

## **Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten**

Der Inhalt dieser Beiträge dient nur der Information und als Diskussionsgrundlage. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck – auch auszugsweise – bitten wir um Quellenangaben: Benelli Consulting – [www.benelli-consulting.ch](http://www.benelli-consulting.ch)

Contents 2023

### **IV Quartal 2023**

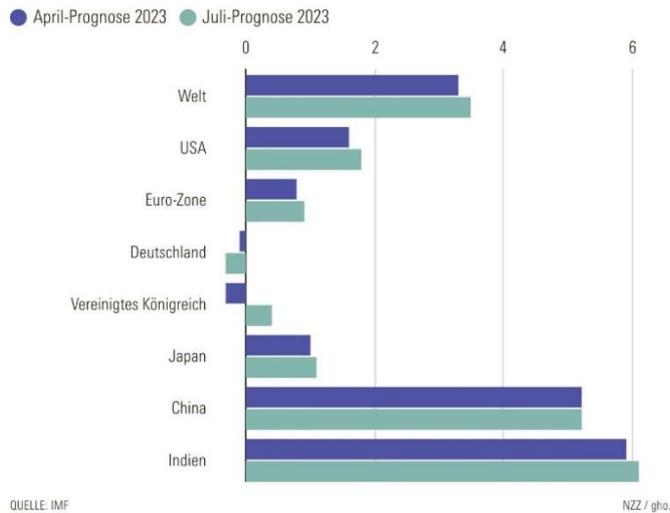
1. **Wo ist die Rezession geblieben? Eine Standortbestimmung**
2. **Die Zinssätze bleiben hoch und verschlechtern die wirtschaftlichen Aussichten**
3. **Finanzmärkte: Harte Landung?**

#### **1. Wo ist die Rezession geblieben? Eine Standortbestimmung**

Lange Zeit hatten die Zentralbanken die Inflationsrisiken unterschätzt und als sie das Problem schliesslich erkannten, erhöhten sie die Zinssätze massiv und sehr schnell. Infolge dieser Zinserhöhungen erwarteten viele Marktteilnehmer eine weltweite Rezession, die zumindest bis heute jedoch ausgeblieben ist. Wir haben seit langem eine andere Meinung vertreten. Erstens haben wir die Inflation als ein dauerhaftes und nicht nur vorübergehendes Problem erkannt, wie es die Zentralbanken lange Zeit behauptet hatten. Zweitens rechneten wir wegen des Inflationsproblems auch damit, dass die Zentralbanken die Zinssätze anheben würden, und empfahlen dementsprechend, die Duration der Portfolios zu verkürzen oder von traditionellen Anleihen in inflationsgebundene Anleihen umzuschichten. Später, als die meisten Marktteilnehmer aufgrund der Zinskorrekturen der Zentralbanken eine wirtschaftliche Rezession erwarteten, waren wir wesentlich differenzierter und weniger pessimistisch. Obwohl verschiedene Indikatoren wie die Inversion der Zinskurve bereits im Vorjahr auf Rezessionsrisiken hindeuteten, waren wir nicht übermässig besorgt, da die effektiven Realzinsen (definiert als kurzfristige Zinssätze abzüglich der aktuellen Inflation) noch immer negativ oder niedrig waren. Unsere Devise lautete: In den USA ist nur eine Wachstumsverlangsamung zu erwarten, in Europa dagegen eine Stagflation, was eigentlich eher der heutigen Realität entspricht, vor allem wenn wir uns in Europa das Beispiel Deutschland anschauen.

## Der IMF ist etwas optimistischer geworden, aber nicht für Deutschland

Vorhersagen zum Wirtschaftswachstum für 2023, in Prozent



## 2. Die Zinssätze bleiben hoch und verschlechtern die wirtschaftlichen Aussichten.

Diese besondere Situation mit niedrigen Realzinsen ändert sich nun langsam. Trotz eines leichten Rückgangs der Inflation sind die Nominalzinsen nach wie vor hoch, so dass auch die Realzinsen steigen. Während in der Vergangenheit die Inflationsrate höher war als die Zinsen und viele Unternehmen ihre "pricing power" nutzen konnten, um die Inflation an die Konsumenten weiterzugeben, wird dies nun zumindest in den USA immer schwieriger. Produktpreiszuschläge können die gestiegenen Kapital- und Refinanzierungskosten der Unternehmen nicht mehr kompensieren.

Die Inflationszahlen werden in absehbarer Zeit nicht auf das langfristige Ziel der Zentralbanken zurückgehen. Das Problem bleibt die Kerninflation, die sowohl in den USA als auch in der EU immer noch bei rund 5 % liegt. Während in Europa weitere Zinserhöhungen erforderlich wären, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen, könnten höhere Realzinsen in den USA eine deutlichere Konjunkturabkühlung auslösen. Die Vorstellung einer "sanften Landung" mit bescheidenem Wachstum und niedriger Inflation erscheint uns zu optimistisch. In der Vergangenheit ist es den Zentralbanken nur selten gelungen, die Inflation deutlich zu senken, ohne das Wirtschaftswachstum zu beeinträchtigen.



Die volle Wirkung der geldpolitischen Straffung wird wahrscheinlich erst Ende 2023 oder in der ersten Hälfte des Jahres 2024 zu spüren sein. Viele Frühindikatoren deuten in diese Richtung. Auch die Geschäftsbanken haben ihre Kreditvergabestandards bereits drastisch verschärft und das Kreditwachstum hat sich bereits verlangsamt. Die Zentralbanken konzentrieren sich mehr auf die Arbeitsmärkte, die nach wie vor relativ angespannt sind, aber zu den Spätindikatoren gehören. Doch selbst der US-Arbeitsmarkt zeigt inzwischen Anzeichen einer Abschwächung.

### 3. Finanzmärkte: Harte Landung?

Seit Jahresbeginn haben die Aktien- und Anleihemärkte bei erhöhter Volatilität nur mässige Gewinne verzeichnet. Der wirtschaftliche Konsens geht von einer "weichen Landung" in den USA aus mit bescheidenem Wachstum und sinkender Inflation. Wir glauben jedoch nicht an dieses Szenario, sondern gehen davon aus, dass die Zinssätze weltweit länger hoch bleiben werden. Trotz erster Erfolge an der Inflationsfront ist der Kampf noch nicht gewonnen und längerfristig sind weitere Zinserhöhungen, insbesondere in Europa, durchaus möglich. Nun müssen die Wirtschaft und die Finanzmärkte mit den Folgen des gestiegenen Renditeniveaus fertig werden, zum Beispiel in Form der Bankenkrise im März, einer nachlassenden Risikobereitschaft auf den Finanzmärkten oder einer nachlassenden Nachfrage auf den Immobilienmärkten. Die Unternehmensgewinne in den USA sind im zweiten Quartal gesunken, allerdings weniger stark als erwartet, und die Rallye am US-Aktienmarkt hat sich ausgehend von einigen grossen Technologieunternehmen "ausgebreitet".

Nach dem starken Anstieg der US-Zinsen werden erstklassige Anleihen für langfristige Anleger langsam wieder attraktiver. Die Aktienmärkte werden unserer Ansicht nach in den nächsten 3 - 6 Monaten zu kämpfen haben, da die Gewinnerwartungen der Unternehmen zurückgestuft werden und die Bilanzen der Unternehmen mit dem Abschwung unter Druck geraten. Angesichts der geringeren Inflation und der Aussicht auf niedrigere Zinssätze Ende 2024 könnten sich die Aktienmärkte jedoch erholen, bevor die Wachstumsverlangsamung vorüber ist. Der US-Dollar wird sich zunächst erholen, zumindest so lange die Federal Reserve ihre Straffung zur Inflationsbekämpfung fortsetzt.

