

AUF DER ACHTERBAHN

Die grassierende Inflation zwingt die Notenbanken zu einer Kehrtwende in ihrer Geldpolitik. In der Vergangenheit waren Zinswenden immer von längeren Phasen erhöhter Unsicherheit begleitet. Vorsicht und gute Nerven sind gefragt.

Wirft man einen wasserdichten, beschwerelten Sprengsatz mit Dynamit in fischreiche Gewässer und bringt diesen zur Explosion, so tauchen nach und nach betäubte Fische an der Wasseroberfläche auf, die von Fischern ohne viele Mühen eingesammelt werden können. Gleichzeitig werden Organismen und die Natur unter Wasser zerstört, ohne dass man es von oben sehen kann. Deshalb ist diese in der Nachkriegszeit auch in Europa noch übliche Praxis der Fischerei in den meisten Ländern der Welt zu Recht verpönt und verboten, auch wenn sie in Entwicklungsländern Südostasiens, Afrikas und der Karibik trotzdem noch recht verbreitet ist.

Die offensichtlich grobschlächtige Methode der Dynamitfischerei hat den bekannten Marktanalytiker Charles Gave, Mitgründer der Research-Boutique Gavekal, unlängst zu einem Vergleich mit Auswirkungen von Zinserhöhungen der Zentralbanken inspiriert: Zuerst tauchen kleine Fische «belly-up» an der Wasseroberfläche auf und erst einige Zeit später die grösseren. Als Beispiele für letztere nennt er den Zusammenbruch der Franklin National Bank 1974, die Zahlungsunfähigkeit Mexikos 1982 und Russlands 1998 sowie den Kollaps

von Lehman Brothers 2007. All diesen Ereignissen waren längere Zinserhöhungszyklen der US-amerikanischen Notenbank Fed vorausgegangen, die ein paar Jahre vorher begonnen hatten.

Bereits heute ist klar, dass 2022 als das Jahr einer grossen Zinswende in die Geschichte eingehen wird. Das Fed erhöhte die US-Leitzinsen bereits drei Mal: Im März von 0.25% auf 0.50%, Anfang Mai auf 1% und Mitte Juni gleich auf 1.75%. Überhaupt war der Juni ein Monat der Zinserhöhungen: Die Notenbanken von Australien, Brasilien, Chile, Grossbritannien, Indien, Kanada, Norwegen, Polen, Tschechien, Ungarn, Saudi-Arabien, und – last but not least – der Schweiz erhöhten in den letzten vier Wochen die Zinsen teilweise markant. Im Falle der Schweizerischen Nationalbank ist es bemerkenswert, dass der Zinsschritt mit 50 Basispunkten (auf -0.25%) nicht nur deutlich ausfiel, sondern auch vor einer Anhebung der Zinsen der Europäischen Zentralbank (EZB) stattfand. Vieles spricht dafür, dass die Zinserhöhungen weitergehen werden – angesichts der stark gestiegenen Inflationsraten bleibt den Notenbanken vorerst auch kaum etwas anderes übrig. Dies gilt wohl auch für die bislang grösste Abwesende der Zinswende, die EZB.

Fahren auf Sicht

Mitte Februar 2022, also noch vor dem Einmarsch Russlands in die Ukraine, publizierte das Wirtschaftsmagazin «Economist» ein einprägsames Titelbild: Eine Achterbahn, die sich hoch in einen strahlend blauen Himmel erhebt und dann rasant in den Tiefen eines Nebelmeers hinabrauscht.

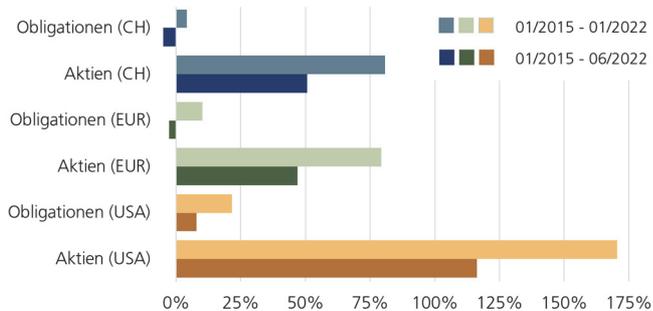


Die Frage dazu lautete: Was passiert, wenn die Märkte einbrechen? Und weiter: Wird das Finanzsystem allfällige Schockwellen absorbieren können oder wird es sie gar noch vergrössern?

Tatsächlich herrscht schon seit Herbst 2021 Unsicherheit an den Finanzmärkten. Und seit Anfang 2022 gleichen die Kursbilder mehr und mehr einer wilden Achterbahn mit einem deutlichen Trend nach unten, gepaart mit einer stark abnehmenden Visibilität. Die Auswirkungen der Kurskorrekturen zeigen sich inzwischen auch in den längerfristigen Performances von liquiden Anlagen. Da in Finanzkrisen vielfach eine Periode von sieben Jahren als langfristig bezeichnet wird, haben wir in unserer Grafik die 7-Jahres-Renditen wichtiger Obligationen- und Aktienindizes zwischen 2015 und 2021 und die Auswirkungen der Verluste seit Anfang 2022 abgebildet. Was dabei besonders auffällt ist, dass Anlegerinnen und Anleger mit Obligationen in Schweizerfranken (kumuliert -5%) und Euro (-2.8%) inzwischen auch langfristig Geld verlieren – und das nominal, also vor Inflation.

KUMULIERTE LANGFRISTIGE PERFORMANCE SEIT JANUAR 2015

ZINSWENDE ÜBERALL SPÜRBAR



Quelle: Bloomberg US Government 10 Year Term Index TR, Germany Govt. 7-10 Year TR und Swiss Bond Index SBI Domestic Govt. 7-10 TR. SMI, Euro Stoxx 50, S&P 500. Kumulierte Performance in Lokalwährung.

Trotz der bewegten Zeiten sind systemgefährdende Schockwellen 2022 bislang ausgeblieben. Zumindest Banken erscheinen auch aufgrund der verstärkten Regulierung und gestiegenen Kapitalanforderungen sicherer als vor der grossen Finanzkrise ab 2007. Gefahr droht inzwischen eher aus dem Bereich der Schattenbanken, also von ausserhalb des regulierten Finanzsystems – etwa beim automatisierten Hochfrequenzhandel über Fonds

oder nicht regulierte, digitale Kanäle. So wird laut «Economist» heute bei Aktien in den USA ein 3,8-mal höheres Volumen gehandelt als noch vor 10 Jahren. Sicher hat das billige Geld viele Investoren zu mehr Risiko animiert, als es ihr Profil eigentlich verträgt. Und es wurden immer innovativere Wege für die Nutzung von Fremdkapital zum Hebeln von Kapitaleinsatz gefunden, die den Test einer grossen Finanzkrise noch nicht bestanden haben. Um beim Bild der Achterbahn zu bleiben, könnten wir es mit einem immer schnelleren Zug zu tun haben, der auf einem veralteten Unterbau unterwegs ist.

Die Eurozone als grosser Fisch

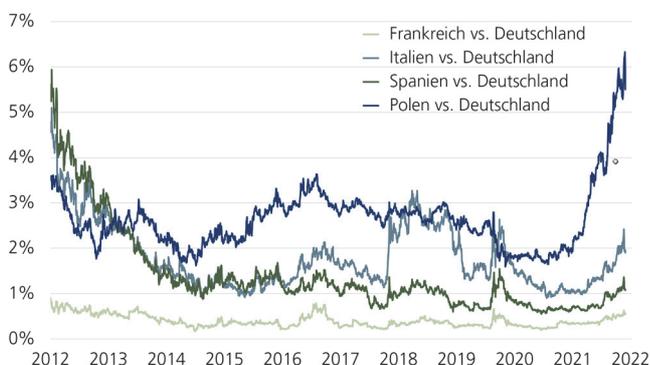
In den letzten Wochen zeigten die Jahresrenditen in den verschiedensten Anlageklassen tiefer Zahlen: Die bedeutenden Aktienindizes lagen Ende Juni zwischen 15% (SMI) und 30% (Nasdaq) im Minus, 10-jährige US-Staatsanleihen verloren um die zehn Prozent, ebenso wie der Index für schweizerische Immobilienaktien. Fast überall galt das, was im Fachjargon als «nowhere to hide» bezeichnet wird. Ausnahmen gab es vor allem bei Rohstoffen und Energie sowie bei allem, was nahe beim Cash liegt. Immerhin sind auch die ganz grossen Bewegungen bei den wichtigen Währungen bislang ausgeblieben. Insgesamt gilt, dass die Stabilität der Finanzmärkte trotz der ungemütlichen Lage – anders als etwa 2007 oder auch 2020 – vorerst nicht in Frage gestellt wurde. Echte Panik, auch «Kapitulation» genannt, hat es 2022 noch nicht gegeben. Oder, anders gesagt: Grosse Fische sind bislang nicht an die Oberfläche gekommen.

Abgesehen von den oben aufgezeigten Risiken im Bereich Schattenbanken, Hochfrequenzhandel und übermässiger Verschuldung im Finanzsystem erscheint auch eine alte Bekannte wieder auf der Liste der Sorgenkinder in turbulenten Zeiten: Die Eurozone. Vor ziemlich genau zehn Jahren, am 26. Juli 2012, sagte der damalige Präsident der Europäischen Zentralbank (und heutige Ministerpräsident Italiens) seine berühmten Worte zur Rettung des Euro: «Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro.» Diese Worte wirken bis heute und die Märkte vertrauen darauf, dass es die EZB richten kann und



wird. Dies zeigt auch unsere Grafik: Die Renditeaufschläge für französische, spanische und italienische 10-jährige Staatsobligationen gegenüber ihren deutschen Pendanten gingen 2012 deutlich zurück und blieben seitdem weitgehend unter Kontrolle. Unklar ist, ob sich nun eine Trendwende abzeichnet. Ein Indiz könnten deutlich steigende Risikoprämien für polnische Staatsanleihen sein – immerhin eines der fünf bevölkerungsreichsten Länder der EU, wenn auch nicht Euro-Mitglied.

RENDEITEAUFSCHLÄGE VON 10-JÄHRIGEN STAATSOBLIGATIONEN IN EUROPA STEIGT DER DRUCK



Quelle: Bloomberg, Daten für 26.07.2012-23.06.2022.

Fest steht, dass die grassierende Inflation auch die Lage in Europa fundamental verändert. Erstmals seit vielen Jahren sind Zinserhöhungen dringend nötig. Diese bringen hoch verschuldete Staaten in Schwierigkeiten und werfen erneut Fragen zu der mit wesentlichen Konstruktionsfehlern behafteten Währungsunion auf. Nicht umsonst hat sich der EZB-Rat am 15.6. zu einer Krisensitzung getroffen und will gegen eine «Fragmentierung» kämpfen. Im Klartext bedeutet das den Kauf von mehr Staatsanleihen hochverschuldeter Mitgliedsstaaten durch die EZB, um sie vor Schieflagen zu bewahren. Zwar wäre eine Wette auf ein Auseinanderbrechen des Euro weiterhin sehr gewagt, dennoch blickt die Finanzwelt wieder einmal mit Argusaugen auf Europa. Das geht so weit, dass Gavekal die Eurozone als den Walfisch bezeichnet, der beim Dynamitfischen an die Oberfläche kommen könnte. Das mag übertrieben sein. Dennoch spricht einiges dafür, dass der Euro mindestens auf dem Weg zu einer immer weicherer Währung ist.

Vorsichtiger ins zweite Halbjahr

Im Sommer 2020 haben wir uns unter dem Titel «Anker Realwerte» mit grossen Bärenmärkten der letzten vierzig Jahre befasst. Zwischen Absturz und Erholung dauerte es zwischen etwa vier Monaten (2020) und knapp fünf Jahren (2000). Bei aller Zuversicht und Überzeugung in Bezug auf die langfristige Überlegenheit von Anlagen in Aktien und Realwerten könnte uns nun eine längere Periode gesteigerter Unsicherheit erwarten. Eine Achterbahnfahrt mit eingeschränkter Visibilität ist nichts für schwache Nerven – und erst recht nichts für Anleger, die aufgrund von Verpflichtungen oder anderen Umständen einen kurzen Zeithorizont haben. Diese sollten Markterholungsphasen nutzen, um das Risikoprofil anzupassen. Illusionen sollte man sich aber keine machen: In solchen Zeiten gibt es keine sicheren und einfachen Lösungen.

Im Juni 2020 liess sich der heute noch amtierende Chef der amerikanischen Fed wie folgt zitieren: «We're not even thinking about thinking about raising rates». Wer hätte damals gedacht, dass wir nur zwei Jahre später in einer komplett spiegelverkehrten Welt leben würden? Und auch heute kann niemand wissen, wie die Welt angesichts der ökonomischen, geostrategischen, monetären, klimapolitischen und sonstigen Herausforderungen in zwei Jahren aussehen wird. Sollten in der Zwischenzeit grössere Fische «belly-up» auftauchen, werden es die Zentralbanken, so Meinung vieler, wieder versuchen, mit Liquiditätsspritzen einzuschreiten. Trotz Zinswende kann das jedoch noch einige Zeit dauern und es ist offen, ob billiges Geld auch dann wieder beruhigend wirkt.

Ähnlich wie das Fischen mit Sprengstoff ist Zentralbankpolitik keine Feinmechanik und kann nur mit grobschlächtigen Mitteln arbeiten – erst recht in Zeiten grosser Veränderungen. Angesichts dessen ziehen wir es vor, in den Portfolios etwas vorsichtiger zu agieren und vorerst nicht wieder bis zur strategischen Aktienquote nachzukaufen. Gleichzeitig sind wir weiterhin davon überzeugt, dass Qualitätsaktien in jedes langfristig ausgerichtetes Portfolio gehören, Achterbahn hin oder her.

—

IA, 30.06.2022



IST VOLCKER-ZEIT?

Wer die 70er und 80er Jahre des letzten Jahrhunderts bewusst erlebt hat, erinnert sich gut an die Zeitenwende, die 1979 mit der Wahl von Paul Volcker zum Vorsitzenden der US-Notenbank Fed eingeläutet wurde. Die USA lagen buchstäblich am Boden: Man hatte den unseligen Vietnamkrieg schändlich verloren, war unter peinlichen Umständen aus Teheran vertrieben worden, litt unter schwachem Wachstum infolge allzu aktiver Geld- und Fiskalpolitik, und die Jahresteuern erreichte Anfang 1980 zeitweise fast 15%. Mit dem neuen Präsidenten Ronald Reagan begann sich das Land aufzurichten, notwendige Strukturreformen wurden an die Hand genommen und die fatalistische Mentalität der 1970er-Jahre aus den Köpfen vertrieben. Bis das Gift allzu lockerer Geldpolitik aus dem Finanzsystem herausgequetscht war, brauchte es allerdings beinahe zehn Jahre. Vor allem aber brauchte es einen Fed-Gouverneur, der ohne Rücksicht auf Anschuldigungen von beinahe allen Seiten und mit bewundernswerter Sturheit seine neue, an monetaristischen Prinzipien ausgerichtete Geldpolitik durchzog. Hohe Zinsen – der Leitzins lag zeitweise bei 20 Prozent – würgten die Wirtschaft zunächst ab, um sie nach Jahren bitterer Ernüchterung auf eine gesündere Basis zu stellen. Volcker-Time bedeutet konjunkturrell «Blut, Schweiß und Tränen».

Es ist die letzte Gelegenheit, den US-Dollar als Weltwährung zu retten.

Angesichts der Überhitzung der US-Wirtschaft nach dem Ende der Pandemie und der jahrzehntelang geübten Akkommodation der Finanzmärkte durch billiges und nochmal billigeres Geld («die Notenbank wird es schon richten»), stellt sich die Frage, ob der heutige Fed-Gouverneur Powell in die Fussstapfen Volckers treten und seine restriktive Geldpolitik weiter durchziehen wird. Politologen und Finanzanalysten, ja vermutlich auch ein wesentlicher Teil der Marktakteure glauben das nicht. Sie gehen davon aus, dass Powell beim ersten

echten Gegenwind aus Washington oder Wall Street einknicken und die Zinsen bald wieder senken könnte. Er sei nicht vom charakterlichen Format Volckers, kein echter Fachmann, und darüber hinaus bestünden Abhängigkeiten des Fed gegenüber den Finanzmärkten infolge hoher Obligationenbestände, so die Meinung. Auch könne sich Powell auf keine politische Kraft stützen, weil beide Parteien dem süßen Gift tiefer Zinsen längst unterliegen.

Ich komme, nach reiflicher Überlegung, zu einem anderen Schluss: Powell und das Fed werden ihre neue Geldpolitik durchziehen, und zwar auch mittel- und langfristig. Denn es ist die letzte Gelegenheit, den US-Dollar als Weltwährung zu retten und die einmalige Attraktivität des amerikanischen Kapitalmarkts (und mithin der amerikanischen Wirtschaft) zu erhalten. Andernfalls wird der Dollar zu einer «me-too-Währung» à la Euro oder brasilianischem Real – mit unabsehbaren Folgen für die Finanzierung von Staat und Wirtschaft der USA.

In den USA bestimmen drei wesentliche Kräfte das Geschehen: Washington, die Wall Street und eine Gruppe von «Vernünftigen» in Finanzministerium, IRS, einigen Banken, Industrieunternehmen, der Armee und bei den Sicherheitsbehörden. Dieses «unsichtbare Backbone» wird von den meisten Beobachtern übersehen, hat aber bisher noch jede Administration überlebt und zu meist spät, aber rechtzeitig für Ordnung gesorgt. Die gegenwärtige Schwäche Washingtons und das absehbare Patt nach dem kommenden Zwischenwahltermin spricht dafür, dass ein solcher Zeitpunkt gekommen ist, zumal die USA auch geopolitisch zu einer kraftvolleren Position gegenüber China und Russland finden müssen. Das «unsichtbare Backbone» wird Powell den Rücken stärken, mag die Wall Street noch so laut aufheulen.

Noch etwas: Falls ich recht habe, wird sich die EZB warm anziehen müssen. Der Zusammenbruch des Euro-Systems könnte der Preis für die Wiedererstarkung des US-Dollars als Weltwährung sein.

—

KH, 30.06.2022

