

Anlagebericht III.Q 2023

Dr. Giuseppe Benelli
Juli 2023

www.benelli-consulting.ch

Wirtschaft

- Die Inflation ist immer noch da und die Zentralbanken haben ihre Unschuld verloren.
- Die Turbulenzen im Banken- und Finanzsektor sind noch nicht vorbei.
- Mit steigenden Zinsen erhöht sich auch das Risiko einer Schuldenkrise.
- In Europa droht ein Schuldenschnitt.

Finanzmärkte

- Das Anlageumfeld hat sich verändert.
 - Die Anleihemärkte reagierten zuerst.
 - Die Banken werden unter Druck gesetzt.
 - Liquiditätsprobleme bei fremdfinanzierten Anlagen
 - "Zombie"-Unternehmen unter Druck
- Finanzielle Repression mit hoher Inflation, hohen Zinssätzen, aber niedrigen realen Zinssätzen
- Aktienmärkte bleiben gefährdet.
 - Das grösste Risiko bleibt ein Anstieg der Realzinsen.
- Obligationen: Besser, aber ihre Rendite ist niedriger als die Inflation.
 - Vorsichtig bei Unternehmensanleihen
- Alternative Anlagen
 - Gold profitiert von der Bankenkrise.
 - Private Equity bleibt unter Druck.
- Währungen werden durch Geldpolitik und Inflation bestimmt.

Konkurrenzvergleich

- Umfrage der Bank of America Mai 2023
 - Pessimismus nimmt zu.

Die Inflation ist immer noch da und die Zentralbanken haben ihre Unschuld verloren.

Die Zentralbanken haben die Inflation nicht unter Kontrolle. In den USA liegt die Kerninflation mit 5,3 % über der allgemeinen Inflation von 4,0 % und immer noch weit über dem erklärten Ziel von 2,0 %. In der Eurozone stieg die Inflation im letzten Herbst auf über 10 % und lag im Mai immer noch bei 6,1 %. Die Europäische Zentralbank, aber auch die Bank of England und die US-Notenbank haben zu lange gebraucht, um zu erkennen, dass sie sich überschätzt haben. Die Geldpolitik war zu lange zu expansiv. Das Abwarten der Zentralbanken ist kaum nachvollziehbar, da nicht nur die Preise gestiegen sind, sondern aufgrund der riesigen Ausgabenprogramme auch die Schulden. Überall hat die Monetarisierung der expansiven Finanzpolitik erheblich zur Inflation beigetragen.

Die Zentralbankbilanzen sind seit der Finanzkrise explodiert

Total der Aktiven, Index, 2007 = 100



Die Inflation ist immer noch da und die Zentralbanken haben ihre Unschuld verloren.

Nun kämpfen die Zentralbanken um ihren Ruf und ihre Unabhängigkeit und die Hoffnung auf baldige Zinssenkungen hat sich in Luft aufgelöst. Bisher hat die EZB die Leitzinsen in acht Schritten um 400 Basispunkte angehoben. Die Fed hat die Leitzinsen um 500 Basispunkte erhöht. Die Rezessionswarnungen haben kürzlich ihren Höhepunkt erreicht. Der Internationale Währungsfonds prognostiziert das schwächste Wachstum seit 1990.

Leitzinsen sind seit Anfang 2022 um bis zu 5 Prozentpunkte gestiegen

Leitzinsen der wichtigsten Zentralbanken



- ① Beginn Finanzkrise
- ② Ausbruch Griechenland-Krise
- ③ Südeuropäische Bankenkrise
- ④ Amtsantritt Donald Trump
- ⑤ Die Corona-Pandemie beginnt
- ⑥ Russland überfällt die Ukraine
- ⑦ Ausbruch US-Regionalbanken-Krise

QUELLE: NATIONALE ZENTRALBANKEN

NZZ / pfi.

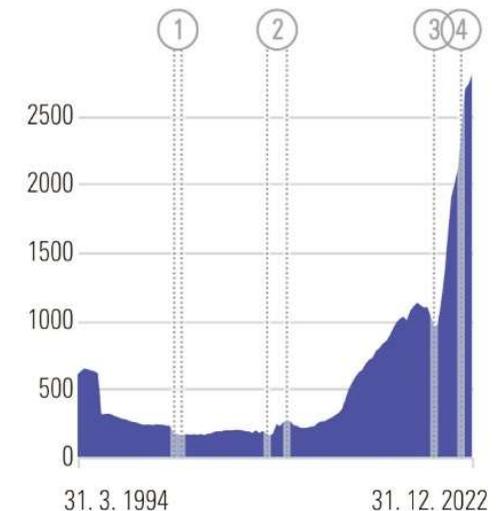
Die Turbulenzen im Banken- und Finanzsektor sind noch nicht vorbei.

Die zur Bekämpfung der Inflation notwendige Erhöhung der Zinssätze ist ein Testfall für die Stabilität des Finanzsystems. Steigende Zinssätze legen offen, wer übermässige Risiken eingegangen ist. Wertpapiere und Immobilienanlagen verlieren an Wert, da die Kapitalkosten steigen. Wenn die Anleger zu zweifeln beginnen und ihr Vermögen abziehen wollen, können die weniger flüssigen Vermögenswerte nur mit grösseren Verlusten liquidiert werden.

Ein Leitzins von bis zu 5 % ist für viele kleine und mittlere US-Banken offensichtlich zu hoch. Sie dachten, dass die Zinsen für immer niedrig bleiben würden, und haben das Zinsrisiko nicht ausreichend abgesichert. Einige von ihnen sehen sich aufgrund negativer Wertveränderungen in ihren Bilanzen mit enormen Buchverlusten konfrontiert. Auch wenn sich einiges in den Büchern verbergen lässt, z. B. indem Anleihen nicht zu Marktpreisen bewertet werden, drückt dies auf die Rentabilität und wenn das Eigenkapital nicht mehr ausreicht, wird die Lage prekär. Dies hat die US-Banken dazu veranlasst, die Rückstellungen zu erhöhen und grosse Abschreibungen auf Wertpapiere vorzunehmen.

Die amerikanische Finanzbranche sitzt auf enormen Buchverlusten

Zur Fälligkeit gebuchte Wertpapiere (Mrd. \$)



- ① Geplatze Internetblase
- ② Finanzkrise
- ③ Beginn der Corona-Krise
- ④ Erste Zinserhöhung

QUELLE: FRED

NZZ / cri.

Die Turbulenzen im Banken- und Finanzsektor sind noch nicht vorbei.

In Europa wird das Problem noch nicht erkannt, doch auch hier scheint die Situation nicht viel besser zu sein. Seit der Finanzkrise 2008 arbeiten die Banken in einem schwierigen Umfeld. Es besteht die Sorge, dass die EU-Banken die Herausforderungen nicht richtig einschätzen.

In den letzten Jahren haben die Banken in grossem Umfang Staatsanleihen gekauft, die bis vor kurzem zu sehr niedrigen Zinssätzen ausgegeben wurden. Mit steigenden Zinsen sind diese Anleihen nun viel weniger wert, was die Kapitalbasis vieler Banken verschlechtert. Besonders akut ist das Problem bei Anleihen hoch verschuldeter Länder wie Italien, da steigende Zinsen die Bedienung der Schulden verteuern und die von den Anlegern geforderte Risikoprämie erhöhen.

Dies lässt Zweifel aufkommen, ob sich die EZB wirklich auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren kann, wenn Staaten und Banken nach einer langen Phase niedriger Zinsen wegen schneller Zinserhöhungen nun in Schwierigkeiten geraten. Politisch attraktiver wären eine finanzielle Repression und höhere Inflationsraten von vielleicht 4 - 5% für einige Zeit.

Mit steigenden Zinsen erhöht sich auch das Risiko einer Schuldenkrise.

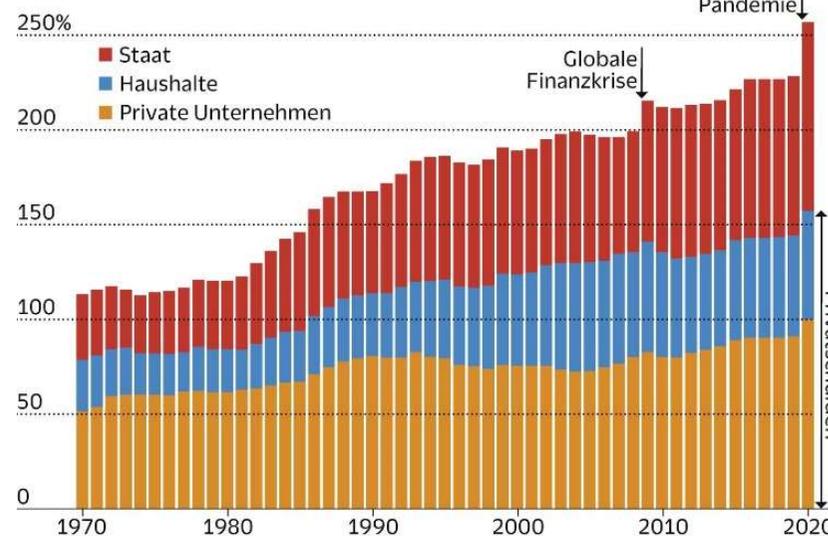
Mit der starken Erhöhung der Liquidität durch die Zentralbanken hat auch die Verschuldung zugenommen und inzwischen ein Ausmass erreicht, das nur noch schwer zu ertragen ist. Aufgrund des billigen Geldes ist die weltweite Verschuldung bis 2020 auf 226 Billionen USD angestiegen. Das sind 256 % der globalen Wirtschaftsleistung pro Jahr. Es war klar, dass die Neubewertung der weltweiten Schulden zu Verwerfungen führen würde, als die Zinssätze zu steigen begannen.

Nach den Bankenzusammenbrüchen der letzten Monate hofften einige, dass die Fed ihren Kurs ändern würde, als ob Geld für immer billig bleiben könnte und der US-Kongress die Schuldenobergrenze unbegrenzt anheben könnte. Hier zeigt sich das Dilemma der Zentralbanken: Erhöhen sie die Zinssätze zu lange und zu stark, steigt das Risiko einer erneuten Bankenkrise. Tun sie es nicht, ist eine lange Zeit der Inflation die Folge.

Historisch

Billiges Geld führte in die Rekordverschuldung

Schuldenlast im Vergleich zum BIP in Prozent

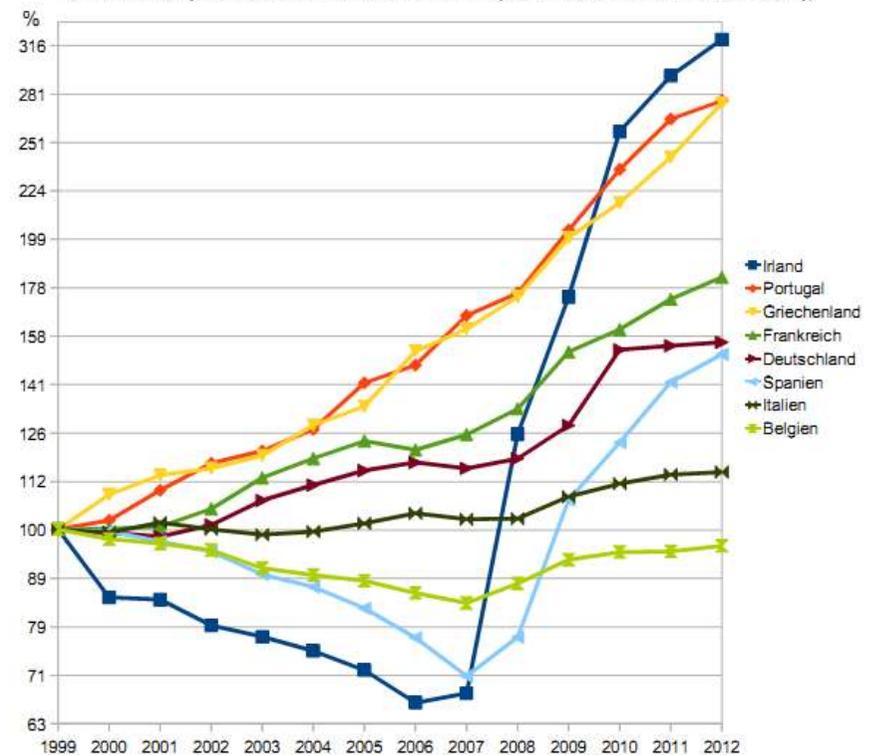


Quelle: Internationaler Währungsfonds (IMF)

In Europa droht ein Schuldenschnitt.

Ein Klumpenrisiko sind die im Finanzsystem überwiegender Staatsanleihen. Diese Anleihen sind nichts anderes als vom Bankensystem übernommene Staatsschulden - Schulden, die seit 2008 von den Regierungen für Bankenrettungen, Euro-Rettungspakete, Pandemie-Rettungsfonds, den Green Deal und mehr aufgenommen worden sind. Sie sind das Ergebnis einer monetären Staatsfinanzierung gigantischen Ausmasses unter der Führung der Zentralbanken.

Relative Veränderung der Pro-Kopf-Verschuldung seit Einführung des Euros
(Inflationbereinigt, aus Daten des Internationalen Währungsfonds Sep. 2011, 2011/2012 Schätzung)

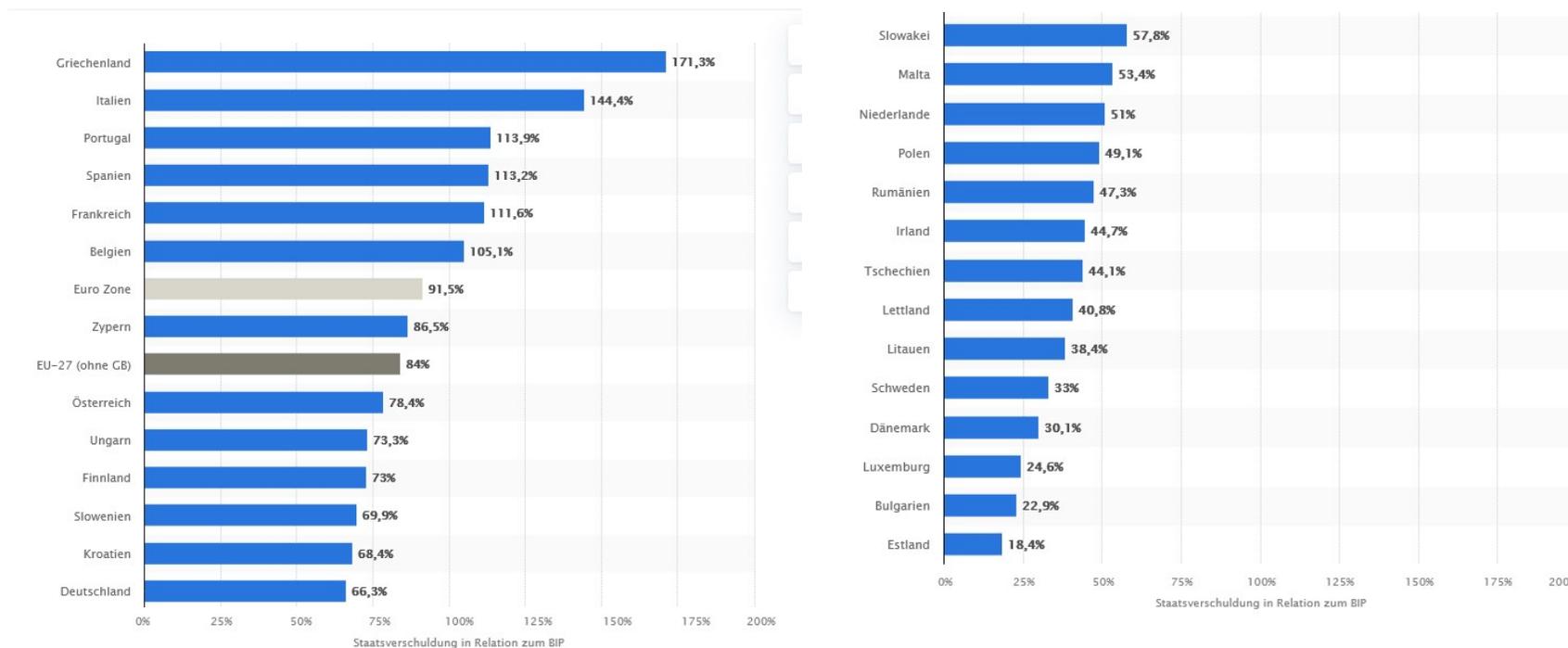


Quelle NZZ

In Europa droht ein Schuldenschnitt.

In den Bilanzen der Geschäftsbanken, vor allem aber der Zentralbanken, erscheinen diese Schuldtitel als sichere Anlagen. Das mag nominal stimmen, doch steigende Zinsen führen zu ihrer Entwertung. Die Werte sinken, je mehr die Zinsen steigen, und die Staaten, d. h. die Schuldner, geraten wegen der steigenden Zinsen zunehmend in Schwierigkeiten.

Europäische Union: Staatsverschuldung in den Mitgliedstaaten im 4. Quartal 2022 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) ^{1 2}



In Europa droht ein Schuldenschnitt.

Es droht nicht nur eine dauerhafte Inflation, sondern auch ein Schuldenschnitt. Das Damoklesschwert der hohen Verschuldung des italienischen Staates schwebt schon seit einiger Zeit über der Währungsunion. Und allmählich schliesst sich auch Frankreich an. Länder wie Italien, die sich nicht reformieren lassen, werden in 10 - 20 Jahren ihre Schulden nicht mehr bedienen können. Ohne ein echtes Umdenken in der Finanzpolitik steuern sie auf einen langfristigen Schuldenschnitt zu.

Europa befindet sich in einer Phase, in der die EZB das Problem mit ihrer andauernden ultraexpansiven Niedrigzinspolitik selbst verschuldet hat. Nun gibt es Sorgen um die Finanzstabilität, die Märkte sind instabil, die Staaten sind hoch verschuldet. Die EZB weiss, dass sie die Zinsen weiter anheben und auf hohem Niveau halten muss, um die Inflation zu bekämpfen; auf der anderen Seite hat sie die Finanzmärkte und die Finanzpolitik im Blick. Im Euroraum ist der unterschiedliche Verschuldungsgrad der Mitgliedsstaaten ein besonderes Problem, das die USA nicht haben.

Das Anlageumfeld hat sich verändert.

Die Finanzmärkte haben sich nicht nur an das billige Geld gewöhnt, sondern durch die jahrzehntelange Niedrigzinspolitik auch Risiken angehäuft, die jederzeit zum Tragen kommen können. Nach der letzten Finanzkrise 2008 wurde gerettet und reguliert, was das Zeug hielt. Die geldpolitische Lockerung schuf jedoch genau jene Anreize, die die nächste Katastrophe vorbereiteten. Regulierungen können auch Klumpenrisiken erzeugen, da plötzlich alle dasselbe tun. Man glaubt, aus der Vergangenheit gelernt zu haben, doch die falsche Sicherheit führt zu denselben Fehlern in neuem Gewand.

Nun beginnen sich die drastischen Zinserhöhungen auf den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft auszuwirken.

- **Die Anleihemärkte reagierten zuerst.** Aufgrund der Straffung der Geldpolitik haben die Anleihemärkte im vergangenen Jahr etwa 15 % ihres Wertes verloren. In Erwartung steigender Zinsen hatten wir bereits vor einigen Jahren empfohlen, die Laufzeit des Portfolios zu reduzieren und variabel verzinsliche Anleihen (Floating Rate Notes, Insurance-Linked Securities usw.) und insbesondere inflationsgeschützte Anleihen wie TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) zu bevorzugen.

Das Anlageumfeld hat sich verändert.

- **Als zweite Reaktion wurden die Banken unter Druck gesetzt.** Der Fall der Silicon Valley Bank zeigt, zeigt das Problem der Banken bei steigenden Zinsen, wenn sie Ausleihungen langfristig zu niedrigen Zinsen binden, sich aber kurzfristig finanzieren. Anlagen in langfristige Staatsanleihen werden oft als Eigenkapital betrachtet und ihre Bewertungen sind in der Vergangenheit auf den überschwemmten Geldmärkten stetig gestiegen. Jetzt, mit dem starken Anstieg der Zinssätze, sinken die Marktwerte wieder, wodurch Finanzinstitute, die grosse Positionen aufgebaut hatten, in Gefahr geraten. Aufgrund des Ungleichgewichts zwischen den Vermögenswerten auf der Aktivseite der Bilanz und den Verbindlichkeiten auf der Passivseite (Asset-Liability Mismatch) sind diese Finanzinstitute in Schwierigkeiten geraten. In diesem Zusammenhang empfehlen wir seit langem, die Anlagestruktur an die Risikofähigkeit der Anleger anzupassen.

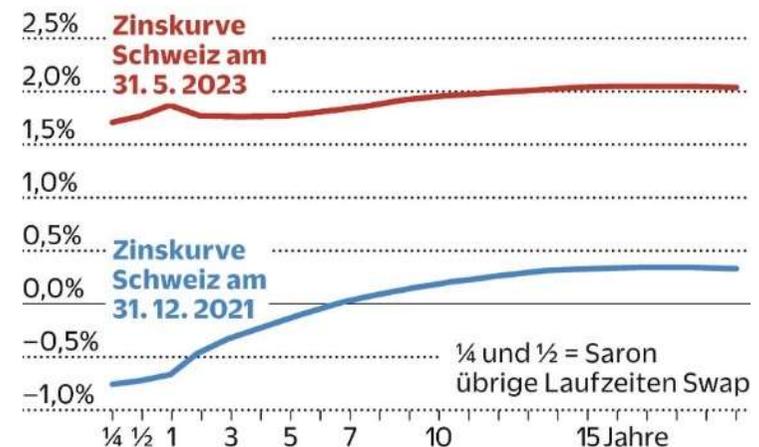


Das Anlageumfeld hat sich verändert.

- **Die dritte Reaktion dürften Liquiditätsprobleme bei stark fremdfinanzierten Anlagen sein.** Viele Anleger haben in der Periode niedriger Zinssätze ihre Investitionen in illiquide Anlagen erhöht, indem sie geringere Liquidität gegen höhere Renditen eingetauscht haben. Illiquide Anlagen können nicht sofort ohne einen grösseren Verlust gegenüber dem Marktpreis verkauft werden. Beispiele hierfür sind Anlagen in Private-Equity-Vehikel, aber auch Immobilien. Besonders gefährdet sind Anleger, die ihre Rendite durch eine hohe Hebelwirkung weiter steigern wollten. Daher bevorzugen wir weiterhin Qualitätsaktien, z. B. Value-Titel.

Von Zinsen unter null zum Höhenflug

Der Hypothekarzins hängt vom Swap ab



Interpretation: Ende 2021 kostete eine 10-jährige Festhypothek 1,18% (= Swap 0,18 für 10 Jahre + 1% Marge). Am 31. Mai 2023 kostete die gleiche Hypothek 2,94% (1,94% + 1% Marge).

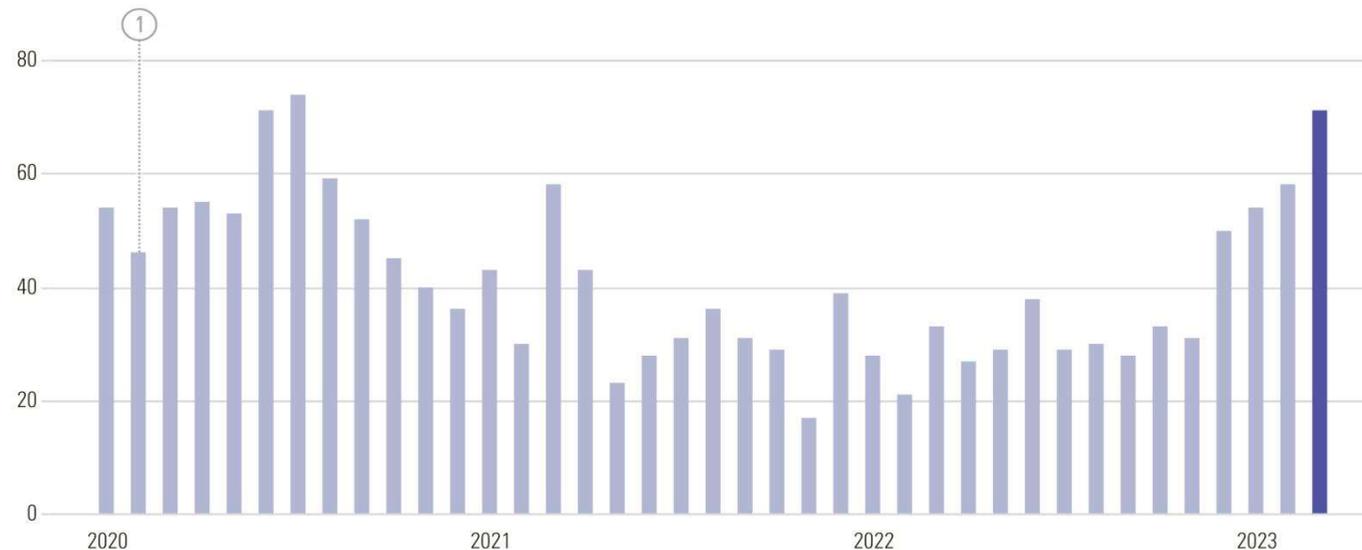
Quelle: Refinitiv

Das Anlageumfeld hat sich verändert.

- **Schliesslich werden auch die "Zombie"-Unternehmen unter Druck geraten**, die bei geringer Rentabilität hohe Kredite aufgenommen haben und nun bei höheren Zinsen nicht mehr weiterbestehen können. Viele Unternehmen können ohne billiges Geld und Konjunkturmassnahmen nicht überleben. Infolgedessen dürften die Risikoprämien von Unternehmensanleihen weiter steigen und wir raten weiterhin dazu, sie unterzugewichten.

In den USA geraten wegen höherer Zinsen mehr Firmen in die Insolvenz

Anzahl Chapter 11 je Monat*



① Beginn der Pandemie

* unter den von S&P Global Market Intelligence beobachteten Unternehmen.

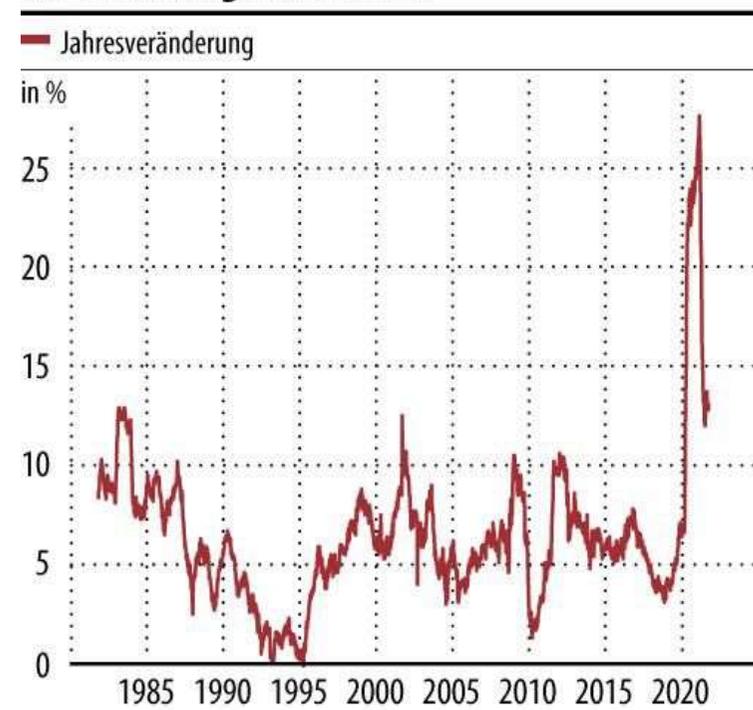
QUELLE: S&P

NZZ / cri.

Finanzielle Repression mit hoher Inflation, hohen Zinssätzen, aber niedrigen realen Zinssätzen .

Das Investitionsumfeld der letzten Jahre hat sich verändert. Die Zeiten niedriger Zinsen und niedriger Inflation sind vorbei und die Anleger müssen mit der neuen Realität leben. Die Erwartungen an die künftige Geldpolitik der Zentralbanken gehen weit auseinander und sorgen weiterhin für hohe Volatilität an den Finanzmärkten. Einerseits sollten die Zentralbanken die Zinsen weiter anheben, um die Inflation einzudämmen, andererseits laufen sie Gefahr, durch eine restriktive Geldpolitik den Finanzsektor weiter zu belasten und die Wirtschaft in die Rezession zu treiben. Insbesondere in Europa wächst der politische Widerstand gegen eine restriktivere Liquiditätspolitik.

M2-Geldmenge in den USA



Quelle: St. Louis Fed / Grafik: FuW, mg

Finanzielle Repression mit hoher Inflation, hohen Zinssätzen, aber niedrigen realen Zinssätzen .

Angesichts des anhaltenden politischen Drucks glauben wir, dass die neue Realität noch eine Weile von anhaltender Inflation und hohen Nominalzinsen bei niedrigen Realzinsen geprägt sein wird. Dieses Umfeld der finanziellen Repression ist gut für Schuldner und hoch verschuldete Länder, aber unangenehm für Investoren. Der Sparer ist der grösste Verlierer und es ist für alle Anleger äusserst wichtig, ihr Vermögen vor Inflation zu schützen und eine reale Rendite zu erzielen.



Idealerweise sollte man an der eigenen Strategie festhalten und nur dann Änderungen vornehmen, wenn bestimmte Anlagen im Portfolio nicht mehr der eigenen Risikofähigkeit entsprechen. Trotz der aktuellen Unsicherheit bleiben Aktien langfristig, d. h. über fünf bis zehn Jahre, attraktiver als Anleihen. Kurzfristig ist eher mit einer volatilen Seitwärtsbewegung zu rechnen. Steigende Zinsen werden Anleihen attraktiver machen, doch die entsprechenden Renditen werden wahrscheinlich nicht ausreichen, um die Inflation auszugleichen, so dass das schwierige Umfeld der finanziellen Repression für die Anleger bestehen bleibt. Nach unserem Szenario sollten Unternehmensanleihen untergewichtet werden. Angesichts der steigenden Volatilität bleiben wir zuversichtlich für Metalle, Gold und Rohstoffe. Der Schweizer Franken profitiert von der wachsenden Unsicherheit.

Aktienmärkte bleiben gefährdet.

Das grösste Risiko für die Aktienmärkte bleibt ein Anstieg der Realzinsen. Bis heute war dies nicht der Fall, doch die Situation könnte sich langsam ändern.

Solange der Zinsanstieg geringer ist als die Inflationsrate und der Realzins niedrig bleibt, können einige Unternehmen ihre Preise an die Inflation anpassen, um die höheren Refinanzierungs- und Produktionskosten auszugleichen. Daher haben wir in der Vergangenheit empfohlen, Unternehmen mit guter Qualität (Value) und Preismacht zu bevorzugen. In den USA gab es bisher, wie von uns erwartet, tatsächlich keine Rezession und seit Jahresbeginn sind die Märkte trotz starker Schwankungen sogar etwas gestiegen.

«...Inflation und Zinssätze haben unterschiedliche Auswirkungen auf die Aktienbewertungen. Einerseits bedeuten steigende Zinssätze, dass künftige Unternehmensgewinne mit einem höheren Diskontsatz bewertet werden, was sich negativ auf die heutigen Aktienkurse auswirkt. Andererseits kann dieser Effekt durch die Inflation ausgeglichen werden, zumindest solange die Unternehmen ihre Preise anpassen und damit ihre Gewinne steigern können. Nur wenn der Zinsanstieg höher ist als die Inflation, d. h. wenn die Realzinsen steigen, überwiegt der negative Effekt, da der Anstieg der Realzinsen den Barwert der Aktien erodiert...» Vgl. dazu Anlagebericht IV. Quartal 2022.

Aktienmärkte bleiben gefährdet.

Aus heutiger Sicht ist jedoch eine weitere Straffung der Geldpolitik nicht mehr auszuschliessen und ein Überborden der Fed könnte der Auslöser für eine weitere Korrektur der Aktienmärkte sein. Weitere Zinserhöhungen würden nämlich zu einem Anstieg der inflationsbereinigten Realzinsen führen und damit den lindernden Effekt der Inflation überkompensieren. Das Risiko einer Rezession würde auch in den USA steigen.

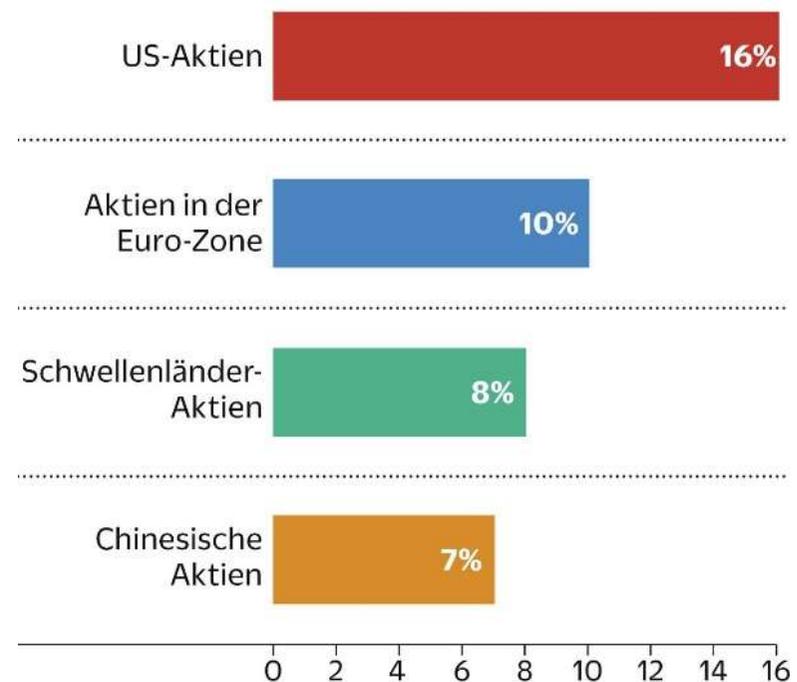


Aktienmärkte bleiben gefährdet.

Nach dem starken Zinsanstieg liegen die Realzinsen in den USA nicht mehr deutlich im negativen Bereich. In Europa hingegen sind wir noch nicht so weit. Wenn die Herausforderung für die Anleger darin besteht, ihr Portfolio vor der Inflation zu schützen, sind Gelder auf Sparkonten oder Anleihen keine Alternative. Man kann die Inflation fast nur mit Aktien schlagen, zumindest auf lange Sicht. Aber im derzeitigen Marktumfeld erfordern Aktienanlagen eine hohe Risikotoleranz.

US-Aktien sind am attraktivsten

Jährliche Renditen verschiedener Aktienmärkte vom 9. März 2009 bis 4. Mai 2023



Quelle: Goldman Sachs Wealth Management

Aktienmärkte bleiben gefährdet.

Langfristig orientierte Anleger können in Schwächephasen Positionen aufbauen, wenn sie die hohe Volatilität kurzfristig aushalten können. Die banalste Empfehlung in einem solchen Umfeld ist die Diversifizierung in liquide, qualitativ gute und preissetzende Aktien. Aufgrund des Stagflationsrisikos in Europa sollten weiter US-Aktien gegenüber europäischen Aktien bevorzugt, Bankentitel jedoch vermieden werden.

Die Anleger finden seit der Finanzkrise an den Banken wenig Gefallen

Entwicklung der Banken- und Börsenleitindizes in Europa und den USA seit der Finanzkrise, Total return, Januar 2007 = 100

— S&P 500 Banken (USA) — S&P 500 (USA) — Stoxx 600 (Europa) — Stoxx 600 Banken (Europa)



① Pandemie ② Silicon Valley Bank kollabiert

QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / pfi.

Obligationen: Besser, aber ihre Rendite ist niedriger als die Inflation.

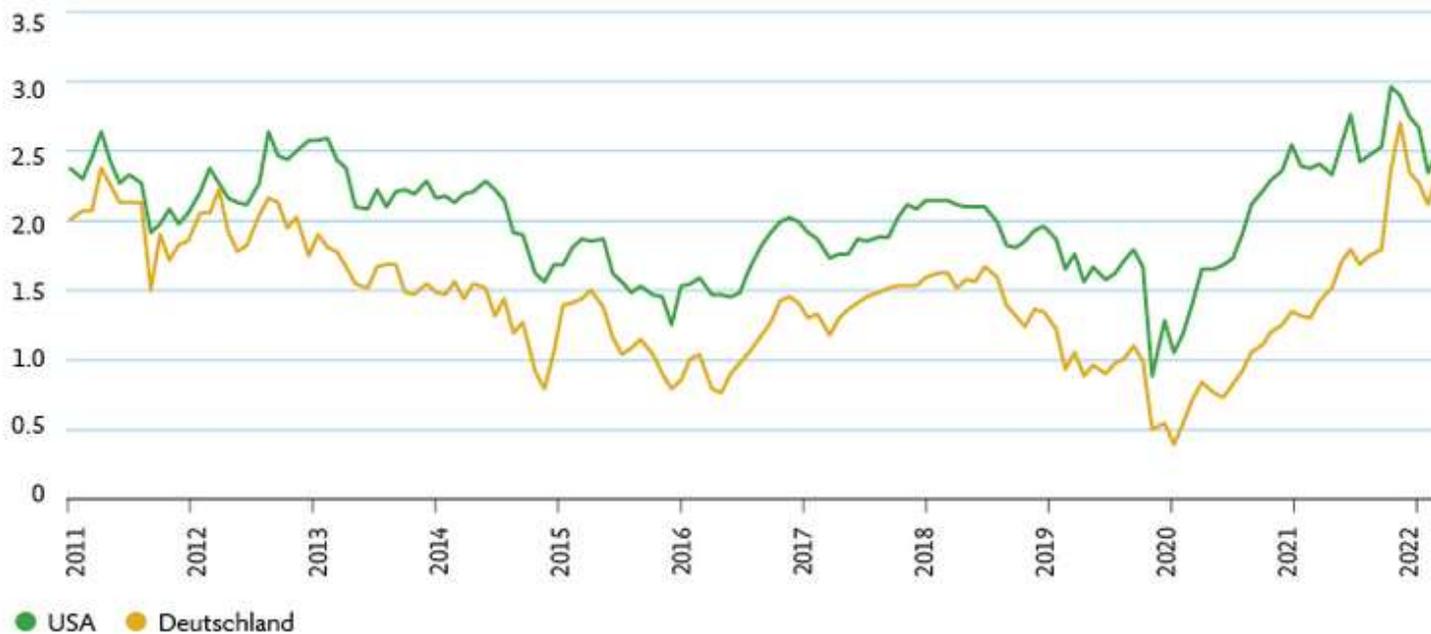
Mit der jüngsten Zinserhöhung ist das Zinsumfeld aktuell ähnlich wie vor der grossen Finanzkrise. Der Nachteil ist, dass die Inflation fast überall noch höher ist als der neue Referenzzinssatz. Das bedeutet, dass Anleger ihr Portfolio mit Anleihen nicht gegen die Inflation schützen können. Es gibt zwar Anzeichen für eine Trendwende, doch wenn die Zentralbanken die Inflation nicht weiter entschlossen bekämpfen, besteht die Gefahr, dass sich die Inflation auf einem zu hohen Niveau stabilisiert.

Während in den USA kurzfristige Staatsanleihen mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren die Inflation ausgleichen, liegen die Zinsen in Europa immer noch deutlich unter der Inflation. Wir halten uns mit Investition in Europäische Obligationen zurück. Variabel verzinsliche Anleihen wie Floating Rate Notes (FRN), Insurance-Linked Securities (ILS) oder Inflationsgeschützte Anleihen wie US Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) erscheinen nach wie vor günstig und schützen die Anleger vor möglichen Enttäuschungen an der Inflationsfront.

Obligationen: Besser, aber ihre Rendite ist niedriger als die Inflation.

Inflationserwartungen Finanzmärkte

in %, Basis inflationsgeschützte Anleihen mit 10 Jahren Laufzeit



Obligationen: Besser, aber ihre Rendite ist niedriger als die Inflation.

Vorsichtig bei Unternehmensanleihen

Dieses Anleihesegment ist besonders anfällig für böse Überraschungen. In den Jahren niedriger Zinssätze hatten die Unternehmen wenig Anreiz, gesunde, solide Bilanzen zu führen. Stattdessen haben sie Schulden aufgenommen und das Geld oft in Form von Aktienrückkäufen und Dividenden an ihre Aktionäre ausgeschüttet. Viele Unternehmen können nun ohne billiges Geld und Konjunkturmassnahmen nicht überleben und wir raten weiterhin dazu, sie unterzugewichten.

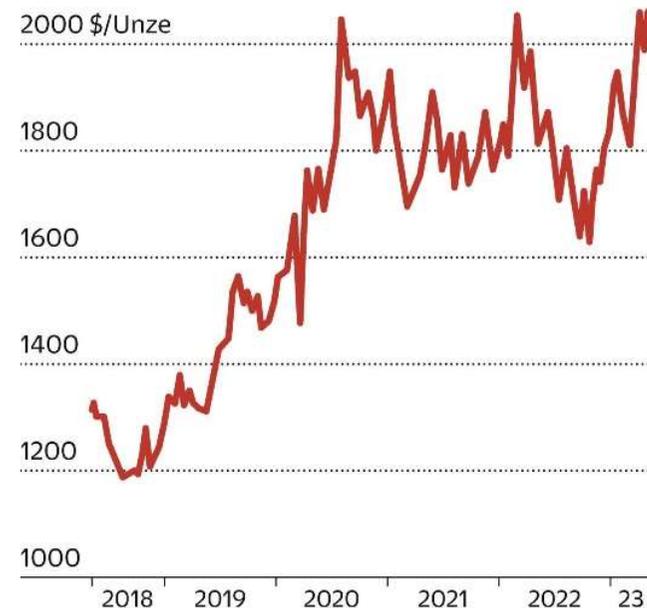
Alternative Anlagen

Gold profitiert von der Bankenkrise.

Die Unsicherheit an den Märkten ist offensichtlich und sichere Anlagen wie Edelmetalle sind sehr gefragt. Der Goldpreis tendiert nach oben, da der Markt erwartet, dass der Zinserhöhungszyklus zu Ende geht und die Fed angesichts der Bankenkrise weniger aggressiv wird. Die Opportunitätskosten des Goldbesitzes verringern sich also wieder, da Gold weder Zinsen noch Dividenden abwirft.

Der Glanz ist zurück

Goldpreis seit fünf Jahren



Quelle: Koyfin

Alternative Anlagen

Private Equity bleibt unter Druck.

Die Private-Equity-Branche hat wahrscheinlich am meisten von der grosszügigen Politik der Zentralbanken profitiert. Auch hier waren die niedrigen Finanzierungskosten die Triebfeder für die Preisexplosion. Diese Dynamik der steigenden Übernahmepreise könnte sich nun nach dem starken Zinsanstieg umkehren. Die Rendite für Kredite an hoch verschuldete Unternehmen hat sich innerhalb eines Jahres auf 9,4 % verdoppelt.

Infolgedessen sind die weltweiten Übernahmeaktivitäten stark zurückgegangen, da die steigenden Zinsen und das Zögern der Gläubiger, ihre Geldhähne zu öffnen, zu einer Verknappung der Fremdfinanzierung geführt haben. Sollten sich höhere Zinsen durchsetzen oder gar eine Rezession eintreten, werden die Private-Equity-Unternehmen unter erheblichen Druck geraten, ihre Bücher zu bereinigen.

Währungen werden durch Geldpolitik und Inflation bestimmt.

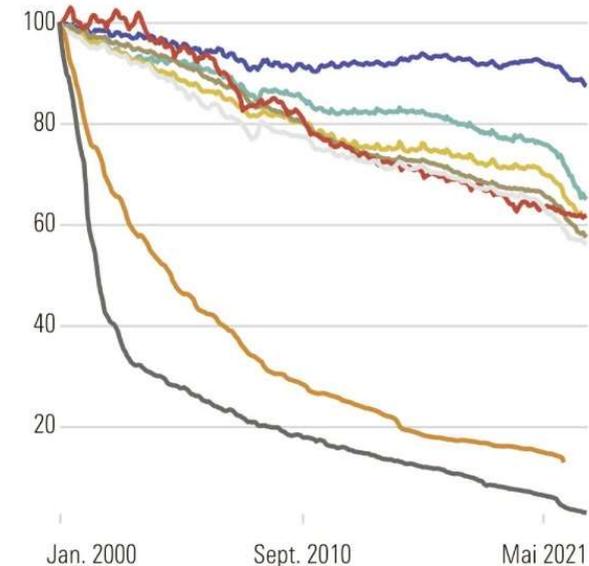
Im Vergleich zu Europa ist der Zinserhöhungsprozess in den USA weiter fortgeschritten. Europa muss die Zinsen wieder stark anheben, um die Inflation zu bekämpfen, während der starke Franken der Schweiz gegen die importierte Inflation hilft.

Die Europäische Zentralbank (EZB) unter Christine Lagarde war bei der Inflationsbekämpfung zurückhaltend, da sie europäische Schuldenländer wie Italien, Spanien oder Griechenland nicht zu sehr mit steigenden Zinsen belasten und die Wirtschaft nicht abwürgen wollte. Der politische Druck auf die EZB wird weiter anhalten und die Erwartungen an die Geldpolitik in den Währungsräumen und die Inflationsentwicklung werden die drei Währungen Schweizer Franken, Dollar und Euro weiter beeinflussen. Die Fed, die bei der Inflationsbekämpfung überzeugender agiert als die EZB, dürfte den US-Dollar gegenüber dem Euro wieder stärken. Der CHF profitiert von der Unsicherheit, doch das Potenzial bleibt dank der stabilitätsorientierten Geldpolitik der SNB unter Kontrolle.

Die Inflation frisst die Kaufkraft der Papiergeldwährungen auf

Wie viel 100 Einheiten einer nationalen Währung von Anfang 2000 zum jeweiligen Zeitpunkt inflationsbereinigt noch wert waren

■ Schweiz ■ Schweden ■ Euro-Raum
■ Grossbritannien ■ China ■ USA ■ Russland
■ Türkei



QUELLEN: IMF FINANCIAL STATISTICS, OECD (EURO-RAUM)

NZZ / pfi.

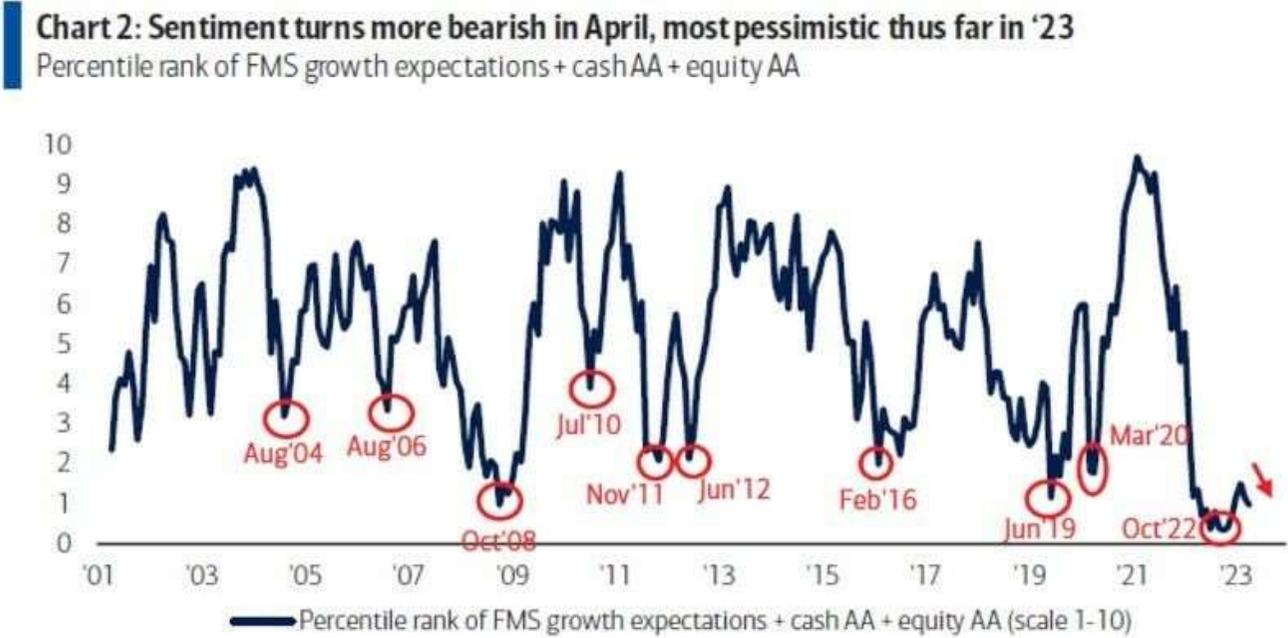
Umfrage der Bank of America Mai 2023

Pessimismus nimmt zu.

Laut der Mai-Umfrage der Bank of America blicken die Grossanleger pessimistischer in die Zukunft. Die Gründe dafür sind vielfältig: Neben der anhaltend hohen Inflation und den Auswirkungen der Zinsschraube nennen sie Rezessionsängste und die Gefahr einer Kreditklemme - also einer flächendeckenden Einschränkung des Kreditangebots. Gewerbliche Immobilien werden nach wie vor als wahrscheinlichste Ursache für eine Kreditklemme angesehen.

Die Bargeldbestände nahmen zu. Die Allokation in Anleihen erreichte den höchsten Stand seit 2009 und die Fondsmanager haben Aktien im Verhältnis zu Anleihen so niedrig gewichtet wie zuletzt während der Finanzkrise 2009. Die Rotation von US-Aktien in europäische Aktien hat sich in letzter Zeit weiter beschleunigt. Die Anleger haben ihre Portfolios von Banken zurück in Technologiewerte umgeschichtet und ihr Engagement in Rohstoffen und Versorgern reduziert. 65 % der Befragten erwarten nun eine schwächere Wirtschaft, aber immer noch eine "weiche Landung".

Umfrage der Bank of America Mai 2023

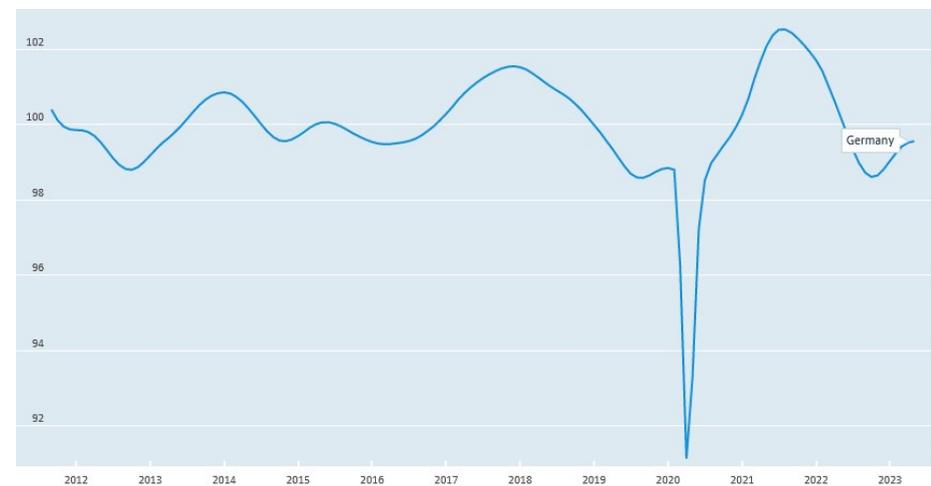
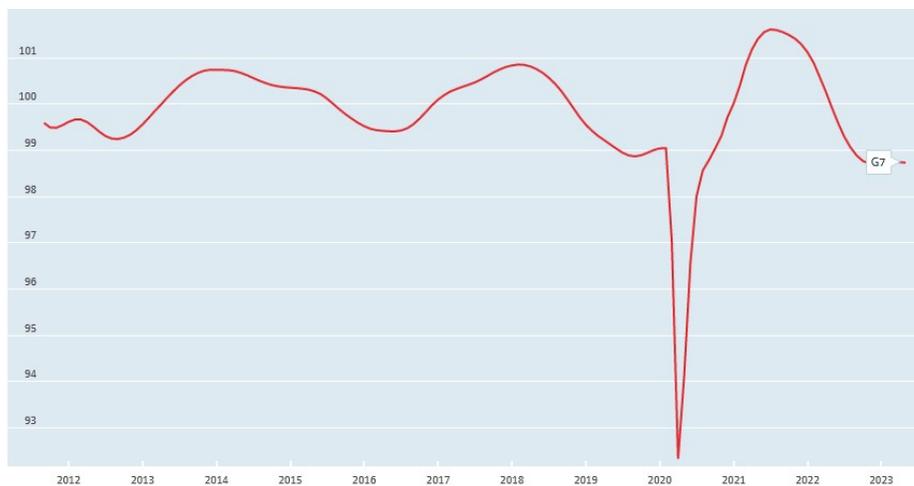
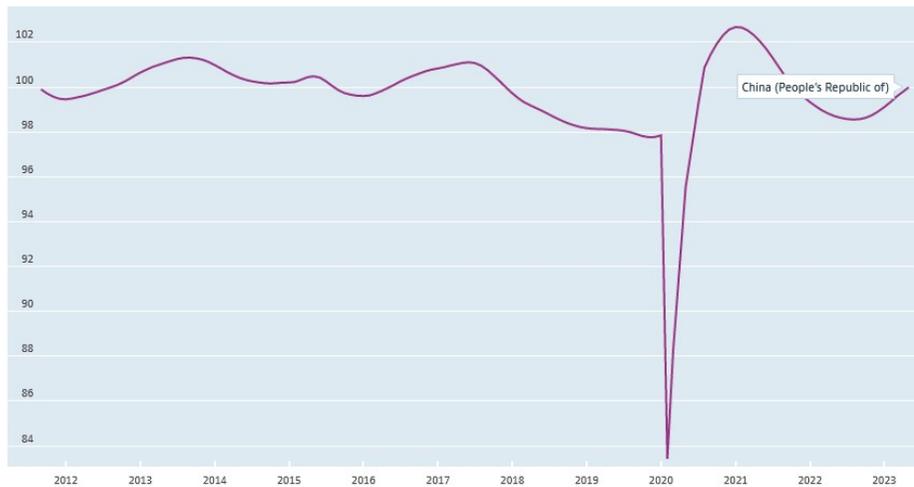


Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

Anhang 1

OECD Composite Leading Indicators May 2023



Anhang 1

	Interest rates, %gov't bonds	
	3-month latest	10-years, latest
United States	5.30 (4.69)	3.80 (3.47)
Japan	-0.15 (-0.25)	0.41 (0.35)
Euro area	3.38 (2.81)	2.47 (2.29)
Switzerland	1.69 (1.10)	1.07 (1.00)

() previous quarter

Der Inhalt dieser Ausarbeitung ist vertraulich und nur zur Nutzung durch den Adressaten bestimmt. 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.

Einige Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten sind auf unserer Website unter der Rubrik "Current Topics" zu finden:

www.benelli-consulting.ch