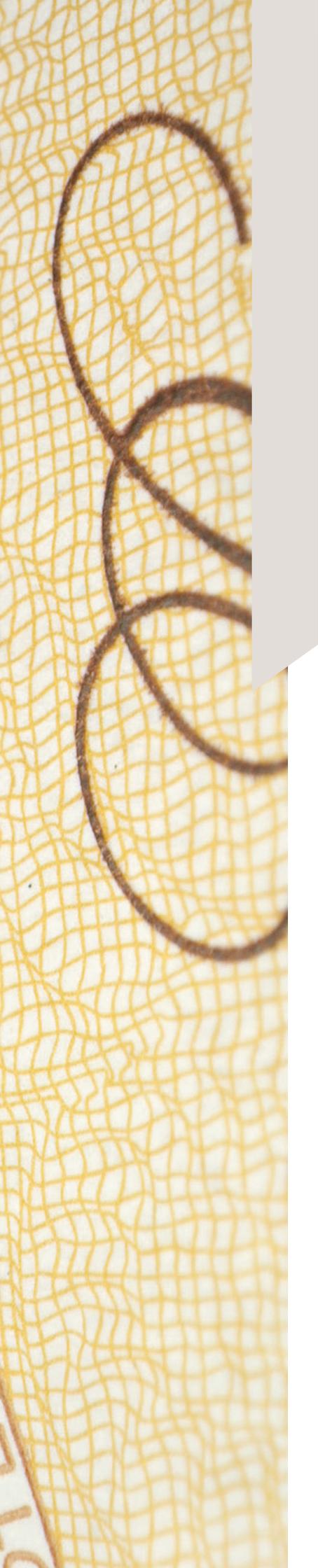




MARKTAUSBLICK | FEBRUAR 2022

Don't look up



Vorwort

«*Don't Look Up*» ist ein Film aus dem Jahr 2021, in dem sich ein Komet auf Kollisionskurs mit der Erde befindet.

Nicht nach oben zu schauen, wäre ein guter Rat für heutige Inhaber von Anleihen. Es hat den Anschein, als wären «normale Zinsen» in diesen Tagen am Himmel zu finden – und sie könnten auf uns zukommen.

Die grossen westlichen Zentralbanken sind mit Verspätung auf die Risiken aus ihrer inzwischen allzu lockeren Geldpolitik aufmerksam geworden. Sie scheinen bereit zu sein, die geldpolitische Normalisierung früher einzuläuten, als sie die Märkte hatten glauben lassen.

In dem Film ignorieren die Menschen die sich nähernde Bedrohung (die für den Klimawandel steht). Anleger werden diesen geldpolitischen Schatten nicht ausser Acht lassen, aber jegliche Panik ist vielleicht von kurzer Dauer: Die Weltwirtschaft kann hiermit wahrscheinlich leben.

In diesem *Marktausblick* legen wir dar, dass die auf uns zukommenden Zinsen vielleicht nicht so furchterregend sind, wie sie erscheinen, dass hinter Wachstum und Unternehmensgewinnen vielleicht mehr Dynamik steckt als landläufig vermutet wird – und dass eine Welt, in der eine ungewisse Zukunft wieder sichtbar diskontiert wird, am Ende vielleicht weniger anfällig für Unfälle ist und nicht umgekehrt.

Dass an den Märkten eine gedrücktere Stimmung herrscht (und nicht allein wegen der Ukraine), überrascht uns nicht. Doch wir haben die Hoffnung nicht aufgegeben, dass längerfristig – oder sogar schon 2022 – Aussichten auf Renditen besteht, die höher als die Inflation sind.

Kevin Gardiner/Victor Balfour
Global Investment Strategists

Cover: Banknoten Britisches Pfund
© Gettyimages

Wealth Management
New Court
St. Swithin's Lane
London EC4N 8AL
+44 20 7280 5000
rothschildandco.com

© 2022 Rothschild & Co
Wealth Management

Veröffentlichungsdatum: Februar 2022.
Werte: alle Daten per 16. Februar 2022.

Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg,
sofern nicht anders angegeben

Don't look up

EINE NORMALERE GELDPOLITIK KOMMT VIELLEICHT AUF UNS ZU

«Hierzulande musst du so schnell rennen, wie du kannst, wenn du am gleichen Fleck bleiben willst. Und um woanders hinzukommen, muss man noch mindestens doppelt so schnell laufen.»
– Alice im Wunderland

Die Aussicht auf eine straffere Geldpolitik ist endlich in den Fokus gerückt, weil die Zinsen mit einiger Verspätung der Inflation hinterherhinken. Steht die Wiederherstellung der geldpolitischen Ordnung kurz bevor?

Eine geldpolitische Normalisierung ist mit zwei Komponenten verbunden: den Zinsen und den Bilanzen der Zentralbanken. Für die Wirtschaft und die Märkte spielen die Zinsen die bei weitem wichtigste Rolle.

ZINSAUSBLICK

Viele Zentralbanken haben bereits mit der Zinsnormalisierung begonnen, vor allem in den Industrieländern (Abbildung 1). Von rund einem Dutzend Zentralbanken wurden die Zinsen

ABBILDUNG 1: OFFIZIELLE ZINSEN

Leitzinsen ausgewählter Zentralbanken und aktuelle Änderungen

LAND / REGION	AKTUELLER ZINSSATZ	BISHERIGER ZINSSATZ	LETZTE ÄNDERUNG	ÄNDERUNG (SEIT ANFANG 2022)	DATUM DER ÄNDERUNG
USA	0,25%	1,25%	-1,00%	–	Sonntag, 15. März 2020
VEREINIGTES KÖNIGREICH	0,50%	0,25%	0,25%	0,25%	2. Februar 2022
EUROZONE	0,00%	0,05%	-0,05%	–	Dienstag, 15. März 2016
CHINA	3,70%	3,80%	-0,10%	-0,15%	Mittwoch, 19. Januar 2022
JAPAN	-0,10%	0,10%	-0,20%	–	Donnerstag, 28. Januar 2016
AUSTRALIEN	0,10%	0,25%	-0,15%	–	Montag, 2. November 2020
KANADA	0,25%	0,75%	-0,50%	–	Donnerstag, 26. März 2020
CHILE	5,50%	4,00%	1,50%	1,50%	Dienstag, 25. Januar 2022
BRASIL IEN	10,75%	9,25%	1,50%	1,50%	Dienstag, 1. Februar 2022
TSCHECHISCHE REPUBLIK	4,50%	3,75%	0,75%	0,75%	Mittwoch, 2. Februar 2022
DÄNEMARK	-0,45%	-0,35%	-0,10%	–	Donnerstag, 30. September 2021
UNGARN	4,30%	4,00%	0,30%	0,30%	Mittwoch, 26. Januar 2022
INDIEN	4,00%	4,40%	-0,40%	–	Donnerstag, 21. Mai 2020
INDONESIEN	3,50%	3,75%	-0,25%	–	Mittwoch, 17. Februar 2021
ISRAEL	0,10%	0,12%	-0,02%	–	Mittwoch, 27. Mai 2020
MALAYSIA	1,75%	2,00%	-0,25%	–	Montag, 6. Juli 2020
MEXIKO	6,00%	5,50%	0,50%	0,50%	Mittwoch, 9. Februar 2022
NEUSEELAND	0,75%	0,50%	0,25%	–	Mittwoch, 24. November 2021
NORWEGEN	0,50%	0,25%	0,25%	–	Donnerstag, 16. Dezember 2021
POLEN	2,75%	2,25%	0,50%	1,00%	Dienstag, 8. Februar 2022
RUSSLAND	9,50%	8,50%	1,00%	1,00%	Donnerstag, 10. Februar 2022
SÜDAFRIKA	4,00%	3,75%	0,25%	0,25%	Donnerstag, 27. Januar 2022
SÜDKOREA	1,25%	1,00%	0,25%	0,25%	Donnerstag, 13. Januar 2022
SINGAPUR	5,25%	5,33%	-0,08%	–	Mittwoch, 30. Januar 2019
SCHWEDEN	0,00%	-0,25%	0,25%	–	Mittwoch, 18. Dezember 2019
SCHWEIZ	-0,75%	-0,25%	-0,50%	–	Mittwoch, 14. Januar 2015
THAILAND	0,50%	0,75%	-0,25%	–	Dienstag, 19. Mai 2020
TÜRKEI	14,00%	15,00%	-1,00%	–	Mittwoch, 15. Dezember 2021

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co. Per 16. Februar 2022.

inzwischen erhöht. Dadurch stieg der durchschnittliche Leitzins in den Schwellenländern (nach BIP gewichtet) auf 4,8 Prozent. Das ist höher als vor Ausbruch der Pandemie.

Zwei prominente Schwellenländer stellen bei diesem Trend aktueller Zinserhöhungen Ausnahmen dar: China und die Türkei. China erfreut sich nach wie vor einer niedrigen Inflation. In der Türkei ist das zwar definitiv nicht der Fall (die jährliche Inflation liegt bei knapp 50 Prozent), doch hier kommt eine hochgradig unorthodoxe Geldpolitik zum Tragen.

Unter den grossen westlichen Zentralbanken hat auch die Bank of England (BoE) mit der Anhebung der Zinsen begonnen und bei ihrer Sitzung im Dezember und Januar jeweils durchgeführt.

Die US-Notenbank (Fed), immer noch die bei weitem wichtigste Zentralbank, scheint die Zinsen im nächsten Monat erhöhen zu wollen. Selbst die störrische Europäische Zentralbank (EZB) scheint ins Wanken zu geraten und geht nicht mehr davon aus, dass die Zinsen 2022 durchweg auf Eis liegen.

Bei den drei grossen westlichen Zentralbanken gehen die Märkte jeweils davon aus, dass es 2022 und 2023 eine stetige Folge von Zinsschritten geben wird (auch wenn die EZB vermutlich erst im zweiten Halbjahr damit beginnen wird). Offen gesagt, besteht für sie kein Grund, von einer Erhöhung der sich nach wie vor auf «Notstand»-Niveau bewegenden Zinsen abzusehen, denn in ihrer Wirtschaft herrscht annähernd Vollbeschäftigung und die Inflation ist deutlich höher als die Zielvorgabe.

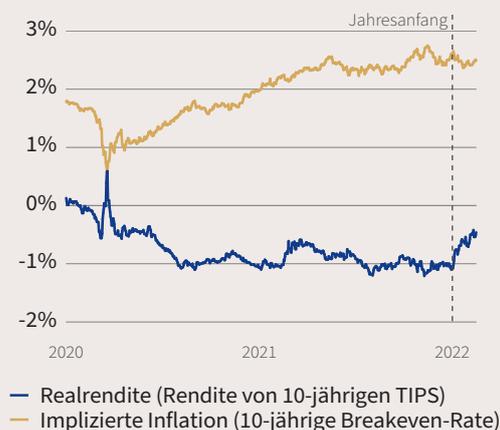
Anleger sind inzwischen aufmerksam geworden. Anleihenrenditen haben auf der Kurve durchweg zugelegt. Zuletzt stiegen sie bei kürzeren Laufzeiten am schnellsten und die Renditekurven sind abgeflacht. Im Gegensatz zu 2021, als die Renditen von Anleihen mit längeren Laufzeiten am stärksten stiegen, werden sie dieses Mal vor allem durch die Realzinsen und nicht durch implizierte Inflationsraten in die Höhe getrieben (Abbildung 2). Vielleicht liegt dies daran, dass nun (fast) genügend langfristige Inflation eingepreist ist und straffere geldpolitische Bedingungen bevorstehen.

Die Benchmark-Rendite von 10-jährigen US-Treasuries liegt bei 2 Prozent (das ist der höchste Stand seit 2019), die Rendite von 10-jährigen Gilts liegt bei 1,6 Prozent (das ist der höchste Stand seit 2018) und die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen aus Deutschland ist mit 0,3 Prozent erstmals wieder positiv (das ist der höchste Stand seit 2018).

Wenn wir diesen langfristigen Renditen im Einzelnen auf den Grund gehen, stellen wir fest, dass die höchsten, in die Laufzeitkurven eingepreisten kurzfristigen Zinsen bei 2,0 Prozent für die USA, 0,7 Prozent für die Eurozone und 2,2 Prozent für Grossbritannien liegen und etwa 2023/2024 erwartet werden (Abbildung 3).

ABBILDUNG 2: KOMPONENTEN DER RENDITE VON 10-JÄHRIGEN US-ANLEIHEN

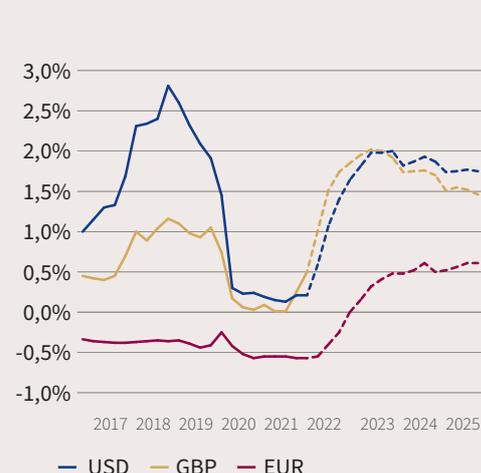
Implizierte Inflation und Realrendite



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 3: IMPLIZIERTE LEITZINSEN

In Renditekurven integrierte kurzfristige Zinsen (%)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Märkte sind nicht unfehlbar, und diese Zinsen sind nach wie vor eher niedrig: Die grossen Zentralbanken verfolgen ein gemeinsames Inflationsziel von 2 Prozent. Deswegen liegen die erwarteten Spitzenleitzinsen nur in einem Fall über der anvisierten Inflation – und auch hier nur knapp.

Es besteht eindeutig Spielraum für weiter steigende Erwartungen. Natürlich könnten sie auch wieder abfallen, selbst jetzt, wenn die Wirtschaft ins Straucheln gerät und erneut eine rückläufige Entwicklung bei erwarteten Inflationsraten und Realzinsen eintritt. Wir setzen aktuell auf die erste Variante: Die Weltwirtschaft hat Schwung, und bei privaten Haushalten sowie Unternehmen besteht noch eine erhebliche aufgestaute Nachfrage (nicht zuletzt durch die zunehmende Aufstockung von Lagerbeständen).

Bilanzausblick

Die Normalisierung der Zentralbankbilanzen nach den quantitativen Lockerungsprogrammen lässt sich schwieriger veranschaulichen – nicht zuletzt, weil sich die grossen Drei lediglich oberflächlich über ihre Ideen geäussert haben. Bei diesem unorthodoxen Element des geldpolitischen Instrumentariums bewegen wir uns auf Neuland. Es besteht hierbei kein hinlängliches Verständnis, und die Beziehungen zur Realwirtschaft sind (noch) undurchschaubarer.

Seit Anfang 2020 hat die US-Notenbank ihre Bilanz mit 9 Billionen US-Dollar mehr als verdoppelt. Dies entspricht mehr als einem Drittel des US-BIP. Der Fed gehört inzwischen knapp ein Fünftel der in Umlauf befindlichen US-Treasuries (Abbildung 4). Die EZB-Bilanz hat sich um 4 Billionen auf 8.6 Billionen aufgebläht (70 Prozent des BIP und 30 Prozent des Staatsanleihenmarkts), während sich die Bilanz der Bank of England um 0.5 Billionen Pfund auf knapp 1 Billion Pfund erhöht hat (40 Prozent des BIP und 30 Prozent des Staatsanleihenmarkts).

Die Normalisierung der Bilanzen könnte auf verschiedene Weise erfolgen. Möglicherweise beginnen Fed, EZB und BoE einfach mit dem aktiven Verkauf ihrer Anleihen. Eine solche quantitative Straffung wäre der entscheidendste Ansatz mit den potenziell grössten Veränderungen. Wahrscheinlicher aber ist, dass die Banken zunächst einfach einige ihrer Anleihen passiv fällig werden lassen. Der Verzicht auf eine Wiederanlage der Erlöse in neue Emissionen führt dazu, dass der Gesamtumfang der Bilanz im Laufe der Zeit abnimmt. Mit welchem Tempo dies vonstattengeht, hängt von den Laufzeiten ihrer Bestände ab.

Bei diesen beiden Ansätzen – der aktiven quantitativen Straffung und der passiven Rückzahlung – schrumpfen die Bilanzen in absoluten Zahlen und (natürlich) noch mehr relativ im Verhältnis zum wachsenden BIP.

Die geringsten Reibungen würden für die Banken entstehen, wenn sie aktuelle Bestände einfach behalten, d. h. weder verkaufen noch auf die Wiederanlage fälliger Erlöse verzichten. Dadurch würden sich ihre Bilanzen nicht in absoluten Zahlen, sondern nur relativ im Verhältnis zum BIP normalisieren. Offensichtlich ist dies nicht so «aktiv» wie die quantitative Straffung, aber auch nicht völlig passiv.

Die umfangreichen Käufe von Staatsanleihen (und gelegentlich auch von Unternehmensanleihen) sollten anfangs vor allem das Bankensystem stützen (dem viele der Anleihen gehörten) und auch längerfristige Zinsen komprimieren sowie Portfolioverlagerungen hinzu anderen Vermögenswerten fördern. Die Zielsetzung war klar: die Liquidität stärken und die Kapitalkosten im weiteren Sinne reduzieren.

Als der Anleihenmarkt 2020 seinen Höhepunkt erreichte, wurde knapp ein Drittel des Staatsanleihenmarkts mit negativer Rendite gehandelt und bei anderen Klassen waren Spreads und Laufzeitprämien eng. Gleichzeitig wurden jedoch die Modelle zur Risikobepreisung auf den Kopf gestellt und Anleger ermutigt, sich in spekulativeren Vermögenswerten zu engagieren – was vielleicht unangemessen war.

In welchem Mass sich diese Trends umkehren werden, ist eher unklar.

Zum einen werden der genaue Zeitpunkt des Ausstiegs und etwaige Umschichtungen – einschliesslich direkter Anleihenverkäufe – von den Finanzbedingungen und dem Zustand des Bankensektors zum jeweiligen Zeitpunkt bestimmt. Als zuletzt 2018 in den USA von der quantitativen Straffung Gebrauch gemacht wurde, schrumpfte die Bilanz um knapp ein Fünftel, bevor die Fed dies aufgab, weil die kurzfristigen Finanzierungsmärkte austrockneten.

Die Wiederholung eines solchen Szenarios ist unwahrscheinlich. Die EZB hat noch keine Bereitschaft signalisiert, ihre Bilanz zurückzufahren und die Bank of England scheint nicht gewillt zu sein, sich für die quantitative Straffung zu entscheiden. Die Fed hat zwei ständige US-Liquiditätsfazilitäten (Repo-Geschäfte) eingeführt, um das Risiko etwaiger Traumata infolge der quantitativen Straffung zu mindern. Letztendlich verringert sich hierdurch der Einfluss der Fed auf den Umfang ihrer Bilanz – was vielleicht unvermeidlich ist, wenn man die Dimension der Bestände, die Entwicklung der Bankenfinanzierung und die regulatorischen Anforderungen an eine höhere Bankenliquidität bedenkt.

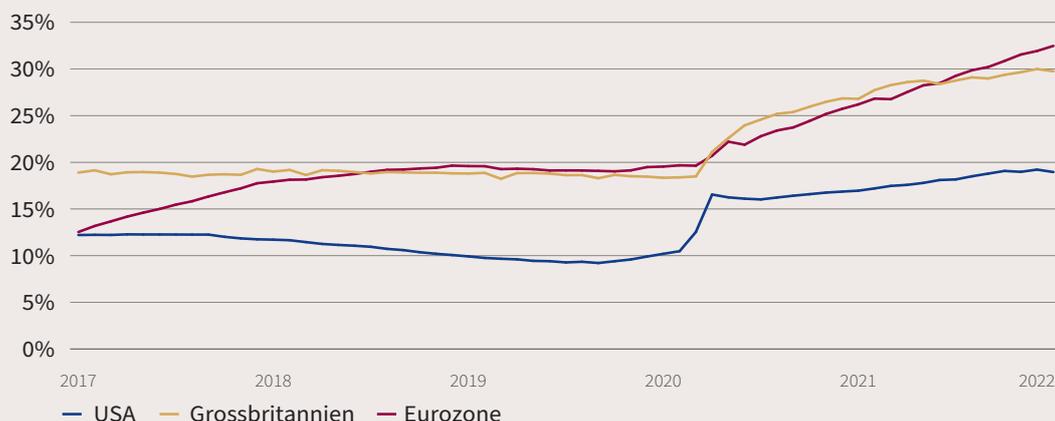
Die Bank of England hat seit Dezember die Ausweitung ihrer Bilanz eingestellt. Die EZB hat ihr jüngstes pandemiebezogenes Anleihenkaufprogramm zwar gedrosselt, doch ein früheres Programm besteht nach wie vor: Sie kauft aktuell immer noch Anleihen an und lässt ihre Bilanz anwachsen. Schier unglaublich gilt dies auch für Fed, obwohl sie ihre Ankäufe zurückgefahren hat und bis März voraussichtlich komplett einstellt.

Es wird vermutet, dass eine «natürliche» Abfolge einzuhalten ist und dass Zinsbewegungen erst nach einer deutlichen Bilanznormalisierung einsetzen. Doch angesichts der Bank of England, die die Zinsen erhöhte, ohne dass Zeit für eine Schrumpfung ihrer Bilanz blieb, selbst im Verhältnis zum BIP, sowie der Fed und der EZB, die anscheinend zu Zinsanhebungen bereit sind, wenn ihre Anleihenkäufe enden, muss dies nicht unbedingt der Fall sein. Für die Fed im Jahr 2015 bestand eine solche Notwendigkeit nicht.

Bilanz- und andere unkonventionelle geldpolitische Massnahmen haben wahrscheinlich wohl ihre grössten Effekte auf Marktstimmung und Konjunkturerwartungen, wenn eine Liquiditätskrise vorliegt, und sind dann vielleicht sogar wirkungsvoller als Zinsen (wie wir 2008/2009 erlebt haben). Zu anderen Zeiten sind derartige Massnahmen möglicherweise nicht

ABBILDUNG 4: ZENTRALBANKBILANZEN

Anteil der Zentralbanken an inländischen Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Fed, BOE, ECB, Eurostat, Rothschild & Co

so wirksam: Eine bestimmte Portion Liquidität zählt mehr, wenn Liquidität knapp ist, und weniger, wenn es Liquidität im Überfluss gibt.

Der Umfang der Bilanzen kann den Zentralbanken dennoch einige praktische Probleme bereiten, wenn sie mit Zinserhöhungen beginnen. Die Kapitalbeschaffungskosten zu erhöhen, mag bei einem Überangebot an Kapital nicht immer einfach sein. Lässt sich das Geld, das sie durch ihre Anleihenkäufe gedruckt haben, nicht von den kurzfristigen Geldmärkten, auf denen sie die Zinsen beeinflussen, fernhalten, kann es für sie schwierig werden, die Knappheit herbeizuführen, die sie für höhere Geldmarktzinsen brauchen.

Beim Umgang mit der wahrscheinlichen Marktvolatilität, die mit der geldpolitischen Normalisierung einhergehen kann, dürfen wir nicht vergessen, dass neben den Vorteilen für die geldpolitische Glaubwürdigkeit normalere Realzinsen Verzerrungen an den Kapitalmärkten abbauen und dem Preisrisiko effektiver helfen.

WARUM WIR DAMIT LEBEN KÖNNEN

Zinsen und die Wirtschaft: Was wir nicht wissen

Zwischen Zinssätzen und der Wirtschaft im weiteren Sinne bestehen zahlreiche und vielfältige Interaktionen – die, wie erwähnt, frustrierend ungenau sind.

Hierbei sind viele bewegliche Komponenten im Spiel: Zwischen ihnen bestehen flexible Beziehungen und diese Beziehungen ändern sich im Laufe der Zeit. Ursache und Wirkung können in verschiedene Richtungen verlaufen – von der Wirtschaft zu den Zinsen und von den Zinsen zur Wirtschaft, je nach den Umständen..

Angebot und Nachfrage bei ausleihbaren Mitteln spielen für die Bestimmung der Zinsen eine ausschlaggebende Rolle. Die Zentralbanken können einige Teile dieses Marktes kontrollieren. Deswegen erwarten wir, dass die kurzfristigen Nominalzinsen in den kommenden Monaten stetig steigen. Aber wir wissen nicht genau, durch welche Ursachen die Entwicklung von Angebot und Nachfrage bei privaten Krediten beeinflusst wird oder einfach wie viel des Zinsmarktes kontrolliert werden kann. Auch für die Inflation können wir keine genauen Prognosen aufstellen.

Infolgedessen geben die langfristigen Aussichten für kurzfristige Zinsen, die kurzfristigen Aussichten für langfristige Zinsen sowie die kurz- und langfristigen Aussichten für inflationsbereinigte Zinsen und Renditen generell letztendlich und unvermeidlich einige Rätsel auf.

Zurück zu den Grundlagen

Wenn man sich Gedanken über Zinsen macht, sind ein paar Bausteine nützlich. Erstens lautet das Sprichwort «der Spatz in der Hand ist besser als die Taube auf dem Dach». Gewissheit ist etwas wert. Wir werden einen Vermögenswert wahrscheinlich höher bewerten, wenn wir ihn jetzt und nicht in der ungewissen Zukunft haben (ein Abschlag von 50 Prozent klingt viel, aber wir wissen nicht, wie lange die Taube auf dem Dach sitzt ...).

Zweitens nimmt die Bedeutung, die wir einem Vermögenswert beimessen, ab, je reicher wir sind, wenn wir ihn erhalten. Genau wie alles andere unterliegt Reichtum einem abnehmenden Grenznutzen, und unser kollektiver Wohlstand wächst mit der Zeit.

Diese beiden Konzepte deuten darauf hin, dass der künftige Wert im Verhältnis zum heutigen Wert tendenziell abnimmt. Ob wir den impliziten Zinssatz als Reflektion der «Zeitpräferenz», «Belohnung für das Warten» oder wie auch immer bezeichnen: Aus Sicht eines Kreditgebers erscheinen positive Realzinsen normal.

Drittens können aus Sicht des Kreditnehmers oder Kapitalnutzers Einkünfte aus Produktivvermögen als Zinsen betrachtet werden. Selbst heute, wo Geldzinsen weitgehend verschwunden und die meisten Realzinsen und Anleihenrenditen eindeutig negativ sind, können typische (börsennotierte) Unternehmen 100 Einheiten an Aktionärskapital nehmen und in (beispielsweise) 105–110 inflationsbereinigte Einheiten in einem Jahr verwandeln. Die «Transformationskurve» deutet dann natürlich auch auf einen positiven Diskontierungssatz hin.

Wenn also Kreditgeber und Kreditnehmer zusammenkommen, ist es keine Überraschung, dass der Markt die meiste Zeit seit Menschengedenken positive Realzinsen geboten hat. Interessierte (besessene?) Leser möchten sie vielleicht bis in die Antike zurückverfolgen in dem Buch «A History of Interest Rates» von Sidney Homer (1963).

Konjunkturzyklen, Institutionen, langfristige Trends

Bei den Zinsen sind starke Schwankungen zu beobachten – und die Realzinsen sind zurzeit meistens negativ. Warum genau sie sich so entwickeln, ist die schwierige Frage.

Inflationserwartungen sind entscheidend. Bei Realzinsen spielt wahrscheinlich auch die Trendrate des Wirtschaftswachstums eine Rolle. Wenn die Realzinsen dem Wachstum entsprechen, können wir vielleicht stabile Bilanzen erwarten, weil die Einkünfte von Kreditnehmern dann im Einklang mit ihren Zinszahlungen wachsen.

Daher lautet die Faustregel, dass der «natürliche» oder «neutrale» Zinssatz durch die Trendwachstumsrate des nominalen BIP dargestellt wird (d. h. Inflation und reales Wachstum zusammen). Diese Regel hat über längere Zeiten gut funktioniert, sowohl für Geldzinsen als auch für langfristige Anleihenrenditen. In den 60 Jahren bis 2019 lagen beispielsweise die langfristigen Zinsen in den USA ebenso wie in Grossbritannien im Schnitt innerhalb von 0.3 Prozentpunkten des nominalen BIP-Wachstums (in beiden Fällen unterhalb). Demgegenüber lagen die kurzfristigen Zinsen innerhalb von 1.5./1.6 Prozentpunkten des nominalen BIP-Wachstums (ebenfalls unterhalb).

Bei ansonsten gleichen Bedingungen könnten wir, wenn Wachstum und Inflation über dem Trend liegen, auch bei den Zinsen erwarten, dass sie sich über dem Trend bewegen. Im Jahr 2021 belief sich das nominale US-Wachstum im Schnitt auf 10 Prozent, während der Fed-Funds-Zins und die Rendite 10-jähriger Treasuries mit 0–0.25 Prozent bzw. 1.4 Prozent durchschnittlich eindeutig unter dem Trendniveau lagen. Schon vor der Pandemie waren Zinsen und Renditen ungewöhnlich niedrig: Im Jahr 2019 lag das US-BIP-Wachstum im Schnitt bei 4.1 Prozent, während sich die kurzfristigen Zinsen und die Rendite von 10-jährigen Anleihen beide auf 2.3 Prozent beliefen.

Es wäre schön zu glauben, dass die niedrigen Zinsen von heute einen neuen kollektiven Wunsch widerspiegeln, das Wohlergehen künftiger Generationen parallel zu unserem eigenen höher zu bewerten, vielleicht im Einklang mit einer zunehmenden Weitsicht, die durch Sorgen um die Umwelt vermittelt wird. Im «Stern Review of The Economics of Climate Change» der britischen Regierung (2006) wird ein realer Diskontierungssatz von null bei der Bewertung zukünftiger Kosten angesetzt, was heute eher als vorausschauend statt (wie damals) umstritten anzusehen ist.

Schön, aber nach unserer Auffassung falsch. Der Grund, warum sich Zinsen so stark von der nominalen Wirtschaft entfernt haben, liegt wahrscheinlich darin, dass es einige wichtige Kreditgeber – Käufer von Anleihen – eigentlich nicht kümmert, welche Rendite sie erhalten, sondern sie Kredite aus nicht wirtschaftlich bedingten Gründen vergeben haben.

Diese Käufer sind eine bunt zusammengewürfelte Gruppe, u. a. aus Lebensversicherern und Pensionsfonds, die aufgrund ihrer Rechnungslegungsstandards zukünftige Verbindlichkeiten durch den Besitz von Anleihen zu fast jedem Preis ausgleichen müssen; aus Sparern in Schwellenländern mit wachsendem Wohlstand, in deren Augen westliche Anleihen bessere Wertspeicher darstellen als die Anleihen ihrer eigenen Staaten; und natürlich aus den grossen Zentralbanken, denen aufgrund aufeinander folgender quantitativer Lockerungswellen grosse Teile von Investment-Grade-Anleihenmärkten gehören.

Die Gründe für ein derartiges «Liability Driven Investment», für die empfundene weltweite Knappheit an «sicheren» Anlagen und für die Käufe der Zentralbanken lassen sich genauso wenig überzeugend modellieren wie ihre Auswirkungen. Aber selbst, wenn wir die Bedeutung künftiger Generationen berücksichtigen, sprechen nach unserer Ansicht diese Unsicherheiten – und Produktionsmöglichkeiten –, mit denen wir es zu tun haben, trotzdem für einen positiven Diskontierungssatz.

Die heutigen niedrigen Zinsen sind keine begründete Bewertung von Zeitpräferenz und Produktionsmöglichkeiten, sondern wahrscheinlich eher eine Verzerrung, die sich vielleicht noch als vorübergehendes Phänomen erweist.



Als Beweis, dass sogar die hellsten und besten Köpfe anerkennen, wie schwierig die Modellierung von Zinsen in Abhängigkeit von wirtschaftlichen Variablen ist, hat die Bank of England schliesslich 2020 eine sorgfältig recherchierte wissenschaftliche Abhandlung veröffentlicht, die behauptet, dass sich die globalen Realzinsen langfristig abwärts entwickeln und zwar schon seit etwa 800 Jahren. Hierbei werden wirtschaftliche Erklärungen durch mystischen Determinismus ersetzt.

Wie Zinsen die Wirtschaft beeinflussen – und umgekehrt

Zinsen entwickeln sich auf rätselhafte Weise. Doch das heisst nicht, dass sie nur geringe Auswirkungen haben. Wenn sie keinen Effekt auf die Wirtschaft hätten, trügen die heutigen niedrigen Zinsen nicht zum Inflationsrisiko bei und könnten ewig niedrig bleiben.

Zinsen machen sich auf differenzierte Art und Weise bemerkbar. Höhere Zinsen verringern die Einkünfte von Kreditnehmern (zumindest solchen mit variabelverzinslichen Hypotheken und Krediten), steigern aber die Einkünfte von Kreditgebern. Einige Wechselkurse lassen sie steigen, andere sinken.

Damit die «Übertragungsmechanismen» bei Einkünften und/oder Wechselkursen funktionieren, müssen wir annehmen, dass Kreditgeber wahrscheinlich eher Geld sparen als ausgeben (was eine sichere Annahme zu sein scheint) und/oder dass aufwertende Währungen wichtiger sind als abwertende (was höchstwahrscheinlich stimmt, wenn der Dollar steigt).

Bei den extrem niedrigen Zinsen von heute ist die Lage differenzierter als sonst. Trotz des Umfangs der ausstehenden Schulden sind die Zinsaufwendungen niedrig (und festverzinsliche Hypotheken sind beliebt). Aber je weiter die Zinsen steigen, desto grösser ist die Umverteilung zu Gunsten von Sparern und die Gefahr von Brüchen und Unfällen.

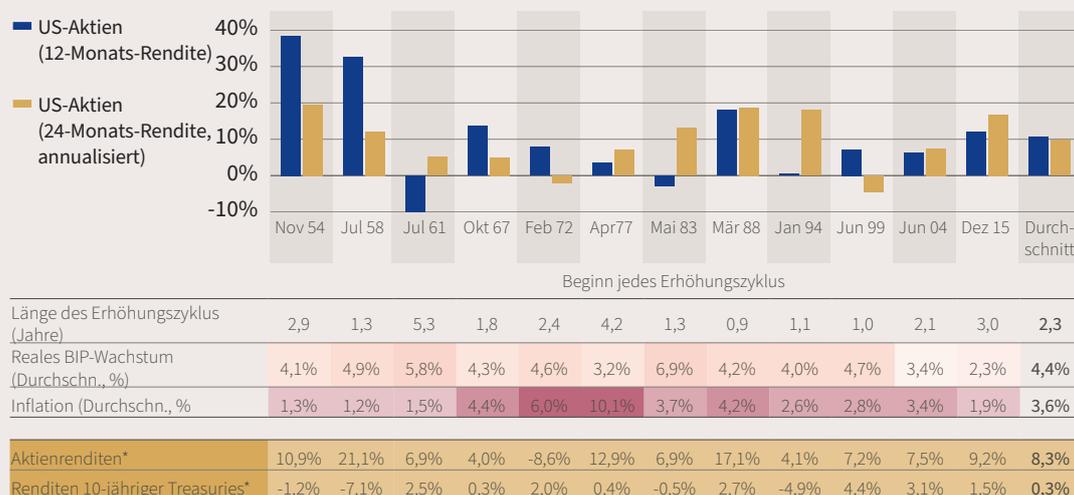
Die Auswirkungen auf Aktien, Anleihen und Anlagemärkte im Allgemeinen sind indessen direkter – höhere Zinsen bedeuten niedrigere Bewertungen. Sie können zudem ein klares Signal für geldpolitische Absichten sein und indirekt Inflationserwartungen senken.

Insgesamt rechnen wir damit, dass höhere Zinsen die Gesamtnachfrage dämpfen und dadurch das Inflationsrisiko verringern. Doch es könnte einige Zeit dauern – und mehrere Zinsschritte erfordern –, bis sie greifen. Die Weltwirtschaft mag zurzeit eine gewisse Dynamik aufweisen. Wie bereits oben angedeutet, sehen wir bei Ursache und Wirkung aktuell einen Verlauf aus der Wirtschaft in Richtung Zinsen und nicht umgekehrt.

In den US-Zinszyklen der Nachkriegszeit haben steigende Zinsen die Aktienmärkte nicht an positiven Renditen gehindert (im Schnitt 10 Prozent in den 12 Monaten nach der ersten Erhöhung; Abbildung 5). Nur wenige hiervon fanden natürlich bei Bewertungen von heutigem Niveau statt.

ABBILDUNG 5: US-ZINSZYKLEN & MARKTREAKTIONEN

Steigende Zinsen bedeuten nicht unbedingt negative Markttrenditen



*Gesamtrendite, berechnet über den gesamten Erhöhungszyklus und annualisiert
Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Wie weit geht es nach oben?

Wie erwähnt, bewegen sich die Nominalzinsen auf bislang beispiellosem Niveau. In Europa waren die meisten Geldmarktzinsen und die Renditen vieler Anleihen von hoher Bonität zuletzt negativ: Bezahlt wurden Kreditnehmer und nicht Kreditgeber. Inflationsbereinigt sind die Zinsen nicht so bemerkenswert – die Realzinsen waren auch schon früher negativ –, tendierten aber immer noch deutlich hin zum unteren Ende historischer Erfahrungen.

Die für kurzfristige Zinsen derzeit in die Geldmärkte eingepreisten Verläufe sind – wie oben erörtert – wesentlich höher als noch vor etwa sechs Monaten. Allerdings liegen sie nominal immer noch erheblich unter historischen Standards, ganz zu schweigen bei inflationsbereinigter Betrachtung.

Wir bezweifeln, dass Zinsen als normalisiert angesehen werden, bis sich die Realzinsen wieder fest im positiven Bereich befinden. Dies könnte passieren, weil die Inflation wieder drastisch unter die Zielmarken fällt und/oder weil nominale Leitzinsen stärker als von den Geldmärkten derzeit erwartet steigen.

Ob Zentralbanken derartige Absichten haben, hängt von der weiteren Entwicklung von Inflation und Arbeitslosigkeit ab. Im Moment bezweifeln wir, dass die drei grossen westlichen Zentralbanken Lust verspüren, so an den Stellschrauben für eine Rückkehr zu positiven Zinsen zu drehen wie der berühmt-berüchtigte Paul Volcker 1981 bei der Fed. Die Inflationsgefahr mag heute zwar durchaus real sein, ist aber nicht stark genug, um einen solchen Schritt in jedem Fall zu rechtfertigen. Nach einer teilweisen Normalisierung erwarten wir, dass sich die Inflation nach 2022 im Bereich von 2–4 Prozent ansiedeln wird: Das liegt über dem Ziel, ist aber trotzdem nicht alarmierend.

Und noch etwas ...

Um die Analogie zu dem Film *«Don't Look Up»* wieder aufzugreifen ... Sollte jemals ein Komet oder Asteroid zu einem bestimmten Zeitpunkt in naher Zukunft auf dem Weg sein, um die Erde zu zerstören, könnte das an sich schon zu drastisch höheren Zinsen führen – wenn die Geldmärkte dann noch funktionieren und sich irgendjemand darum schert.

Ohne Zukunft gibt es keine Erträge: Nichts kann uns dann zum Sparen bewegen. Unsere persönliche «Zeitpräferenz», also das Ausmass, in dem wir zukünftige Kosten und Nutzen diskontieren, weil sie ungewiss sind, wird unendlich.

Der verstorbene Professor Frank Hahn vermutete, dass die Tatsache an sich wichtiger ist als der Zeitpunkt. Wenn das Ende der Welt zu einem bestimmten Zeitpunkt absehbar ist, wer wird in der letzten Stunde wertlose Stücke Papier, Metall oder Zahlen sein Eigen nennen wollen? Wer wird sie wohl am letzten Tag gerne halten? Oder im letzten Monat? Vielleicht sogar im letzten Jahr? Geld könnte seinen Wert in dem Augenblick verlieren, sobald man dies wüsste.

Etwas zum Nachdenken vielleicht, wenn Sie sich den Film anschauen (und/oder *«Melancholia»* (2011), der mehr in Richtung Arthouse geht und einen weltbewegenden Soundtrack hat).

Jetzt schliessen Sie aber nicht gleich die Versicherung gegen Asteroiden ab.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

WACHSTUM: GROSSE VOLKSWIRTSCHAFTEN

Optimismus der Unternehmen:
Standardabweichungen



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co
Zusammenges. zukunftsger. Komponenten der Umfragen im verarb. Gewerbe: China, Deutschland, Japan, GB, USA lose gewichtet nach GDP

G7 INFLATION

%, zum Vorjahr



Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

AKTIEN/ANLEIHEN - REL. RETURN-INDEX (%)



Quelle: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

AKTIEN/ANLEIHEN - REL. BEWERTUNGEN



Quelle: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE ANLEIHEN

Derz. Renditen, jüngste Renditen in Lokalwährung

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
10-J.-US-Treasury	2.0	-4.8	10.1
10-J.-US-Gilt	1.5	-5.9	-0.3
10-J.-Bundesanleihen	0.3	-4.8	-1.9
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	0.3	-4.4	-4.7
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.2	-0.8	-1.3
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.8	-3.3	7.6
Globale Anl.: Hochzins (USD)	6.0	-1.9	12.9
EM (USD)	5.0	-4.6	9.9

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

Dividendenrendite, jüngste Renditen in Lokalw. (MSCI-Indizes)

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	1.8	8.7	52.0
DM	1.8	11.7	54.7
EM	2.5	-10.2	33.0
US	1.3	12.5	68.2
Eurozone	2.2	12.0	34.1
UK	3.5	18.8	16.1
Schweiz	2.5	13.3	38.5
Japan	2.2	0.5	34.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

SELECTED EXCHANGE RATES

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	108.2	2.7	0.0
Euro (EUR)	127.7	-1.9	3.1
Yen (JPY)	85.0	-7.6	-6.8
Pfund (GBP)	83.1	3.1	7.0
Schweizer Franken (CHF)	170.7	1.8	10.0
Chin. Yuan (CNY)	145.3	7.2	9.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	265.3	41.3	46.3
Brent Rohöl (\$/b)	94.8	49.7	43.1
Gold (\$/oz.)	1,869.1	4.0	41.3
Industriemetalle (1991 = 100)	398.0	31.0	63.6
Impl. Aktienvolatilität (VIX,%)	24.3	13.2	62.9
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	92.7	63.3	102.8

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
16. Februar 2022.

Die in der Vergangenheit
erzielte Performance ist kein
zuverlässiger Massstab für die
künftige Wertentwicklung.

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited lediglich zu Informations- und Marketingzwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Es darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden, sofern Rothschild & Co Wealth Management UK Limited dem nicht im Voraus ausdrücklich schriftlich zugestimmt hat. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung. Der Wert einer Kapitalanlage und die mit ihr erzielten Erträge können im Falle von Anlagen in Auslandswährungen aufgrund von Wechselkursänderungen steigen oder sinken. Investitionen in Schwellenmärkten können grösseren Risiken unterliegen. Bei Portfolios, die in Anlagen und andere festverzinsliche Wertpapiere investieren, können Zinsänderungen zu Wertverlusten führen. Hedgefonds setzen häufig Fremdkapital ein; die Aufnahme von Krediten zur Ertragssteigerung und andere spekulative Anlagepraktiken erhöhen das Risiko von Anlageverlusten.

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert Rothschild & Co Wealth Management UK Limited weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut; ausgenommen sind Fälle von Betrug. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Handelt es sich bei der Datenquelle in dieser Präsentation um MSCI, sind wir verpflichtet Ihnen als Nutzungsbedingung Folgendes mitzuteilen: „Weder MSCI noch eine andere an der Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der MSCI-Daten beteiligte Partei leisten ausdrückliche oder indirekte Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die infolge ihrer Nutzung zu erzielenden Ergebnisse), und sämtliche Parteien lehnen hiermit ausdrücklich sämtliche Gewährleistungen in Bezug auf die Echtheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck dieser Daten ab. Unbeschadet des Vorstehenden übernehmen MSCI, die mit ihr verbundenen Unternehmen oder Dritte in Bezug auf die Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der Daten keinerlei Haftung für unmittelbare, mittelbare, besondere, Strafschadenersatz einschliessende, Folge- oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), auch dann nicht, wenn auf die Möglichkeit solcher Verluste hingewiesen wurde. Eine Verteilung oder Weiterverbreitung der Datens von MSCI ist ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI unzulässig.“

In Grossbritannien wird dieses Dokument von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, in der Schweiz von Rothschild & Co Bank AG ausgegeben. In manchen Ländern kann die Ausgabe dieses Dokuments durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich zu informieren und alle einschlägigen rechtlichen und aufsichtsbehördlichen Bestimmungen einzuhalten. Im Zweifelsfall dürfen weder dieses Dokument noch Kopien davon in die USA versandt oder mitgenommen oder in den USA in Umlauf gebracht oder an eine US-Person ausgehändigt werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Hinweise auf Rothschild & Co beziehen sich auf jedes zum Konzern der Rothschild & Co Continuation Holdings AG gehörende Unternehmen, das unter dem Namen «Rothschild & Co» tätig ist, aber nicht notwendigerweise auf ein bestimmtes Rothschild & Co Unternehmen. Kein Unternehmen der Rothschild & Co Gruppe ausserhalb Grossbritanniens unterliegt dem britischen Financial Services and Markets Act aus dem Jahr 2000. Falls dennoch Dienstleistungen dieser Unternehmen angeboten werden, so gelten die britischen aufsichtsbehördlichen Schutzbestimmungen für Privatkunden nicht. Auch besteht kein Anspruch auf Entschädigung nach dem britischen Financial Service Compensation Scheme.

Zur Rothschild & Co Gruppe gehören unter anderem folgende Vermögensberatungsgesellschaften:

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Registriert in England unter der Nummer 04416252. Sitz der Gesellschaft: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

Rothschild & Co Bank International Limited. Sitz der Gesellschaft: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Lizenziert und beaufsichtigt von der Guernsey Financial Services Commission.

Rothschild & Co Bank AG. Sitz der Gesellschaft: Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Schweiz. Zugelassen und beaufsichtigt von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.