

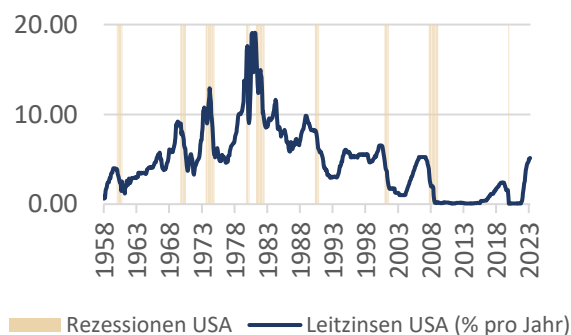
## ECOFIN-NAVIGATOR 3. Quartal 2023

### Führen uns die Zinserhöhungen der Zentralbanken in eine Rezession?

*Starke Zinserhöhungen führten in der Vergangenheit – verzögert – meist zu Rezessionen. Ökonomische Überlegungen zeigen, dass diese Entwicklung auch nach den jüngsten Zinserhöhungen ein wahrscheinliches Szenario ist, obwohl sich die heutige Situation von vergangenen Zinserhöhungszyklen unterscheidet.*

Zu Beginn der Jahres 2008 liess Ben Bernanke, der damalige FED-Präsident, verlauten: «Das FED rechnet nicht mit einer Rezession». Im Nachhinein wissen wir, dass sich die USA zum Zeitpunkt dieser Aussage bereits am Anfang einer langwierigen Rezession befand. Die Zinserhöhungen der US Zentralbank förderten Bruchstellen im Finanzsystem zutage und führten, in Kombination mit anderen Faktoren, zu einer Finanzkrise. Die USA, die Schweiz und viele andere Länder rutschten in eine Rezession. Heute, fünfzehn Jahre später, erhöhen die Zentralbanken die Zinsen erneut stark. Sie bekämpfen so die von ihnen selbst verursachte Inflation. Und erneut geben sich die Präsidenten wichtiger Zentralbanken zuversichtlich, dass die Realwirtschaft die starken Zinserhöhungen ohne Rezession überstehen werde. Wird es dieses Mal gelingen?

Ein Blick in die Vergangenheit stimmt pessimistisch. In den USA gab es zwischen 1958 und 2022 elf Perioden mit signifikanten Zinserhöhungen (von 2.5 Prozentpunkten oder mehr) und neun Rezessionen. In acht dieser elf Fälle kam es danach zu einer Rezession; und acht von neun Rezessionen ging eine signifikante Zinserhöhung voraus. Der statistische Zusammenhang zwischen signifikanten Zinserhöhungen und Rezessionen existiert nicht nur für die USA; er ist in ähnlicher Form für viele weitere Länder empirisch belegt.



Entwicklung der Leitzinsen in den USA

Der statistische Zusammenhang lässt sich theoretisch erklären: Sinken die Zinsen, wird der Faktor Kapital günstiger, die Bewertungen steigen, Investitionstätigkeit und Konsumausgaben werden angeheizt. Erhöhen die Zen-

tralbanken die Zinsen, passiert das Umgekehrte: Der Faktor Kapital wird teurer, die Bewertungen sinken, die Kreditvergabe wird gedämpft, Investitionstätigkeit und Konsumausgaben geraten ins Stottern. Je nach der Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft und der Lage der Weltwirtschaft schwächt sich die wirtschaftliche Dynamik in der Folge so stark ab, dass eine Rezession eintritt.

Die geldpolitische Austerität überträgt sich verzögert auf die Realwirtschaft. Milton Friedman hat bereits 1960 beschrieben, dass diese Verzögerungen «lange und variabel» seien. In jenen Fällen, in denen die Zinserhöhungen in den USA in eine Rezession mündeten, dauerte es vom Beginn der geldpolitischen Straffung bis zum Beginn der Rezession zwischen 24 und 44 Monaten.

Da die Wirkung der Geldpolitik auf die Realwirtschaft dynamisch und komplex ist und jedesmal anders abläuft, kann auch heute niemand sagen, wann und wie stark sich die Geldpolitik in einer eventuellen Rezession niederschlägt. Auf jeden Fall kann man noch nicht sagen, wie immer wieder zu hören ist, dass die sanfte Landung gelungen sei. Wegen der stark expansiven Fiskalpolitiken vieler Ländern in den letzten zehn Jahren, im besonderen während der Pandemiejahre, muss vermutet werden, dass sich die Wirkung der Geldpolitik auf die Realwirtschaft stärker als in früheren Jahren verzögern wird.

Zinsveränderungen spielen auch für die Finanzmärkte eine zentrale Rolle. Für die Schweiz, eine kleine, offene Volkswirtschaft, in der sich weltweite Rezessionsrisiken niederschlagen können, ist dies besonders ausgeprägt. Dabei darf aber nicht vergessen werden, dass die Finanzmärkte künftige Erträge widerspiegeln, nicht die aktuelle Wirtschaftslage. Die Aktienmärkte können sich positiv entwickeln, obschon die Realwirtschaft weltweit in eine Rezession abgleitet. Diese komplexe Dynamik macht Punktprognosen und Market-Timing unmöglich. Verlässt man sich auf solche Prognosen geht man Risiken ein, die nicht entschädigt werden. Für den Anleger macht es deshalb mehr Sinn, sich mit den Auswirkungen unterschiedlicher Szenarien auf das eigene Portfolio auseinanderzusetzen und dieses entsprechend auszurichten.

## Portfolio-Konstruktion und -Anpassungen mit Szenarien

ECOFIN beurteilt die positiven und negativen Renditepotenziale von Anlagekategorien und -segmenten anhand von Szenarien. Ausgangspunkt eines jeden Szenarios sind die aktuellen Kapitalmarkt-Bedingungen (Zinsstrukturen in Schweizer Franken und in den wichtigsten anderen Währungen, aktuelle Ertragserwartungen, Credit Spreads, Default Rates etc.) sowie Vorstellungen über die Entwicklung der Welt (siehe Abbildung unten). Unterschiedliche Annahmen über Veränderungen dieser Grössen schlagen sich in den einzelnen Szenarien nieder.

Ziel der Nutzung von Szenarien ist das Aufzeigen von Chancen und Risiken, denen Anlagen durch Veränderungen des Zins- und Wirtschaftsumfeldes mittelfristig ausgesetzt sein können. Es ist Sache des Anlegers, sein Portfolio anhand solcher Risiken zu beurteilen und – gegebenenfalls – anzupassen, um keine nicht-gewünschten Risiken einzugehen. Der Einsatz von Szenarien als Basis

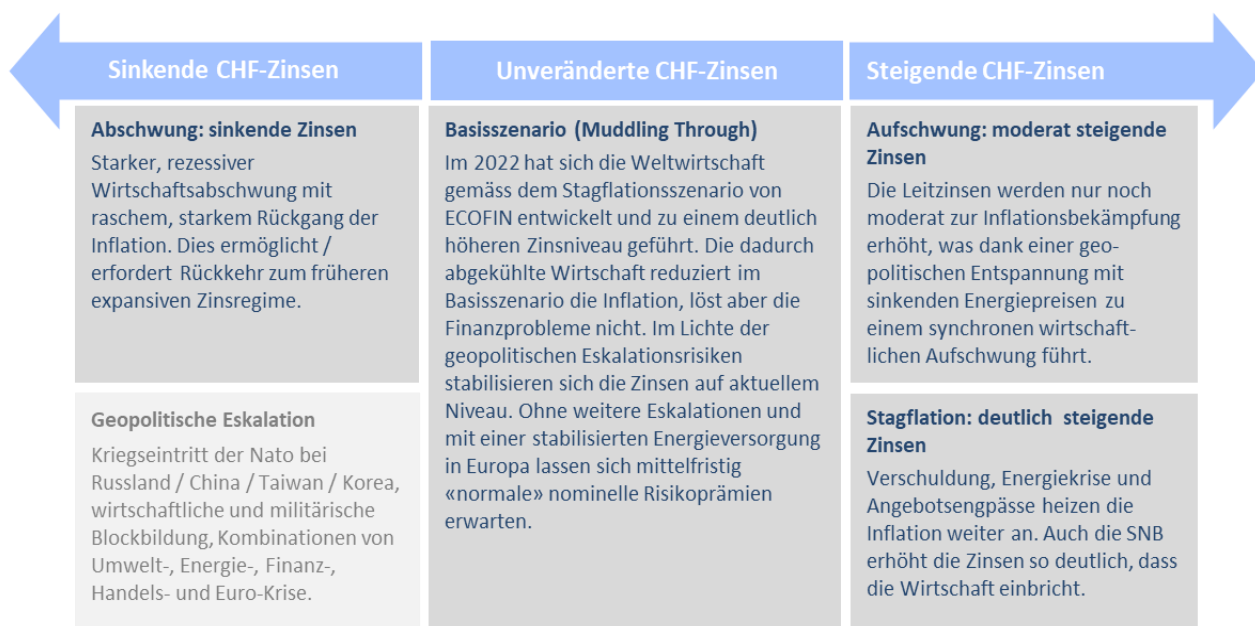
für die Anlagetaktik ist explizit kein Ziel.

Im Detail werden die Szenarien wie folgt hergeleitet:

- Die Ertragserwartungen für Obligationen ergeben sich aus der modellierten Entwicklung der Laufzeiten-Strukturen für Zinsen und Credit Spreads (inkl. Default Rates und Recovery Rates).
- Die Ertragserwartungen für Aktien sowie Immobilien und alternative Anlagen werden auf der Basis kategorienspezifischer Risikoprämien-Ansätze berechnet.

Technische Basis für die Entwicklung dieser Szenarien ist eine ECOFIN-Software, mit der Veränderungen von Zinskurven, Veränderungen von Zinsspannen etc. simuliert werden können.

Die Szenarien werden bei grösseren Marktbewegungen, mindestens zu Beginn eines jeden Jahres, überarbeitet.



ECOFIN-Szenarien per 15. Januar 2023

Kontakte:

- Arno Grüter, ECOFIN Investment Consulting AG, arno.grueter@ecofin.ch, +41 79 400 9385
- Dr. Alexandra Janssen, ECOFIN Portfolio Solutions AG, alexandra.janssen@ecofin.ch, + 41 79 725 9526