

Anlagebericht IV.Q 2023

Dr. Giuseppe Benelli
Oktober 2023

www.benelli-consulting.ch

Wirtschaft

- **Wo ist die Rezession geblieben? Eine Standortbestimmung**
- **Die Zinssätze bleiben hoch und verschlechtern die wirtschaftlichen Aussichten.**
- **Europa ist schlechter dran als die USA.**
- **Gleichzeitig verschärfen die hohen Zinssätze das Schuldenproblem.**

Finanzmärkte

- **Harte Landung?**
- **Aktienkurse dürften weiter unter Druck bleiben.**
- **Anleihen: Weitere Zinserhöhungen sind nicht vom Tisch.**
- **Alternative Anlagen**
 - **Was ist mit Gold passiert?**
 - **Edelmetalle und Immobilienanlagen**
- **Währungen: Ist der Einbruch des Dollars nur vorübergehend?**

Konkurrenzvergleich

- **Umfrage der Bank of America August 2023**
 - **Pessimismus erreicht niedrigsten Stand seit Februar 2022. Bargeldreserven gehen ebenfalls zurück.**

Wo ist die Rezession geblieben? Eine Standortbestimmung

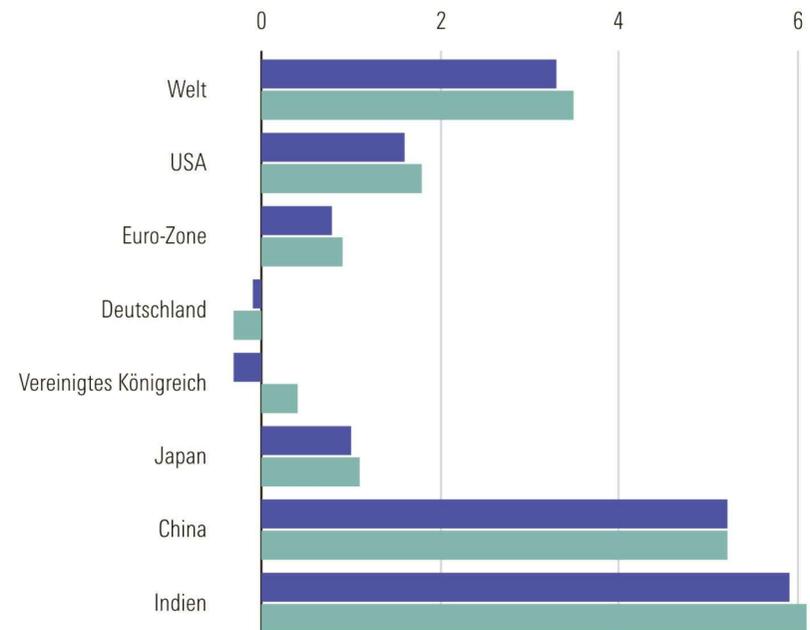
Lange Zeit hatten die Zentralbanken die Inflationsrisiken unterschätzt und als sie das Problem schliesslich erkannten, erhöhten sie die Zinssätze massiv und sehr schnell. Infolge dieser Zinserhöhungen erwarteten viele Marktteilnehmer eine weltweite Rezession, die zumindest bis heute jedoch ausgeblieben 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.

Wo ist die Rezession geblieben? Eine Standortbestimmung

Der IMF ist etwas optimistischer geworden, aber nicht für Deutschland

Vorhersagen zum Wirtschaftswachstum für 2023, in Prozent

● April-Prognose 2023 ● Juli-Prognose 2023



QUELLE: IMF

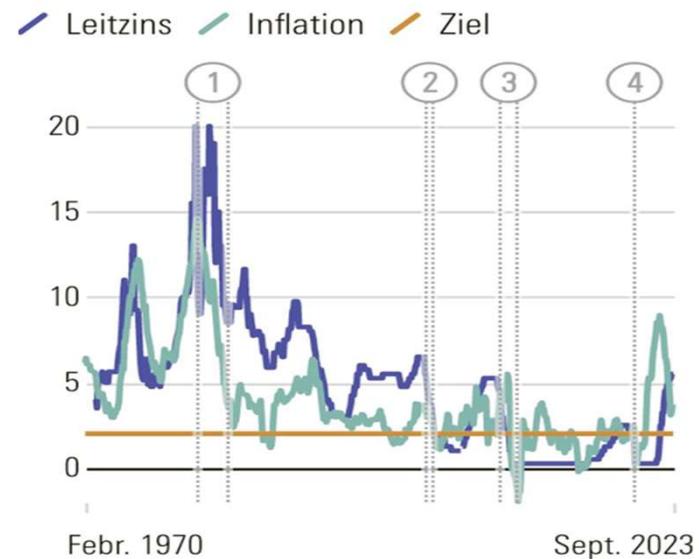
NZZ / gho.

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.

Entwicklung der US-Inflation

In Prozent



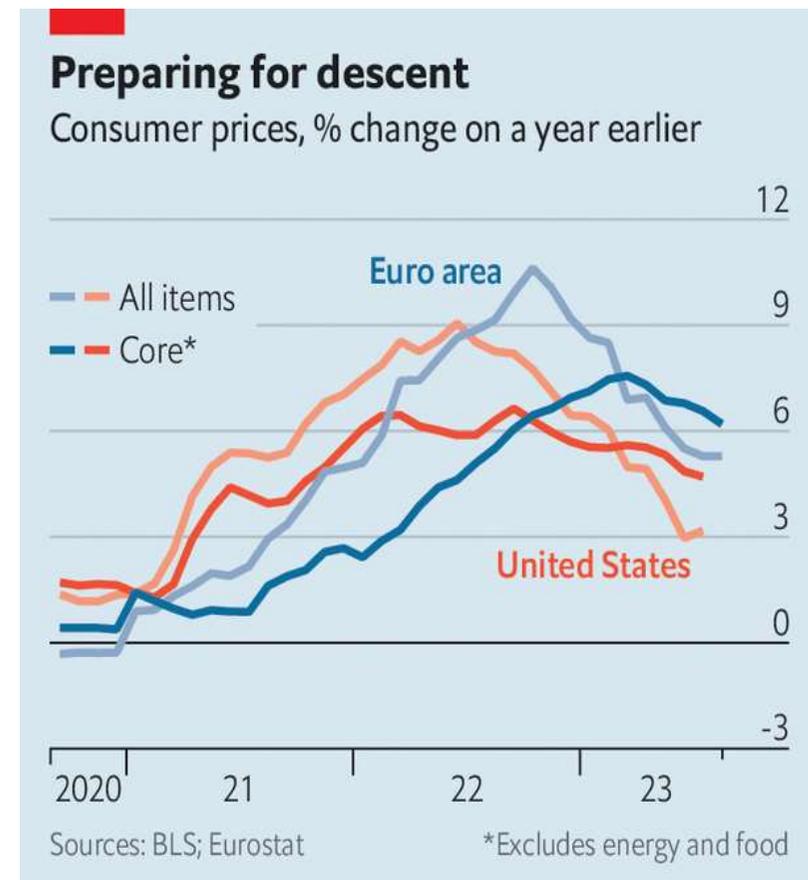
- ① Volcker-Schock
- ② Geplatze Internetblase
- ③ Finanzkrise
- ④ Beginn der Corona-Krise

QUELLE: FACTSET

NZZ / cri.

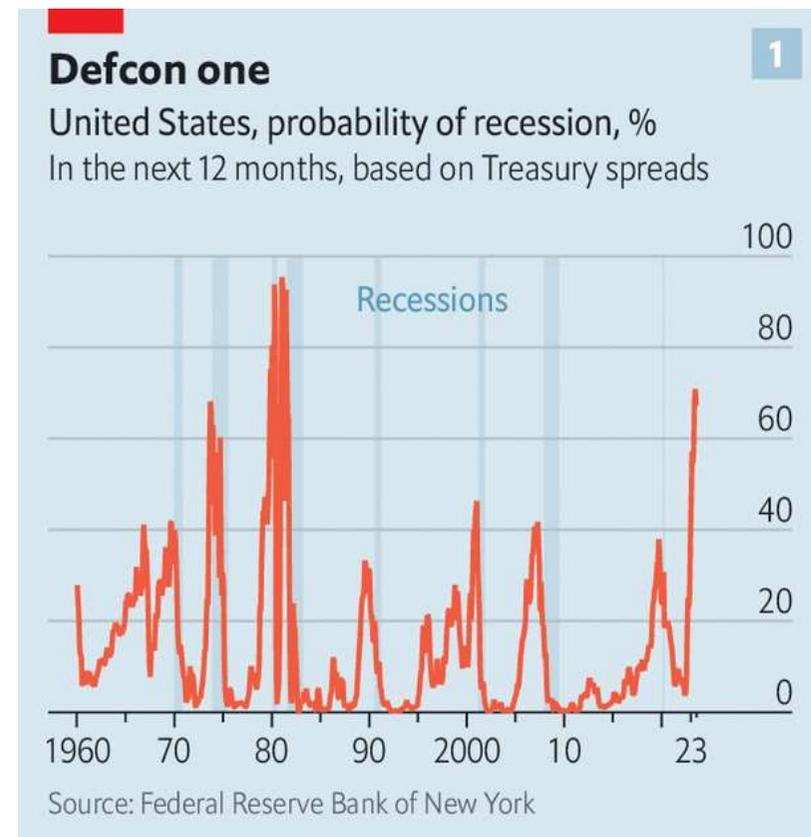
Die Zinssätze bleiben hoch und verschlechtern die wirtschaftlichen Aussichten.

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 Zinssätze bleiben hoch und verschlechtern die wirtschaftlichen Aussichten.

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.



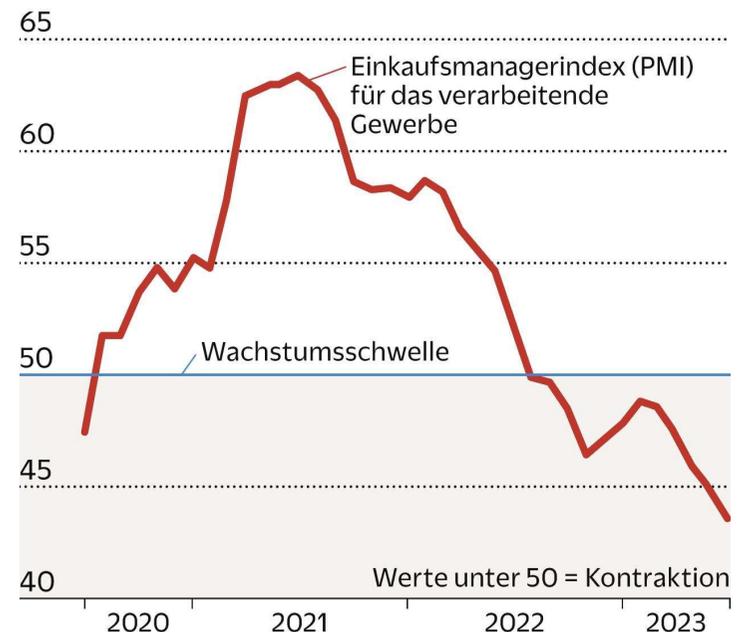
The Economist

Europa ist schlechter dran als die USA.

Während die USA inzwischen mit positiven Realzinsen zu kämpfen haben, sieht die wirtschaftliche Lage in Europa aufgrund wirtschaftspolitischer Versäumnisse nicht besser aus. Dies spiegelt sich eindrucksvoll in den Wachstumseinschätzungen der Einkaufsmanager, den sogenannten PMIs, wider. Diese Indizes sind praktisch überall rückläufig, sowohl im Dienstleistungssektor als auch in der Industrie. Für die deutsche Industrie stehen die Zeichen seit Juni letzten Jahres auf Schrumpfung und für die eng mit der deutschen Industrie verknüpfte Schweizer Industrie seit Januar dieses Jahres ebenso. In Deutschland und der Schweiz ist der PMI mit 38,8 bzw. 38,5 (50,0 wäre neutral) inzwischen sogar niedriger als während der Pandemie.

Deutlicher Abschwung

Der Einkaufsmanagerindex ist der wichtigste Indikator der Konjunkturentwicklung



Quelle: S&P, Bloomberg, themarket.ch

Europa ist schlechter dran als die USA.

Deutschland befindet sich derzeit in einer Stagflation. Die Wirtschaft schrumpft oder stagniert seit dem vierten Quartal des vergangenen Jahres. Gleichzeitig ist die Inflation nach wie vor viel zu hoch und lag zuletzt bei 6,5 Prozent auf Jahresbasis. Niemand hat ein Interesse daran, die Probleme aufzudecken, mit denen das übrige Europa aufgrund seines sich verschlechternden makroökonomischen Umfelds konfrontiert ist. Seit Jahren hat der Euro zu einer zunehmenden Divergenz geführt und die schwächeren Länder noch schwächer gemacht. Die Verschuldung der Staaten und in gewissem Masse auch des Privatsektors wird zu einer immer grösseren Belastung für die wirtschaftliche Entwicklung. Es ist auch bekannt, dass die versteckten Verbindlichkeiten der Staaten für Renten, Pensionen und Gesundheitsfürsorge einer alternden Gesellschaft in allen Ländern der EU ein Mehrfaches ihres Bruttoinlandsprodukts übersteigen. Wir nähern uns dem Ende eines langen Weges mit immer höheren Schulden und Versprechungen. Wie immer in solchen Situationen wird es zu einer Lösung kommen, die zu Verlusten führt.



The Economist

Gleichzeitig verschärfen die hohen Zinssätze das Schuldenproblem.

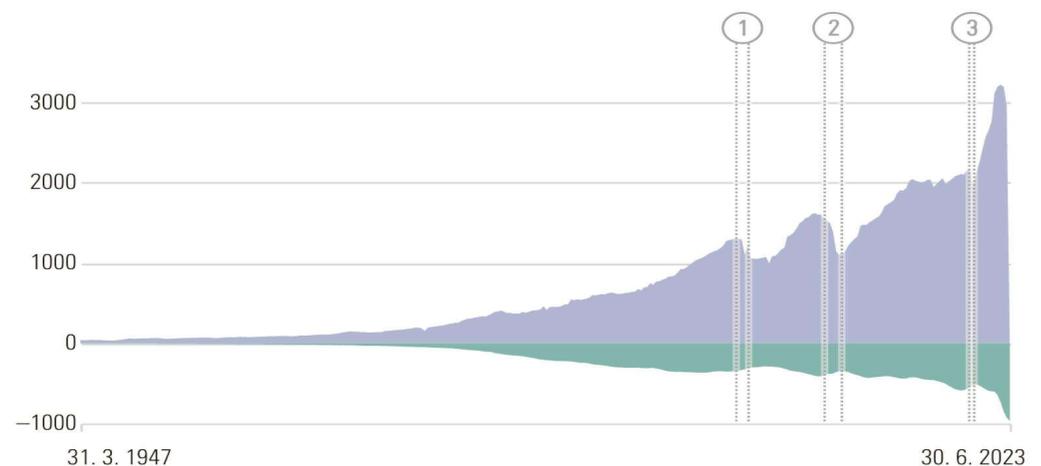
In den letzten Jahrzehnten und vor allem während der Pandemie ist die Verschuldung weltweit explodiert. Nach Angaben des Institute for International Finance, einer weltweiten Vereinigung von Finanzinstituten, belief sich die Gesamtverschuldung von Staaten, Unternehmen und privaten Haushalten im Jahr 2022 auf fast 300 Billionen US-Dollar.

Gleichzeitig drohen die Zinskosten für Staatsschulden selbst aus dem Ruder zu laufen, wenn es den Zentralbanken nicht gelingt, die hohe Inflation unter Kontrolle zu bringen. Durch die jüngsten Erhöhungen der Leitzinsen sind die Kosten für kurz- und langfristige Kredite bereits erheblich gestiegen. Unter ungünstigen Umständen könnte die Zinslast der US-Regierung in den nächsten zehn Jahren um etwa 30 % wachsen. Ohne Gegenmassnahmen ist ein Teufelskreis nicht auszuschliessen, in dem steigende Verbindlichkeiten die Zinsen und damit die Staatsausgaben immer weiter in die Höhe treiben würden. Die Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA und verschiedener US-Banken ist nur eines der verschiedenen Alarmsignale.

Die Zinslast für die öffentlichen Schulden der USA wächst rasant

In Milliarden Dollar*

● Steuereinnahmen ● Zinslast



① Geplante Internetblase 2001 ② Finanzkrise 2008/09 ③ Corona-Krise

* Vierteljährlich, saisonbereinigte Jahresraten.

QUELLE: FACTSET

NZZ / eri.

Gleichzeitig verschärfen die hohen Zinssätze das Schuldenproblem.

Wir leben in einer Phase, in der die Zentralbanken mit ihrer ultraexpansiven Niedrigzinspolitik über lange Zeit das Problem selbst verursacht haben. Jetzt gibt es Sorgen um die Finanzstabilität, die Märkte sind instabil und die Staaten hoch verschuldet. Die EZB weiss, dass sie die Zinssätze weiter anheben und auf hohem Niveau halten muss, um die Inflation zu bekämpfen. Deshalb hat sie in ihrem jüngsten Zinsschritt die Schlüsselsätze erneut um 0,25 Prozentpunkte angehoben, jedoch gleichzeitig angedeutet, nun eine Zinspause einlegen zu wollen. Hier zeigt sich, dass sie auch die Finanzmärkte und die Finanzpolitik im Blick hat. In der Eurozone ist der unterschiedliche Verschuldungsgrad der Mitgliedsstaaten ein besonderes Problem, das die USA in dieser Form nicht haben.

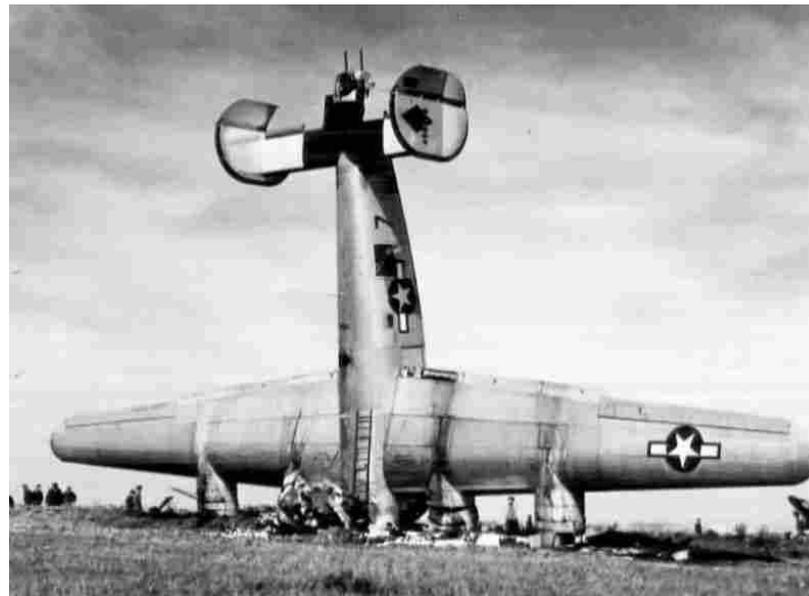
Harte Landung?

Seit Jahresbeginn haben die Aktien- und Anleihenmärkte 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".

Harte Landung?

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.

Hard or soft landing?



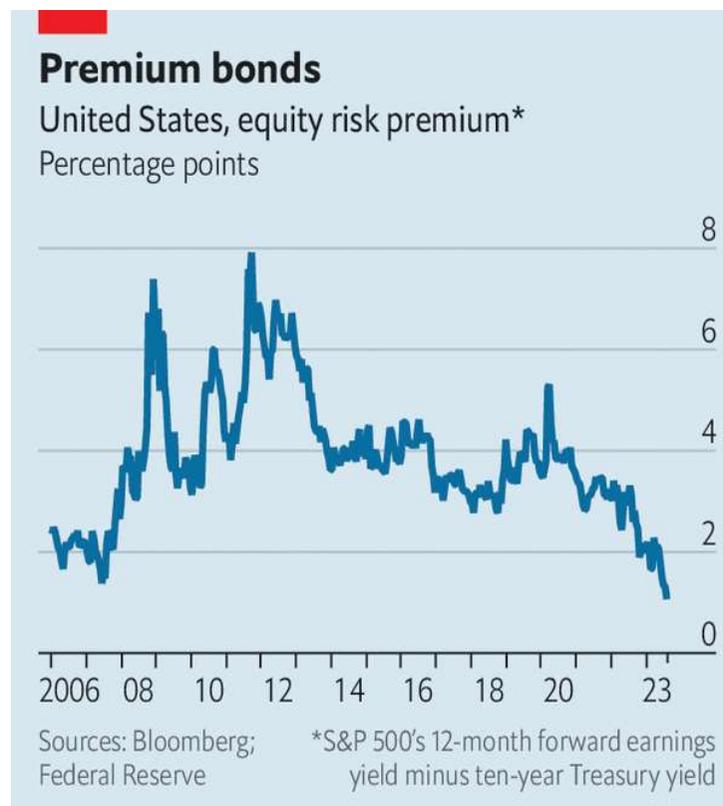
Aktienkurse dürften weiter unter Druck bleiben.

In Erwartung einer "sanften Landung" sind einige Aktien in diesem Jahr deutlich gestiegen. Die US-Börsen konnten mehr zulegen als beispielsweise der eher defensive Schweizer Markt. Die Erholung wurde durch den Hype um künstliche Intelligenz (KI) angetrieben. Bemerkenswert ist, dass der Kursanstieg dieser Technologiewerte in eine Zeit fiel, als die Zinssätze durch die Decke gingen. Nach den rasanten Zinserhöhungen der Zentralbanken ist nicht nur die Fremdfinanzierung für Unternehmen und Staaten deutlich teurer geworden, sondern auch die Wirtschaft dürfte bald leiden, da die Verbraucher für Hypotheken und Mieten mehr zahlen müssen und die Unternehmen auf die Investitionsbremse treten.

Da die Zinssätze in den USA den höchsten Stand seit 22 Jahren erreicht haben, ist es nur eine Frage der Zeit, bis die USA in einen Abschwung abgleiten. In Deutschland ist ein solcher Abschwung bereits eingetreten. Und auch in der Schweiz haben eine Reihe von Industrieunternehmen ihre Umsatz- und Gewinnprognosen gesenkt. Die Vorzeichen für Industrie und Export haben sich weltweit verschlechtert.

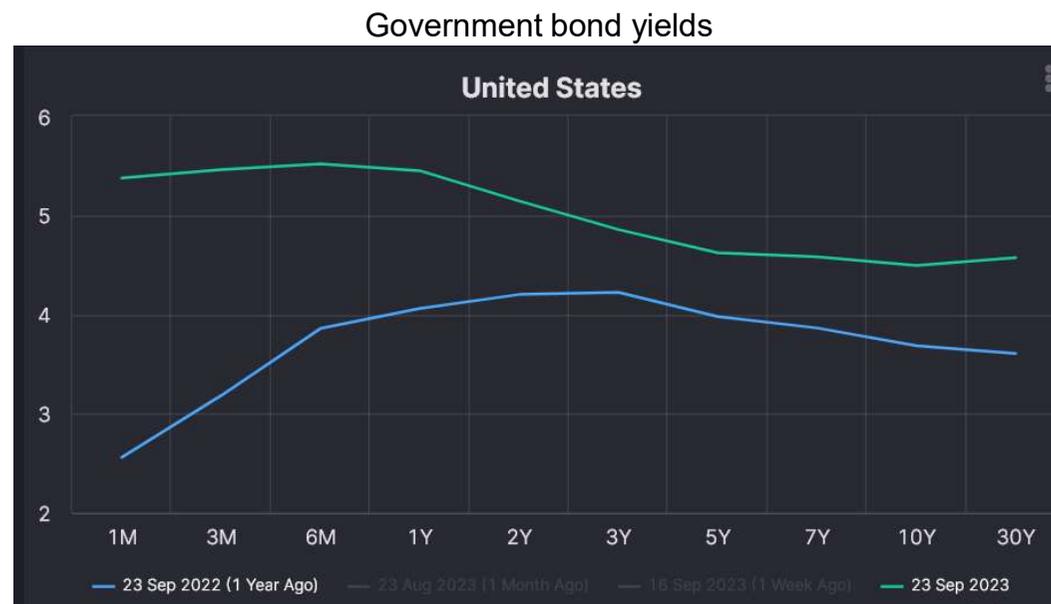
Aktienkurse dürften weiter unter Druck bleiben.

Leider ist die Inflation noch nicht unter Kontrolle und wenn die Anleger erkennen, dass die Zentralbanken die Zinsen nach dem steilen Anstieg nicht so schnell wieder senken können, werden Aktien unter Druck geraten.



Anleihen: Weitere Zinserhöhungen sind nicht vom Tisch.

Viele Anleger rechneten mit einer Rezession und damit, dass die Fed die Zinsen bald wieder senken würde, was die Preise für festverzinsliche Wertpapiere in die Höhe treiben würde. Dagegen stieg die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihe auf den höchsten Stand seit 15 Jahren, da die Verlangsamung in den USA offenbar lange auf sich warten lässt. Trotz Lohnsteigerungen bleibt die Kerninflation sowohl in Europa als auch in den USA hartnäckig hoch, was bedeutet, dass weitere Zinserhöhungen nicht völlig ausgeschlossen sind. In ihrer jüngsten Zinsentscheidung ließ die Fed den Leitzins zunächst unverändert, kündigte aber eine weitere Anhebung um einen Viertelprozentpunkt bis zum Jahresende an. Mögliche Zinssenkungen im kommenden Jahr könnten geringer ausfallen, als viele Anleger erwartet hatten.



Anleihen: Weitere Zinserhöhungen sind nicht vom Tisch.

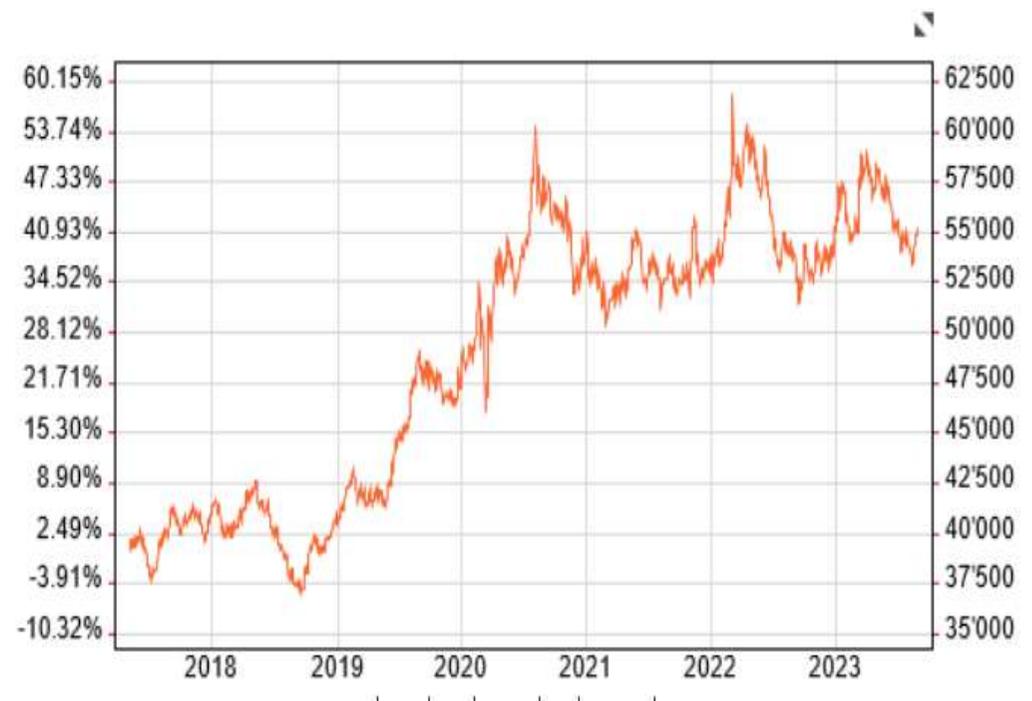
Für anhaltend hohe Zinsen sprechen auch die immensen Schuldenberge in den USA und Europa, die stetig wachsen, deren Finanzierung sich aber durch die gestiegenen Zinsen deutlich verteuert. Die Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA war ein Weckruf für viele Anleger. Die Ratingagentur Fitch hatte den USA aufgrund der wachsenden Verschuldung die höchste Bonitätsnote AAA entzogen und das Land auf AA+ herabgestuft. Begründet wurde der Schritt auch mit den Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der Anhebung der gesetzlich festgelegten Schuldenobergrenze, die jedes Jahr für politische Kontroversen sorgt. Die Herabstufung ist gerechtfertigt und hat Signalwirkung für die Finanzmärkte, die sich in einer heiklen Phase befinden. Anleger könnten in den kommenden Jahren für die Risiken, die sie mit dem Kauf der zehnjährigen Papiere eingehen, eine Rendite von 4,75 % oder sogar mehr verlangen.

Alternative Anlagen

Was ist mit Gold passiert?

Als wir die Inflation als dauerhaftes Problem erkannt hatten, erwarteten wir, dass sich der Goldpreis, der normalerweise als Absicherung gegen Inflation dient, gut entwickeln würde. Tatsächlich stieg der Goldpreis zunächst stark an, hat sich aber seit zwei Jahren trotz grosser Volatilität kaum bewegt. Warum?

Gold gilt als Absicherung sowohl gegen Inflation als auch gegen wirtschaftliche Katastrophen. Allerdings reagiert Gold auch stark auf Zinsbewegungen, da Gold im Gegensatz zu Aktien und Anleihen keine Cashflows oder Dividenden generiert. In inflationären Zeiten, wenn die Zentralbanken nicht rechtzeitig gegensteuern und die Realzinsen fallen, steigt das Edelmetall an. Seit die Zentralbanken jedoch die Zinsen zur Bekämpfung der Inflation angehoben haben, hat sich die Situation für Goldanlagen geändert. Die Inflation spielt eine wichtige Rolle, die realen Zinssätze jedoch noch mehr.



Alternative Anlagen

Rohstoffe, Edelmetalle und Immobilienanlagen

Während Goldanlagen aufgrund höherer Realzinsen an Attraktivität verlieren, sind Investitionen in Rohstoffe und Metalle aufgrund der starken Nachfrage weiterhin eine interessante Alternative.

Investitionen in Infrastruktur und Immobilien können einen gewissen Schutz vor steigenden Preisen bieten, sofern die Erträge aus solchen Investitionen in Form von Mieten und Nutzungsgebühren an die Inflation angepasst werden können. Mit steigenden Realzinsen könnten sie jedoch stärker unter Druck geraten.

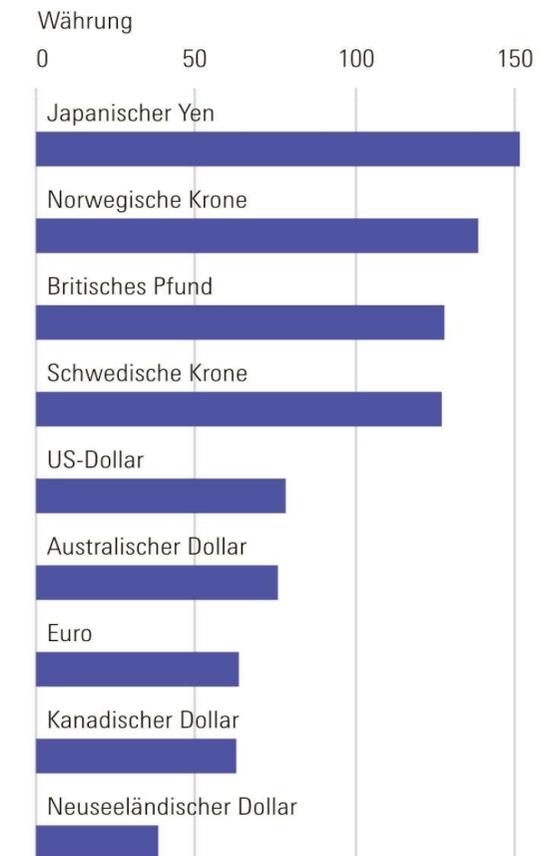
Währungen: Ist der Einbruch des Dollars nur vorübergehend?

Der wichtigste Grund für die Schwäche des Dollars sind die Zinserwartungen. Die Federal Reserve war die erste Zentralbank, die vor einem Jahr mit der Anhebung der Zinssätze begann. Nun erwarten die Märkte, dass andere Zentralbanken die Zinsschraube noch etwas länger anziehen werden, um die Inflation in den Griff zu bekommen. Der erwartete Zinsnachteil für den Dollar begünstigte die anderen Währungen.

Die Wirtschaft in den USA scheint grundsätzlich dynamischer und stärker zu sein als in den meisten anderen Industrieländern und der Kapitalmarkt ist für Investoren attraktiver. Der Trend gegenüber den meisten Währungen könnte sich daher jederzeit umkehren. Gegenüber dem Schweizer Franken dürfte der Dollar jedoch aufgrund der höheren Inflation in den USA eher schwach bleiben.

Enorme Frankenstärke

Gewinne des Franken gegenüber Währungen anderer Länder seit 2000, in Prozent



QUELLE: BANK J. SAFRA SARASIN

NZZ / feb.

Umfrage der Bank of America, September 2023

Anleger meiden China und investieren in US- und japanische Aktien

Die Umfrage der Bank of America beschreibt eine Abwanderung ausländischer Gelder aus China, wo die Aktien- und Anleihemärkte in den letzten 18 Monaten erhebliche Schwankungen und Abflüsse erlebt haben.

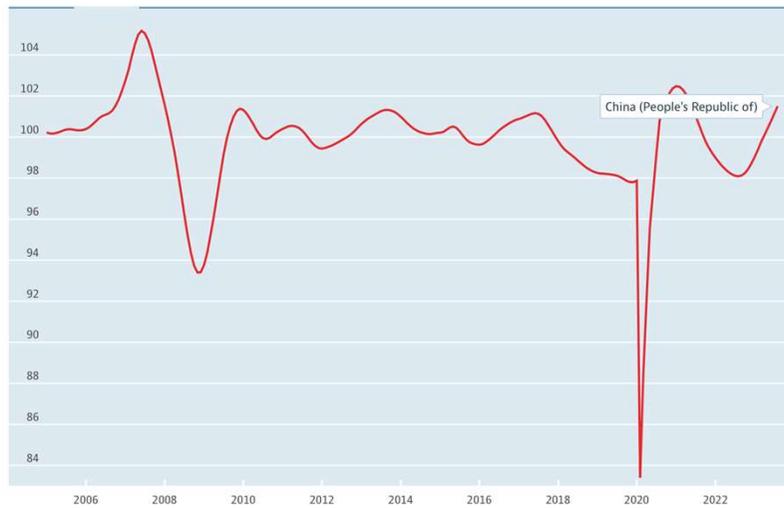
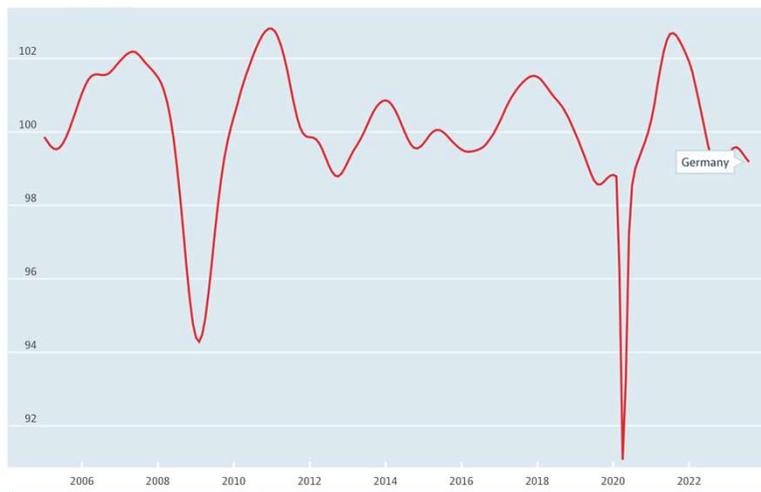
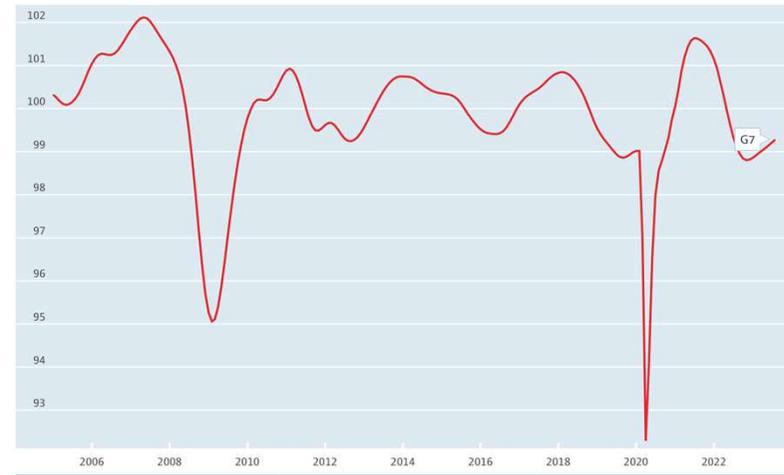
Trotz der Besorgnis über eine mögliche Rezession haben sich US-Aktien in diesem Jahr besser entwickelt als die Schwellenländer. Der Exodus aus den Schwellenländern führt dazu, dass Geld auch in die USA und Japan fließt. Laut 55 % der Umfrageteilnehmer waren Long-Positionen in großen US-Tech-Unternehmen am stärksten gefragt, gefolgt von Short-Positionen in chinesischen Aktien mit 21 % und Long-Positionen in japanischen Aktien mit 8 %.

Fondsmanager glauben an Fed-Zinssenkungen

Bezüglich der US-Wirtschaft glaubten 60 % der befragten Anleger, dass die US-Notenbank die Zinserhöhungen abgeschlossen hat, und die Mehrheit erwartete, dass die Fed die Zinsen zwischen April und Dezember nächsten Jahres senken würde.

Während 74 % eine weiche Landung oder keine "Landung für die Weltwirtschaft in den nächsten 12 Monaten vorhersagten, sagten 53 %, dass sie eine schwächere Wirtschaft erwarten. Das größte Risiko sehen die Anleger in der hohen Inflation, die die Zentralbanken zur Zurückhaltung zwingt. Als weitere Risiken sehen sie eine Verschlechterung der geopolitischen Lage und ein systemisches Kreditereignis oder eine globale Rezession.

OECD Composite Leading Indicators August 2023



Anhang 1

	Interest rates, %	
	3-month latest	10-years gov't bonds, latest
United States	5.659 (5.510)	4.20 (3.80)
Japan	-0.026 (-0.026)	0.70 (0.50)
Euro area	3.903 (2.047)	2.60 (2.50)
Switzerland	1.704 (1.380)	1.10 (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