

WENDEZEITEN

Mit der Zinswende werden sämtliche Vermögenswerte neu bewertet. Das ist schmerzhaft, gerade auch bei konservativen Anlageklassen wie Obligationen. Noch sind die Effekte der Zinsanstiege nicht überall verarbeitet.

“**A**llgemein die grosse Frage: Wohin treiben wir?» – mit diesem Satz geht Florian Illies in seinem vor zehn Jahren erschienenen Bestseller «1913» auf die Unsicherheit am Vorabend des ersten Weltkrieges ein. Dies, so glauben wir heute mit dem Privileg der Rückschau, muss die Menschen konstant bewegt haben. Doch Illies zeichnet die damalige Gegenwart virtuos mit Anekdoten und Alltagsgeschichten nach, in denen es überhaupt nicht um den aufziehenden Krieg geht, schon gar nicht explizit. Repräsentativ dafür ist der Satz direkt vor der zitierten grossen Frage: «Rainer Maria Rilke hat: Schnupfen». Auf die Frage selbst gibt es keine Antwort, das Blatt bleibt leer – die Protagonisten können ja noch nicht wissen, wohin sie treiben. Bezüge zu Vorboten des grossen Krieges und mögliche Parallelen zu heute spielen sich somit vor allem in unseren Köpfen ab.

Angesichts des Krisen-Cocktails mit dem Krieg in der Ukraine, steigenden Spannungen zwischen China und den USA, Klimawandel, Deglobalisierung, Energieunsicherheit, Pandemie, grassierender Inflation, Zinsanstiegen und Rezessionsängsten taucht auch heute wieder in vielen Gesprächen die Frage auf, wohin wir wohl treiben. Der Begriff

einer «Zeitenwende» geistert spätestens seit der Rede des deutschen Bundeskanzlers Scholz vor dem Bundestag am 27. Februar 2022 durch die Gazetten. Er hat den Zeitgeist getroffen, wurde der Begriff doch unlängst zum Wort des Jahres gekürt, auch wenn er etwas abgedroschen klingt.

In der Tat haben wir bewegte Jahre hinter uns: 2020 Pandemie, 2021 kräftige Erholung, 2022 Krieg und Inflation. Bei aller berechtigten Sorge möchten wir aber gleich zu Beginn betonen, dass der aktuelle Krisen-Cocktail nicht zwingend in einen Weltkrieg oder Ähnliches münden muss. Erstens wurden schon oft Zeitenwenden ausgerufen, die sich später nicht als solche herausgestellt haben und zweitens ist nicht jede Zeitenwende gleichbedeutend mit Weltkrieg und Zerstörung.

Auch auf die Gefahr hin, dass wir die «grosse Frage» nicht gebührend würdigen und der oft praktizierten Verengung des Blicks auf einzelne Themen (sogenannte «single risk obsession») erliegen, werden wir uns in der Folge auf das fokussieren, was aus unserer Sicht in erster Linie für die Bewertungskorrekturen an den Märkten im abgelaufenen Jahr verantwortlich ist: Die Verteuerung des Geldes. Wir tun das auch deshalb, weil wir der Meinung sind, dass es sich hier tatsächlich um einen gut messbaren Paradigmenwechsel handelt.

Zinswende mit Folgen

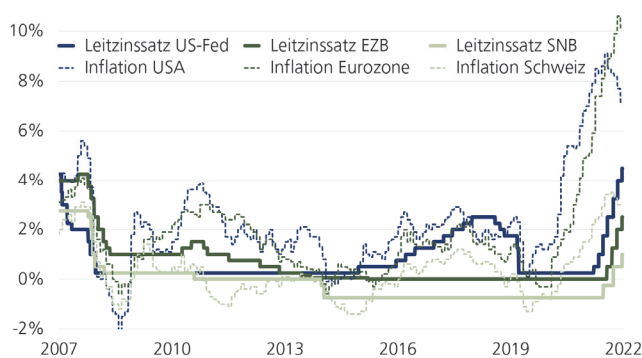
Im Juli wiesen wir darauf hin, dass die Notenbanken weltweit angesichts der steigenden Inflation mit Zinserhöhungen begonnen hatten. Dieser Trend hat sich im zweiten Halbjahr akzentuiert, so



dass die Zinsen inzwischen in allen wichtigen Volkswirtschaften ausser Japan, China und dem Sonderfall Russland teilweise drastisch angehoben worden sind. Unsere Grafik zeigt exemplarisch die Entwicklung in den USA, der Eurozone und der Schweiz. Damit geht nicht nur eine beinahe 15-jährige Periode mit Niedrigstzinsen zu Ende, sondern möglicherweise auch ein 40-jähriger Trend mit fallenden Zinsen. Entscheidend wird die Entwicklung der Inflation in nächster Zeit sein.

LEITZINSEN UND INFLATION 2007-2022

DAS ENDE VON LA LA LAND



Quelle: Bloomberg, Daten für Dezember 2007 – Dezember 2022.

Die Entwicklung ist für die Marktteilnehmer überraschend, hatten sie doch bis vor kurzem mit einer Fortsetzung der Politik des billigen Geldes gerechnet – von uns vor einigen Jahren als «La La Land» bezeichnet. Noch Anfang 2022 erwarteten die Konsensprognosen gemäss Bloomberg, dass der Leitzins der US-Fed im Januar 2023 bei 0.9% zu liegen käme. In der Realität liegt dieser nun über 4.5% und somit mehr als fünf Mal höher als vor einem Jahr erwartet. Analog gingen die Prognosen für die Eurozone und die Schweiz von einer Fortsetzung des Negativzinsregimes bis weit ins Jahr 2023 hinein aus – auch sie strafft die Realität Lügen, obwohl die Zinsanstiege vor allem in der Eurozone (zu) spät und zögerlich begonnen haben.

Der Zins als Preis des Geldes ist wohl der wichtigste Preis überhaupt, da letztlich alle Preise in der Wirtschaft mit ihm verbunden sind. Eine Veränderung des Zinses führt dazu, dass alle Vermögenswerte in der Wirtschaft neu bewertet werden. Die Bedeutung wird anhand eines einfachen Beispiels

sichtbar: Legt man 92 Franken zu einem Zins von 0.9% bei einer Bank oder anderswo an, dann werden daraus nach zehn Jahren 100 Franken. Im Umkehrschluss sind diese 100 Franken von 2033 heute 92 Franken wert. Wendet man nun für die gleiche Rechnung einen Zinssatz von 4.5% an, dann sind die 100 Franken von in zehn Jahren heute nur noch etwas weniger als 65 Franken wert, also rund 30% weniger. Da in den allermeisten Fällen völlig unklar ist, wie hoch die jährlichen Zinsen bzw. Renditen über die längere Frist ausfallen werden, sind die Märkte konstant damit beschäftigt, den heutigen Wert von Assets aller Art anhand der neuesten Informationen zu bemessen. Relevant für diese Bewertung sind im Übrigen die erwarteten Renditen nach Abzug der (erwarteten) Inflation – also die erwarteten Realrenditen.

Vor dem Hintergrund unseres einfachen Rechenbeispiels wird zunächst klar, warum alle Vermögenswerte in einer Welt mit fallenden Zinsen und niedriger Inflation ganz grundsätzlich an Wert gewinnen. Klar wird auch, dass es in einer Welt mit steigenden Zinsen umgekehrt ist und dass mit einer hohen Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung von Zinsen und Inflation auch grosse Schwankungen bei der Bewertung der Vermögenswerte einhergehen müssen.

Wirklich alles wird neu bewertet

Sofort sichtbar werden die Neubewertungen von Vermögenswerten dort, wo diese ständig und in grossen Volumina umgesetzt werden – etwa an liquiden Börsen, in denen marktgängige Obligationen, Aktien oder Währungen gehandelt werden. Diese reagieren auf frische Informationen zu Zinsen und Inflation innerhalb von Millisekunden, oftmals auf Basis von Algorithmen und automatisierten Handelssystemen. Einzelne Marktteilnehmer, die auf die gleiche Information – etwa eine Zinserhöhung oder neue Inflationsszahlen – reagieren möchten, kommen mit grosser Sicherheit zu spät.

Insgesamt brachte das Jahr 2022 in fast allen Anlageklassen teilweise dramatische Einbussen. Besonders schmerzhaft wirkt sich die Verteuerung des Geldes auf die gemeinhin als konservativ bezeichnete Anlageklasse der Obligationen aus – je



länger die Laufzeiten, desto grösser die Verluste. Es gibt wenige Jahre in der Geschichte, in denen Anleihen noch schlechter abgeschnitten haben als 2022. Wie unsere Grafik zeigt, ist die kumulierte Performance von schweizerischen und deutschen Staatsanleihen seit 2012 bereits Null oder negativ – und das nach Zinsen und vor Inflation.

PERFORMANCE VON STAATSANLEIHEN 2012-2022

SCHMERZHAFTES JAHR 2022



Quellen: Bloomberg US Govt. 10 Year Term Index TR, Germany Govt. 7-10 Year TR und Swiss Bond Index SBI Domestic Govt. 7-10 TR. Performance in Lokalwährung, Dezember 2012 – Dezember 2022.

Doch Investoren sollten sich nicht täuschen: Auch dort, wo Bewertungskorrekturen nicht sofort sichtbar sind, finden sie höchstwahrscheinlich statt, einfach mit einer zeitlichen Verzögerung. Der tatsächliche Wert eines Assets wird erst dann sichtbar, wenn er auch gehandelt wird. So beginnen in vielen Ländern die Immobilienpreise zu fallen, unter anderem in den USA, Grossbritannien und Deutschland. Auch in den seit Jahren boomenden Private Markets mehren sich die Anzeichen, dass die Bewertungen nicht mehr dem entsprechen, was in vielen Büchern steht. Besonders prekär wird die Lage, wenn viel Fremdkapital im Spiel ist. Spätestens dann, wenn Verträge mit fixierten Zinssätzen auslaufen, kommt die Stunde der Wahrheit. Anders gesagt: Begrenzt liquide oder illiquide Vermögenswerte schützen nicht vor einer Neubewertung – sie findet einfach in Zeitlupe statt oder erst dann, wenn verkauft oder zurückgezahlt wird. Gleichzeitig gilt, dass sich die Effekte von Zinsanstiegen nur sehr langsam durch die Wirtschaft arbeiten und wir sicher noch nicht alle Konsequenzen der Zinswende gesehen haben.

Schmerzhaft, aber hoffentlich heilsam

Eine wissenschaftliche Untersuchung zur Performance von Aktien bei Inflation seit 1940 (Neville, et. al., 2021) kommt zum Schluss, dass im Durchschnitt alle Sektoren ausser Energie Verluste erleiden. Doch selbst der Energiesektor verbuchte in vier der acht untersuchten Inflationsphasen Verluste von 10-20%. Für 2022 gilt, dass einzig Rohstoff- oder Rustungsaktien wirklich zulegen konnten – beides Sektoren, die aus Gründen von Nachhaltigkeit und Ethik unlängst aus den meisten Portfolios verbannt wurden. Alle anderen Sektoren erlitten deutliche Verluste, nicht zuletzt der Technologiesektor, bis vor kurzem einer der grossen Gewinner.

Den Marktteilnehmern bleibt 2022 als das Jahr des «Nowhere to hide» in Erinnerung. Sicher sind bereits viele schlechte Nachrichten an den Märkten eingepreist. Allerdings scheint der Konsens davon auszugehen, dass die Inflation 2023 deutlich zurückgehen wird und damit auch der Höhepunkt der Zinsanstiege erreicht wäre. Stimmt das nicht, würden uns auch in diesem Jahr unangenehme Zeiten bevorstehen. Wir bleiben deshalb weiterhin vorsichtig, auch wenn sicher einiges an Korrekturen inzwischen hinter uns liegt.

Anfang der 1990er Jahre tourte der deutsche Barde Udo Lindenberg mit seinem Panikorchester unter dem Titel «Wendezeiten» durch die Lande. Wer heute an diese Zeit zurückdenkt, erinnert sich an Öffnung und Aufbruch. Gerne wird dabei vergessen, dass es geopolitisch höchst unsichere Zeiten waren. Krieg als Folge des Zerfalls der Sowjetunion war alles andere als unwahrscheinlich, in Jugoslawien brach er aus. In vielen Ländern Europas herrschten Hyperinflation und Rezession. Diese Bereinigungen waren notwendig, um über Jahrzehnte aufgebaute Verzerrungen abzubauen. Zeitenwenden müssen nicht zwingend in Katastrophen münden. Zumindest das Ende der unverantwortlichen Politik des billigen Geldes ist aus ökonomischer Sicht überfällig und begrüssenswert. Möglicherweise steht 2022 für den Anfang vom Ende dieser Ära. Das ist schmerzhaft, aber hoffentlich heilsam – letztlich auch für Anlegerinnen und Anleger.

IA, 31.12.2022



Private Client Bank AG
Alte Börse
Bleicherweg 5 – Postfach
8034 Zürich – Schweiz

T +41 44 253 73 00
F +41 44 253 73 20
info@privateclientbank.ch
privateclientbank.ch

BESONDERE FÄHIGKEITEN GEFORDERT

Das Inflationsthema lässt uns nicht so rasch los. Diese Erkenntnis hat mittlerweile die Allgemeinheit erreicht, und man stellt sich allenthalben darauf ein, da und dort und überall immer wieder ein wenig mehr bezahlen zu müssen.

Was so harmlos tönt, ist es bei Lichte besehen überhaupt nicht. Inflation ist eines der schlimmsten wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Gifte, die überhaupt vorstellbar sind. Denn besagte Allgemeinheit wird in diesem Prozess real ärmer, und bei einigen wird irgendwann der bisherige Lebensstil nicht mehr aufrecht zu erhalten sein. Namentlich Rentner, die kaum mehr in der Lage sind, ein paar Franken, Euro oder Dollar hinzuverdienen zu können, stehen bald einmal mit dem Rücken zur Wand.

Der Schuldenstand ist so hoch, als hätten wir gleichzeitig eine Weltwirtschaftskrise, einen Weltkrieg und einen alle Meere heimsuchenden Tsunami zu verkraften. Falls schwierigere Zeiten als jetzt drohen, stehen die Reserven auf null.

Wir müssen nicht lange über die Ursachen des Inflationsschubs philosophieren. Im Wesentlichen ist er auf eine völlig verantwortungslose und übertriebene Ausgabenpolitik der Fiskal dieser Welt zurückzuführen. Die Zentralbanken unterstützten die Sorglosigkeit mit laufenden Liquiditätsschwemmen, mit denen die Finanzierbarkeit der immer höheren Verschuldung unterstützt wurde. Nebenbei wurde auch der Privatsektor durch die sehr tiefen, zeitweise negativen Zinsen zu erhöhter Schuldenmacherei angetrieben. Resultat: Der Schuldenstand ist so hoch, als hätten wir gleichzeitig eine Weltwirtschaftskrise, einen Weltkrieg und einen

alle Meere heimsuchenden Tsunami zu verkraften. Falls schwierigere Zeiten als jetzt drohen, stehen die Reserven auf null.

Es wird in nächster Zeit ganz spezifischer Fähigkeiten bedürfen, um die missliche Situation zu bewältigen, ja, eine Verbesserung der Verhältnisse herbeizuführen. Wer künftig ein Finanzministerium führt, muss hundert Mal mehr können als der Amtsvorgänger, der sich im Wesentlichen als Ausgabenmanager betätigen konnte. Die Aufrechterhaltung höchster Bonitätsnoten für Schuldner wie die Schweiz oder die Bundesrepublik Deutschland wird der Gradmesser sein, ob solche spezifischen Fähigkeiten vorhanden sind und zum Tragen kommen oder nicht. England hat vor kurzem erste Erfahrungen gemacht punkto Verdikt der wiedererwachten Finanzmärkte.

Auch bei privaten Firmen sind besondere Fähigkeiten gefragt. «Inflation Accounting» wurde letztmals in den Achtzigerjahren ausgeübt. Die damalige Erfahrung ist weg. Die CFOs von Firmen müssen zuerst wieder lernen, was es heisst, ein Working Capital zu bewirtschaften, das laufenden Preisänderungen ausgesetzt ist, und die CEOs werden viel Kraft brauchen, notwendige Preiserhöhungen an der Front durchzusetzen. Es wird Unternehmungen geben, denen dies besser gelingt, und solche, die der Entwicklung laufend hinterherhinken. Entsprechend interessant wird es für Aktieninvestoren sein, zwischen schwarzen, grauen und weissen Schafen zu unterscheiden. In inflationären Zeiten ist Führung gefragt; entsprechend muss sich eine intellektuell basierte Finanzanalyse darauf einstellen.

Machen wir uns nichts vor: Die langen Jahre lockeren Geldes liessen uns träge werden. Dass dies vorerst einmal vorbei ist, mag dem grundsätzlich Denkenden vielleicht doch ein wenig zum Trost gereichen.

—

KH, 31.12.2022

