst, die Zinsen konnten zu einfach umgangen werden.

Negativzinsen waren wieder Geschichte und das zugrunde liegende Konzept wurde von vielen Ökonomen wieder als etwas Absonderliches abgetan.

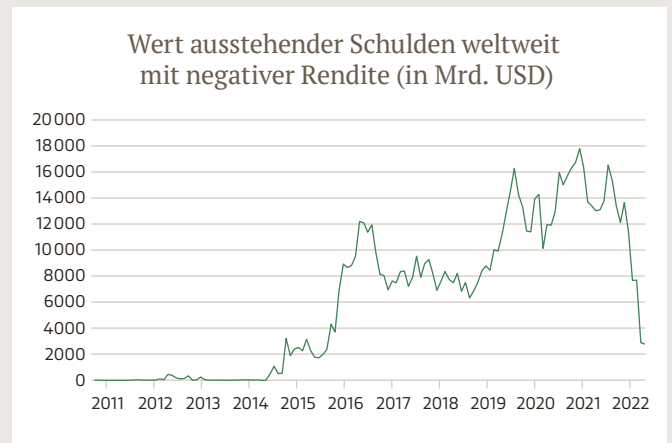
Auch wenn es in Krisenzeiten immer wieder starke Zinssenkungszyklen gab, wie z.B. in den USA, als der Leitzins 2001 zu Jahresbeginn noch bei 6 %, zu Jahresende aber nur noch bei 1,75 % stand oder während der grossen Finanzkrise 2007/2008, als der Zins innert rund eineinhalb Jahren von 5,25 % auf 0,25 % gesenkt wurde, so war eigentlich immer klar, dass es eine Grenze gibt. Diese war fix definiert bei «0».

Noch im ersten Jahrzehnt dieses Jahrtausends war oft der Satz «Zinsen können nicht negativ werden» zu hören. Ein Trugschluss, wie sich bald herausstellen sollte. Es war die dänische Nationalbank, die 2012 den Einlagezins für Kreditinstitute auf –0,2% senkte. Im Jahr 2014 folgte die Europäische Zentralbank und im Folgejahr die Schweizerische Nationalbank.

Ein neues Zinsregime ward geboren. Plötzlich muss der Gläubiger einen Zinsaufwand hinnehmen, während der Schuldner einen Zinsertrag erhält. Man muss Geld bezahlen, damit man Geld verleihen darf. Jahrtausendlang ein undenkbares Szenario.

Dieses Szenario prägte jedoch dann die Geldpolitik in vielen Ländern weltweit über Jahre und Billionen von Schulden wurden von Anlegern im Wissen darin gekauft, dass dies mit einer negativen Rendite

verbunden ist. Im September 2019 rentierten rund 40 % aller weltweit ausstehenden Staatsschulden (ungeachtet der Bonität des Schuldners!) negativ. Der expansive geldpolitische Kurs vieler Notenbanken sowie die Anleihekaufprogramme, die während der Pandemie zusätzlich ausgeweitet wurden, befeuerten diesen Zinsrutsch weiter. Die (angebliche) Risikominimierung im Portfolio war nun wie eine Versicherung ausgestaltet und die negative Rendite war die Prämie dafür. Schöne, neue, surreale Welt.



Quelle: Bloomberg / eigene Grafik

Käufer solcher Anleihen waren insbesondere Notenbanken aber auch Banken, Versicherungen und Pensionskassen, für die solche Instrumente trotz negativer Rendite u.a. aus regulatorischen Gründen oder zur Steuerung von Liquiditätsquoten immer noch Pflicht waren. Wenn man mit Obligationen aber nicht Geld verlieren wollte, musste man zwangsweise mehr Risiko eingehen, also entweder Papiere von Schuldner mit schlechter Qualität kaufen oder aber massiv längere Laufzeiten in Kauf nehmen, was bei einem Zinsanstieg im Gegensatz zu kurzen Laufzeiten wiederum einen höheren Kursrückgang zur Folge hätte. Eine schwierige Situation für Anleger.

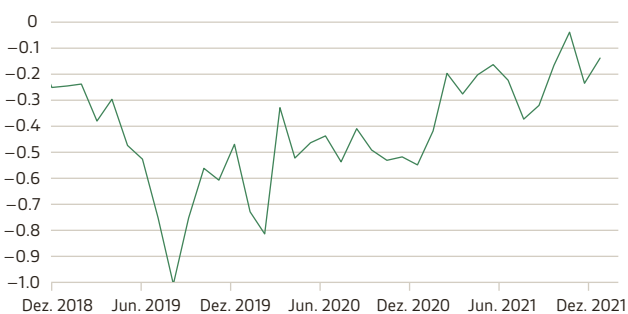
Vorteilhaft war dies für andere Anlageklassen, denn wer Geld verdienen wollte, der musste sich nach Alternativen umsehen. Die hiess in erster Linie: Aktien. Nicht nur boten Dividendenaktien mit ihren regelmässigen Erträgen einen Ersatz für die Zinszahlungen der Obligationen, nein, auch die Bewertungsmodelle für Aktien zogen ihren Vorteil aus den niedrigeren Zinsen. Wir erinnern uns an Warren Buffett und seine Aussage über die Wichtigkeit der Zinsen für die Aktienbewertung. Niedrige Zinsen sind also sicherlich kein Nachteil für Aktieninvestments.

Aber was ist mit Gold? Der Zusammenhang zwischen Goldpreis und Zinsentwicklung wird deutlich, wenn man sich vor Augen führt, was das Hauptziel eines Investors ist: Gewinn. In Zeiten hoher Zinsen können Gewinne mit relativ geringem Risiko auch mit dem Kauf von Obligationen guter Schuldner erzielt werden. Zudem sind dort laufende Erträge – die (meist jährlichen) Zinszahlungen – zu erwarten. Anlagemöglichkeiten, die keine laufenden Erträge einbringen, wie eben z.B. Gold oder Edelmetalle allgemein, sind dann weniger gefragt und der Preis sinkt. Somit kann man bis zu einem gewissen Grad von einer wechselseitigen Wirkung von Zinsen und Goldpreis ausgehen. Auch wenn hier noch viele andere Faktoren zu beachten sind.

Quartal für Quartal hat auch der Finezianer gepredigt, dass man mit Obligationen auf lange Frist kein Geld verdienen kann. «Unattraktiv» war das stets wiederkehrende Wort seit der ersten Ausgabe des Finezianers vor mehr als drei Jahren.

Dabei passierte in diesen drei Jahren nicht wirklich viel, zumindest im Nachhinein betrachtet. Als Corona mit voller Wucht einschlug, reagierte die Federal Reserve (Fed) in den USA zwar ziemlich schnell mit einer heftigen Zinssenkung. Doch im Euro-Raum wie auch in der Schweiz waren die Zinsen bereits negativ, der Effekt marginal. Eine 10-jährige Staatsanleihe von Deutschland rentierte Anfang 2020 rund $-0,25\%$ p.a., Mitte 2020 als der erste Corona-Schock vorbei war, betrug diese Rendite $-0,4\%$ p.a. In der Schweiz lauten dieselben Zahlen $-0,5\%$ p.a. per Anfang 2020 bzw. $-0,4\%$ p.a. per Mitte 2020.

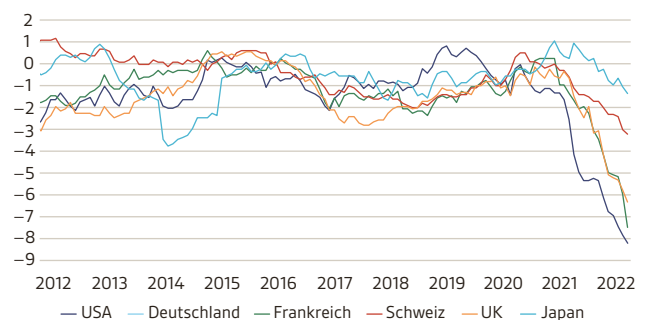
Nominalrenditen 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen in Prozent (2019 – 2021)



Quelle: Bloomberg / eigene Grafik

Courant normal also, man hatte sich daran gewöhnt. Doch plötzlich rückte wieder eine andere Kennzahl in den Fokus: die Inflation. In den USA, dem weltweit wichtigsten Finanzmarkt, blieb diese seit Dezember 2011 jeden Monat ausnahmslos unter 3%. Dieser Wert wurde im April 2021 mit 4,2% erstmals seit fast 10 Jahren überschritten. Waren Optimisten zuerst noch überzeugt, dass dies nur ein temporäres Phänomen sei, so wurde auch dies schnell widerlegt. Die Inflation stieg innert Jahresfrist auf bis zu 8,5%, den höchsten Wert seit 1981! Courant normal war also nicht mehr haltbar. Mit der Inflation stiegen auch die Zinsen rasant an. Das Problem dabei: Die Zinsentwicklung vermag nicht mit der Inflation Schritt zu halten und die reale Verzinsung (Nominalzins minus Inflation) wird trotz höherer Zinsen noch tiefer.

Realzinsen der letzten 10 Jahre in Prozent (Leitzinsen Zentralbank minus Inflation)



Quelle: Bloomberg, Bank for International Settlements / eigene Darstellung

Aktuell wird die Inflation durch die Folgen des Krieges in der Ukraine sowie den damit verbundenen Sanktionen noch weiter angeheizt. Auch die strikten Lockdowns in China, die eine Verschärfung der Lieferkettenproblematik (siehe letzte Ausgabe des Finezianers) zur Folge haben, sind einer geringeren Inflation nicht zuträglich.

Um der Inflation Einhalt zu gebieten, sind Zinserhöhungen ein probates Mittel, auch wenn umstritten ist, inwieweit bei einer angebotsbedingten Inflation, also der Form der Inflation, bei der das allgemeine Preisniveau durch gestiegene Kosten der Unternehmen (z.B. höhere Rohstoffkosten oder höhere Lohnkosten) nach oben gedrückt wird, Zinserhöhungen überhaupt hilfreich sind.

Vereinfacht gesagt, führen jedoch höhere Zinsen zu einer höheren Sparrate. Demzufolge wird weniger ausgegeben. Dies führt zu einem langsameren Wirtschaftswachstum und die Inflation fällt.

Doch was ist denn nun das plausibelste Zinsszenario für die nächsten Monate? Die amerikanische Fed hat den Zinserhöhungszyklus im März dieses Jahres gestartet und am 4. Mai zum ersten Mal seit dem Jahr 2000 (!) die Zinsen gleich um 50 Basispunkte erhöht. Mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit wird dies (mindestens) noch ein zweites Mal geschehen. Dies wäre dann das erste Mal seit 1994, dass zwei solche Zinserhöhungen in einem Jahr vorgenommen werden. Einige Fed-Mitglieder haben kürzlich erwähnt, dass auch eine



Zinserhöhung um 0,75% in naher Zukunft möglich wäre, dieses Szenario ist jedoch gemäss dem Vorsitzenden der Fed, Jerome Powell, aktuell nicht angedacht.

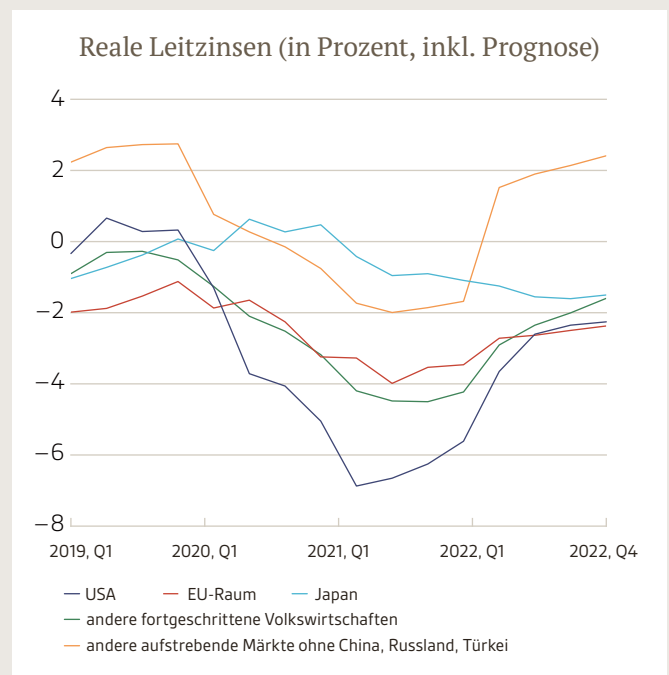
In Europa sieht die Sache hingegen ein wenig anders aus, da es doch beträchtliche Unterschiede zwischen den USA und Europa gibt:

- Die US-Wirtschaft ist näher an ihrer vollen Auslastung, so dass das Inflationsrisiko höher ist.
- Die Inflation in den USA ist bereits auf ein höheres Niveau angestiegen.
- Die USA sind weiter vom Ukrainekrieg entfernt und ihre Wirtschaft daher durch diesen weniger gefährdet.
- Die USA sind selbst ein wichtiger Ölproduzent, weswegen Preiserhöhungen sie weniger empfindlich treffen.
- Die Arbeitslosigkeit in den USA ist weitaus geringer. Dieser Umstand hat zu zusätzlichen Lohnerhöhungen geführt.

EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat kürzlich angekündigt, die milliarden schweren Anleihenkäufe der Zentralbank schneller auslaufen zu lassen, «mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem frühen Zeitpunkt im 3. Quartal, wahrscheinlich im Juli 2022». Dies sei dann auch der Zeitpunkt, «sich die Zinsen und eine Erhöhung derer anzuschauen». Die Zinssätze in Europa sind immer noch sehr niedrig – und zwar so niedrig, dass sie das Wirtschaftswachstum stimulieren.

Wir sehen grundsätzlich drei Phasen: In Phase 1 werden die Anleihenkäufe sowie die damit verbundene Geldschöpfung beendet. In Phase 2 werden Zinssätze auf ein Niveau angehoben, das die Wirtschaft weder stimuliert noch bremst. Dieses Niveau zu finden ist allerdings eine schier unmögliche Aufgabe. Erst in Phase 3 werden die Zinssätze weiter angehoben, um die Inflation in Schach zu halten – falls dies dann überhaupt noch erforderlich ist. Zum jetzigen Zeitpunkt befindet sich die EZB in Phase 1, während die Fed bereits in Phase 2 ist. Für die EZB erwarten wir konkret Folgendes: Im Juli werden die Anleihenkäufe beendet und gleichzeitig ein erster Zinsschritt von 0,25% vorgenommen. Ein oder zwei weitere Schritte werden noch 2022 folgen.

Jedoch dürfte auch dies nicht ausreichen, um von negativen Realzinsen wegzukommen. So zumindest die aktuellen Projektionen des Internationalen Währungsfonds (IWF):



Quelle: World Economic Outlook / IWF, April 2022

Im Moment scheint also einzig gesichert, dass die Zinsen in den USA weitersteigen werden und auch die Europäische Zentralbank bald mit Zinserhöhungen beginnt. Die grosse Frage wird jedoch sein, wie die Inflation und somit die Realzinsen sich verhalten werden. Hier gibt es im Moment (zu) viele mögliche Optionen. Auch wenn wir Jahrtausende zurückschauen können und wissen, wie sich die Zinsen entwickelt haben, so müsste uns auch Winston Churchill wohl zugestehen, dass dies nicht reicht, um wirklich weit in die Zukunft schauen zu können.