

Der Trend ist vorgezeichnet

Ausblick Die ersten Notenbanken haben 2021 begonnen, den Fuss vom Gaspedal zu nehmen. Ist das der Anfang vom Ende der ultra-expansiven Geldpolitik? Jein.

Thomas Heller

Für den Zinsausblick 2022 ist ein Blick auf das vergangene Jahr angebracht. Der Auftakt verlief weitgehend erwartungsgemäss. Der Start der Coronaimpfkampagnen und die Aussicht auf Lockerungen der Massnahmen schürten die Erwartung einer starken Konjunktur und einer anziehenden Teuerung. Zu Recht, wie sich herausstellen sollte. Der Anstieg der langfristigen Zinsen, allen voran in den USA, konnte deshalb nicht überraschen. So weit, so gut.

Just als die US-Inflation im April begann, so richtig anzusteigen, gaben die US-Zinsen hingegen wieder nach. Eine ähnliche Entwicklung durchliefen etwas verzögert auch die Eurozone und die Schweiz. Die Ursachen für den Zinsrückgang sind nicht eindeutig.

HARTNÄCKIGE INFLATION

Die (absehbare) Wachstumsverlangsamung nach der rasanten Erholung kann dies nur teilweise erklären. Ab August, als sich die Inflation als stärker sowie hartnäckiger entpuppte als ursprünglich gedacht und die Rhetorik der Notenbanken (u.a. Fed und BoE) sowie die Markterwartungen begannen, ins Restriktivere, weniger Expansive zu kippen, zeigte der Zinstrend wieder nach oben. Kurzzeitig rentierten 10-jährige Eidgenossen sogar erstmals seit drei Jahren wieder positiv.

Mit dem erneut deutlichen Anstieg der Coronafallzahlen, den damit einhergehenden Eindämmungsmassnahmen und spätestens mit dem Auftauchen der neuen Virusvariante Omikron waren die Renditen ab Ende November wieder unter Druck geraten, bevor sie ab Mitte Dezember erneut nach oben tendierten. Das Zinsjahr 2021 war also ein spezielles, zum Teil widersprüchliches. Während die EZB und die SNB ihre bisherige Negativzinspolitik auch 2022 fortsetzen werden, überraschte kurz vor

Weihnachten mit der Bank of England eine erste grosse Notenbank mit einer Zinserhöhung. Zur gleichen Zeit kündigte die US-Notenbank an, ihr Anleihenkaufprogramm rascher zu beenden, als sie nur einen Monat zuvor angekündigt hatte. Auch stellte das Fed für 2022 bis zu drei Zinserhöhungen in Aussicht.

Es sind erste zaghafte Schritte auf dem Weg zur Normalisierung der Geldpolitik. Ob es tatsächlich zu drei US-Zinserhöhungen kommen wird, bleibt abzuwarten. Besonders, wenn sich die Inflation markant abschwächen sollte. Noch sind die hohen Inflationszahlen von Basis- und Sondereffekten geprägt. Doch die Inflation ist ein Schwungrad, das langsam in Bewegung kommt, schneller wird und schwer zu bremsen ist. Steigen die Preise, steigt die Inflation. Und weil die Inflation steigt, kommt es zu Preiserhöhungen – etwa bei administrierten Preisen oder durch höhere Löhne –, was wiederum die Teuerung anheizt. Wir stehen vermutlich an einer kritischen Schwelle, die nächsten Monate werden entscheidend sein, ob dieser «Schwungrad-effekt» zu greifen beginnt. Nächstes Jahr sollte

sich die Inflation substantiell zurückbilden. Vielleicht nicht gerade auf das von den Notenbanken anvisierte Ziel von 2%, aber deutlich unter die heutigen Niveaus von fast 7% (USA) beziehungsweise 5% (Eurozone).

In der zweiten Jahreshälfte 2021 hatte sich die Konjunktur deutlich verlangsamt. Das war nach der rasanten Erholung vom zuvor markanten Einbruch zu erwarten. Zudem hatten Lieferengpässe, Energieknappheit und Arbeitskräftemangel einen stärkeren Aufschwung gebremst. Diese Bremsklötze dürften sich zusehends entspannen. Trotz wegfallender Transferleistungen wird der Privatkonsum in den USA – dank weiterer Fortschritte am Arbeitsmarkt – eine wichtige Konjunkturstütze bleiben. Ähnliches gilt für Europa, wo ein Abbau der in der Coronakrise erhöhten Sparquote den Konsum beleben wird. Auch sind von staatlicher Seite Impulse zu erwarten, etwa mit dem Infrastrukturprogramm in den USA oder dem EU Recovery Fund.

Zudem wird Chinas Regierung versuchen, einen grösseren Abschwung, der wegen des kriselnden Immobiliensektors droht, zu verhindern. Auch wenn das Wachstum tiefer ausfallen dürfte, bleiben die globalen Konjunkturaussichten 2022 vielversprechend. Es sei denn, Corona macht dem positiven Grundszenario einen Strich durch die Rechnung.

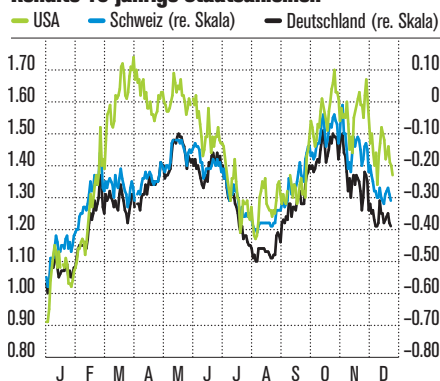
ZINSEN IM SPANNUNGSFELD

Omikron zeigt auf, dass die Coronapandemie nicht ausgestanden ist, dass es zu schärferen Einschränkungen kommen kann, als dies noch vor kurzem für möglich gehalten wurde. Wie stark uns das Virus dieses Jahr beschäftigen wird, ist schwer abzuschätzen. Als Damoklesschwert hängt es aber über Konjunktur und Märkten. Die langfristigen Zinsen sind gefangen zwischen der Verschärfung der Coronasituation (mehr Ansteckungen, mehr Massnahmen mit Belastung für das Wachstum) auf der einen und gutem Wachstum, erhöhter Inflation sowie restriktiverem Kurs der Notenbanken auf der anderen Seite. Es droht ein ähnlich volatiler Zinsverlauf wie 2021.

Unter dem Strich werden die Kapitalmarktrenditen dieses Jahr wohl weiter ansteigen, ein Überschiesse schein aber wenig wahrscheinlich. Ein substantieller und nachhaltiger Anstieg über die 2%-Marke für 10-jährige US-Treasuries oder eine Rückkehr 10-jähriger Eidgenossen deutlich ins Positive würden überraschen. Was 2022 gleich bleiben dürfte: Kommt es konjunkturell oder an den Märkten zu Verwerfungen, werden die Notenbanken erneut bereitstehen.

Thomas Heller, CIO und Leiter Research, Schweizer Kantonalbank

Rendite 10-jährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg / Grafik: FoW, sm