



DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK



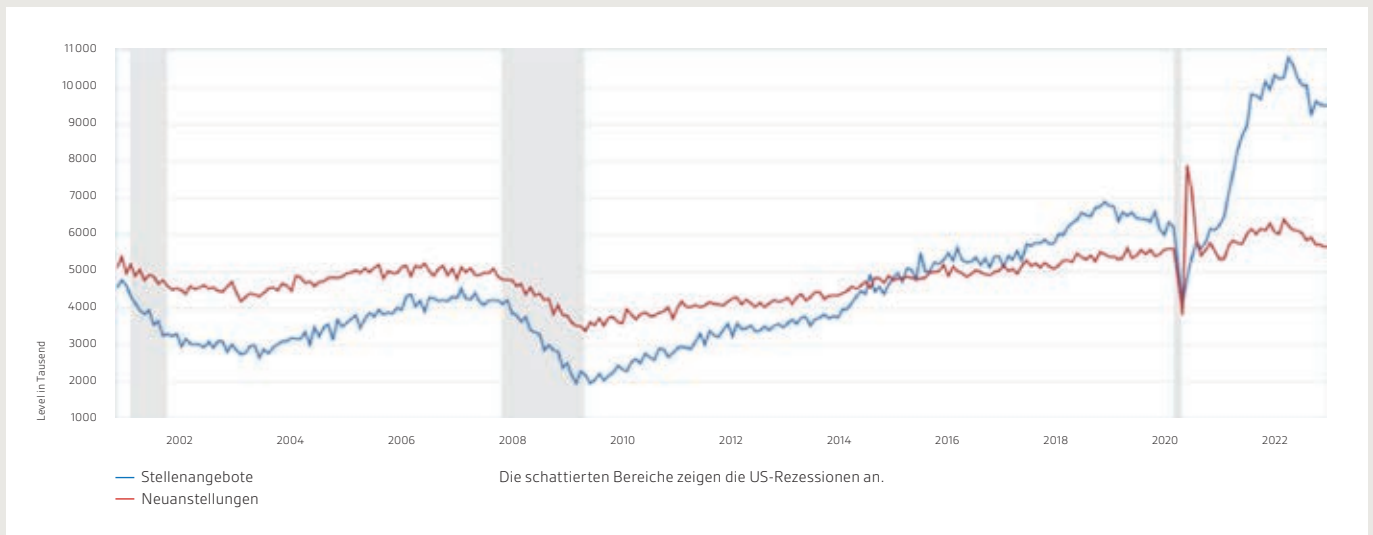
Stagflation oder Rezession?

Fast ein Jahr nach Beginn des Krieges in der Ukraine ist die globale Wirtschaft immer noch von zahlreichen strukturellen Verwerfungen gezeichnet. Fast alle Länder leiden unter den Folgen der drastischen Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln, ohne dass sich bislang angebotsseitig eine wesentliche Verbesserung der Lage abzeichnete. Dennoch dürfte die Weltwirtschaft dieses Jahr mit einem blauen Auge davonkommen, mit ca. 1% Wirtschaftswachstum bei ungefähr 6% Inflation.

Der grösste Unsicherheitsfaktor für die Prognose und eines der grössten Risiken für die weltwirtschaftliche Entwicklung ist Europas Versorgung mit Gas bzw. Flüssiggas. Während sich die Lage für den Winter 22/23 aufgrund der bislang milden Witterung und der vollen Speicher vorerst entspannt hat, ist die Prognose für

den Winter 23/24 immer noch unsicher. Insbesondere dann, wenn es zu Einschränkungen bei der Stromverfügbarkeit kommen sollte, sind stagflationäre Rezessionsszenarien wahrscheinlich. Andererseits kann man davon ausgehen, dass bis zum Frühjahr 2024 die meisten strukturellen Anpassungen, die den Ausfall der russischen Gaslieferungen kompensieren, implementiert worden sind, und sich die Lage auf dem Energiemarkt im Laufe von 2024 wieder normalisieren kann. Mit anderen Worten, 2023 wird vor allem ein Jahr der Anpassungen und des Übergangs sein.

Die Zentralbanken sind also weiterhin gehalten, die stark gestiegene Inflation bei geringer Wachstumsdynamik aus dem System zu drängen. Dies ist und bleibt jedoch ein Drahtseilakt. Sicher, in der Theorie ist alles ganz einfach: Steigen die Preise zu schnell,



Quelle: U. S. Bureau of Labor Statistics / fred.stlouisfed.org

dann muss das Angebot ausgeweitet werden. Ist das nicht möglich, dann muss die Nachfrage gesenkt werden. Da wir es mit einer angebotsinduzierten Inflation zu tun haben, läge die einfachste Lösung darin, dass man das Angebot wieder ausweitet und durch den funktionierenden Wettbewerb die Preise wieder sinken. Dies wäre die Optimallösung. Doch bei dieser Inflation kommen zwei Besonderheiten hinzu: Erstens die Lieferengpässe aufgrund von Corona und eine politisch motivierte Aufspaltung in hegemonial dominierte Handelsräume, zweitens die demographische Entwicklung auf den Arbeitsmärkten der westlichen Industriestaaten, denn die Baby-Boomer gehen in Rente und gleichzeitig kommen nicht genügend qualifizierte Personen in den Arbeitsmarkt neu hinzu. Das heisst, dass eine kräftige Angebotssteigerung nur schwer umsetzbar ist und dass das Angebot an befähigten Arbeitskräften in den westlichen Industriestaaten auf absehbare Zeit knapp bleiben wird, zumal eine höhere Zuwanderungsquote politisch wenig Chancen besitzt.

Man muss die gesamtwirtschaftliche Nachfrage so weit senken, bis sie dem vorhandenen Angebot entspricht.

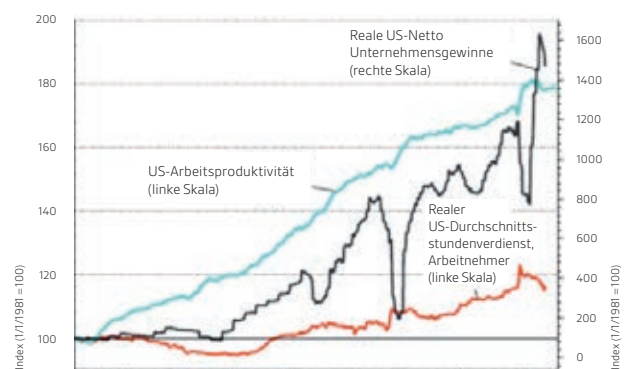
Damit gibt es nur einen weiteren Weg, die rasanten Preissteigerungen in den Griff zu bekommen. Man muss die gesamtwirtschaftliche Nachfrage so weit senken, bis sie dem vorhandenen Angebot entspricht. Wie gesagt: theoretisch. Praktisch bedeutet dies eine Senkung der Realeinkommen auf breiter Front, sprich tiefere Reallöhne und/oder eine tiefere Beschäftigung. Da die Unternehmen angesichts eines schrumpfenden Pools an potenziellen Mitarbeitenden jedoch keineswegs gewillt sind, ihr knapp werdendes Personal zu entlassen, müssen andere Kosten steigen, um die Arbeitgeber zu Entlassungen zu «nötigen», d. h. es müssen höhere Kapitalkosten und insgesamt somit tiefere Gewinne entstehen.

Dies ist in vereinfachten Zügen die Argumentation der Zentralbanken für ihre Politik der markant steigenden Zinsen. In der Praxis kommt jedoch hinzu, dass es gar nicht primär um die Höhe der Inflation per se geht, sondern um die Erwartungen der zukünftigen

Inflationsraten. Ohne stabile Inflationserwartungen würden sich die Löhne und Preise einen immer schneller werdenden Wettlauf liefern, die besagte Inflationsspirale. Sicherlich sind die theoretischen Überlegungen zur Absenkung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gerechtfertigt, und sicher ist es richtig, dass sich beschleunigende Inflationserwartungen eher früher als später angegangen werden müssen, doch letztlich bleibt offen, ob dies hauptsächlich zu Lasten der Arbeitnehmer oder zu Lasten des Kapitals geschehen soll.

Damit sind wir endlich beim entscheidenden Thema dieses Jahres angelangt, das in der Theorie so gar nicht von Belang ist: der Einkommensverteilung. In der Theorie steigen die Löhne nämlich immer mit der Inflation und der Arbeitsproduktivität, so dass die Einkommensverteilung konstant bleiben sollte. Ein Blick in die Statistik zeigt, dass dies seit der Globalisierung nicht mehr der Fall ist. Ganz im Gegenteil, die Einkommens- und Vermögensunterschiede sind in allen westlichen Industriestaaten zu Lasten der Arbeitnehmer deutlich gestiegen. Es sollte daher niemanden überraschen, wenn die Gewerkschaften angesichts der veränderten Rahmenbedingungen versuchen werden, diese für sie ungünstige Entwicklung zu korrigieren. Das heisst, die Löhne wer-

DIE UNTERNEHMEN HABEN IN DEN LETZTEN JAHRZEHNEN AM MEISTEN VON DER STEIGENDEN PRODUKTIVITÄT UND DEM WIRTSCHAFTLICHEN FORTSCHRITT PROFITIERT, NICHT DIE ARBEITNEHMER.



Quelle: Refinitiv Datastream/ECR Research



den mittelfristig stärker steigen als erwartet und die Zinsen könnten in diesem Szenario dementsprechend stärker und länger steigen als dies die Theorie nahelegt.

Die grosse Streitfrage in den Medien lautet, ob die Wirtschaft in diesem Jahr trotzdem immer noch wachsen kann, ob sie ein bis zwei Quartale stagniert, oder ob sie gar in eine tiefe Rezession fällt. Aus den zuvor erwähnten Grundzutaten lassen sich beliebig viele Szenarien konstruieren, die sich letztlich durch den Trade-Off zwischen Lohnerhöhungen und Unternehmensgewinnen unterscheiden. Höhere Löhne bedeuten stärkeres Wachstum, höhere Preise und höhere Zinsen. Theoretisch könnte das Fed die Zinsen senken, sobald die Kerninflation unter 3,5% gefallen ist, doch dies wird in der Realität wohl entscheidend von den Lohnabschlüssen und den Inflationserwartungen zu diesem Zeitpunkt abhängen. Letztlich ist dies eine Konsequenz der politischen Kräfteverteilung am Arbeitsmarkt, die das Fed nicht direkt beeinflussen kann. Nicht wenige Marktteilnehmer trauen dem Fed aus diesem Grund nur einen kurzfristigen Erfolg zu und rechnen mittelfristig wieder mit Inflationsraten um die 4%. Auf der anderen Seite stehen diejenigen, die die USA bereits in einer Rezession wähnen und aus diesem Grund rasche Zinssenkungen erwarten.

Der Streit um den richtigen Kurs der Fed wird wohl noch länger andauern, wenn man bedenkt, dass die Inflationserwartungen mindestens 3 bis 6 Monate hinter den aktuellen Inflationsraten herhinken. Somit ist es kaum zu vermeiden, dass die kurzfristigen Zinsen noch ansteigen, selbst wenn die aktuellen Inflationsraten schon wieder zurückgehen.

Im Moment ist alles denkbar und die Umstände sind so volatil, dass es angebracht ist, eine abwartende Haltung einzunehmen. Dies bedeutet, dass wir in den USA eine Fed Funds Rate von ca. 5,25 % bis tief ins Jahr hinein erwarten, eine leichte Rezession ohne grosse Zunahme der Arbeitslosigkeit und eine mit ca. 3 bis 4% wieder tiefere Inflationsrate als heute, die aber immer noch über dem Ziel von 2% liegt. Dies geschieht ohne massive Anschubfinanzierungen von Seiten der öffentlichen Hand. Grund dafür sind eine leichte Umverteilung zu Gunsten der Arbeitnehmenden via höhere Löhne. Folglich werden die Margen zurückgehen und die Gewinne sinken.

China, der grosse geopolitische Gegenspieler der USA, hat eben erst seine Null-Covid-Strategie aufgegeben. Zurzeit ist China durch die grosse Anzahl neu infizierter Personen stark gefordert. Viele Experten gehen davon aus, dass es mindestens sechs Monate dauern wird, bis sich dieser Schritt positiv auf die weltweite Angebotssituation auswirken kann. Gleichzeitig hat die Regierung Massnahmen zur Stützung des Binnenmarktes angekündigt, indem sie Verschuldungsproblematiken im privaten Konsum und bei der Immobilienwirtschaft aufgreift sowie die chinesische Chip-Produktion fördert. All dies deutet nicht unbedingt darauf hin, dass die Exportwirtschaft im Vordergrund des Interesses steht. Dennoch prognostizieren die Experten in diesem Jahr ein Wirtschaftswachstum von ca. 4,5%.

Abschliessend folgt ein kurzer Blick auf Europa. Europa wird zweifellos am stärksten vom Ausfall der russischen Energielieferungen beeinträchtigt. Somit ist es nicht verwunderlich, dass die EZB bislang nur sehr zögerlich auf die stark gestiegenen Preise reagiert hat. Zurzeit mehren sich jedoch die Hinweise darauf, dass der produktive Sektor im Euro-Raum momentan seine Talsohle durchschreitet. Aus diesem Grund sind die Experten vorsichtig optimistisch und erwarten für 2023 keine Rezession im

BIP UND WELTNACHFRAGE: REAL, SAISONBEREINIGT (VERÄNDERUNGEN IN %)

	2021	2022*	2023*	2024
BIP international				
USA	5,9	2,0 (1,8)	0,8 (1,3)	1,3
Euroraum	5,3	3,3 (3,2)	0,6 (0,6)	1,3
Deutschland	2,6	1,9 (1,7)	0,0 (0,1)	1,2
Vereinigtes Königreich	7,5	4,4 (3,4)	-0,4 (0,1)	1,0
Japan	1,7	1,5 (1,7)	1,5 (1,6)	1,1
Bric-Länder	7,6	3,2 (2,3)	3,7 (4,1)	4,4
China	8,1	3,0 (2,5)	4,5 (5,0)	4,6
Weltnachfrage	5,9	2,9 (2,6)	0,9 (1,0)	1,6
Erdölpreis in USD pro Fass Brent	70,7	101,3 (103,4)	84,3 (89,5)	79,1
Schweiz				
Saron in %	-0,7	-0,2 (-0,2)	1,2 (1,0)	1,3
Rendite 10-jährige Staatsanleihen in %	-0,3	0,8 (0,7)	1,4 (1,2)	1,5
Realer Wechselkursindex	-2,6	-0,7 (-0,6)	0,3 (0,8)	0,0

Annahmen der Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes zu den internationalen und monetären Rahmenbedingungen, Quelle: SECO, Dezember 2022
Vorherige Prognose in Klammern



Euro-Raum. Die Verwerfungen sind jedoch nicht nur in der Produktion und bei den Dienstleistungen sichtbar. Insgesamt sind die Lebenshaltungskosten in vielen Ländern Europas um über 10% gestiegen. Dies hat sicherlich die Streikbereitschaft erhöht. Noch bleiben die Tarifabschlüsse zwar unter den aktuellen Inflationsraten, gleichzeitig beinhalten sie Nachzahlungsklauseln, sollte der erwartete Rückgang der Inflation nicht eintreten. Mit anderen Worten könnte die Tarifrunde im Herbst 2023 gegebenenfalls zur Knacknuss für die EZB werden, vor allem, wenn man die für viele Arbeitnehmer in Europa prekäre Einkommenssituation berücksichtigt.

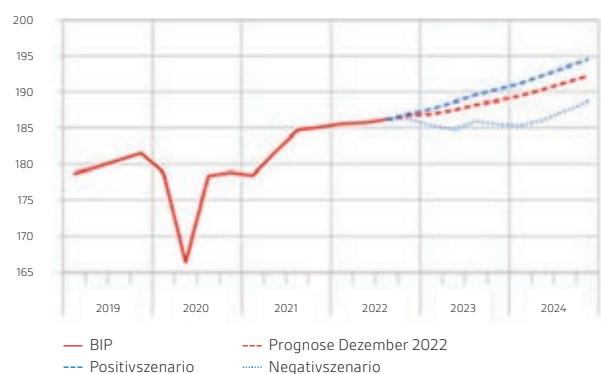
Ein Blick auf die aktuelle Situation in Grossbritannien verdeutlicht die potenzielle Dimension einer derartigen Auseinandersetzung. Die Lebensmittelpreise sind dort zuletzt um 16,5% gestiegen, die Energiekosten betragen in diesem Jahr satte 75% mehr als im Vorjahr. Die staatliche Unterstützung wird als völlig unzureichend erachtet. Die Mitarbeitenden der Verkehrsbetriebe und des Gesundheitswesens streiken, doch die Regierung bleibt hart. Alle Prognosen erwarten daher einen Rückgang der Wirtschaft bei kaum sinkenden Preisen.

Die Schweiz entwickelt sich für den Rest der Welt immer mehr zum «safe Haven» Europas. Sie ist in der glücklichen Position, dass ihre Wirtschaft vergleichsweise nicht so energieintensiv ist

wie die vom Rest von Europa, insbesondere die von Deutschland. Zudem ist die Inflation mit knapp 3% aufgrund des starken Franken ebenfalls deutlich geringer als in den Nachbarländern. Wenn es nicht zu Stromabschaltungen mit unkalkulierbaren Auswirkungen kommt, dann wird die Schweiz die aktuelle Energiekrise sowohl dieses als auch nächstes Jahr gut überstehen. Das Seco prognostiziert das BIP-Wachstum analog zur erwarteten Expansion der Weltwirtschaft auf 1% in diesem und 1,6% im nächsten Jahr.

BIP-PROGNOSE UND SZENARIEN, ILLUSTRATIVE VERLÄUFE

Real, saison- und Sportevent-bereinigt, in Mrd. Franken



Quelle: SECO, Expertengruppe Konjunkturprognosen

Finezia Asset Allocation

Nachfolgend unser Ausblick für die verschiedenen Anlageklassen für die nächsten Wochen und Monate.

Obligationen

Seit längerer Zeit haben wir empfohlen, Obligationen untergewichtet zu halten, was aufgrund der stark steigenden Zinsen gerechtfertigt war. Obwohl der Zinserhöhungszyklus noch nicht ganz abgeschlossen ist, hat die Anlageklasse inzwischen wieder attraktivere Renditen zu bieten. Daher empfehlen wir eine Normalgewichtung, allerdings aktuell noch immer mit einer kurzen Duration. Spannend sind auch Fremdwährungs-Obligationen guter Schuldner in USD oder EUR, welche eine massiv höhere Rendite abwerfen als in CHF. Dabei gilt es natürlich, das Fremdwährungsrisiko zu berücksichtigen.

Aktien

Aktien haben ein sehr schwieriges Jahr hinter sich. Auch Qualitätstitel haben 2022 teilweise stark gelitten. So hat z. B. der SMIM-Index mit 30 mittelgrossen Schweizer Unternehmen (z. B. Lindt & Sprüngli, Ems-Chemie, Flughafen Zürich oder Helvetia) knapp 28% an Wert verloren, was den grössten Absturz seit der Finanzkrise 2008 bedeutet. Bei Aktien gilt immer mehr, dass eine differenzierte Betrachtungsweise bezüglich Regionen und Sektoren unabdingbar ist. Passives Investieren ist unseres Erachtens im jetzigen Umfeld nicht angebracht. Wie im vorangehenden Text erwähnt, ist das wirtschaftliche Umfeld für viele Unternehmen schwierig. Nichtsdestotrotz gibt es einerseits Sektoren, die von diesem Umfeld profitieren können, und andererseits Unternehmen, deren Aktien in den letzten Monaten so massiv abgestraft wurden, dass sie wieder günstig und kaufenswert erscheinen. Diese Unternehmen gilt es zu finden und zu selektieren, was mit einer passiven Indexlösung nicht möglich ist. Aus denselben Gründen ist auch eine Diversifikation unabdingbar. Für das allgemeine Aktienumfeld wird weiterhin wichtig sein, wie sich die Inflationsszahlen in den nächsten Wochen und Monaten entwickeln werden, respektive ob sich die derzeit vorherrschende Dynamik der Disinflation weiter fortsetzen wird. Selbstredend sind in solch volatilen Zeiten auch Dividentitel weiterhin gefragt. Eine neutrale, aber differenzierte Gewichtung bietet sich bei Aktien momentan an.

Alternative Anlagen

Wir unterscheiden hier Anlagen in Hedgefonds, Private Equity und Kryptowährungen.

Bei Hedgefonds gilt dasselbe wie bei den Aktien, wenngleich fast noch im grösseren Ausmass. Grundsätzlich sind Hedgefonds aufgrund grosser Diversifikationseigenschaften und geringer oder allenfalls sogar negativer Korrelation zu anderen Anlageklassen

als Portfoliobeimischung interessant und als Alternative zu Aktien attraktiv. Jedoch ist die Auswahl anspruchsvoll, da die verschiedenen Hedgefonds-Strategien je nach Marktumfeld andere Ausgangslagen bieten. Dies hat sich besonders im vergangenen Jahr gezeigt, als sich aufgrund der teilweise rasanten Korrekturen nicht alle Fonds schnell genug anpassen konnten und so auch diese teilweise von negativen Renditen betroffen waren.

Private-Equity-Investitionen sind zwar illiquider als Investments in börsenkotierte Aktien, bieten aber Vorteile bezüglich Diversifikation und sind weniger schwankungsanfällig. Im aktuellen Umfeld erachten wir vor allem Private Equity Secondaries und selektive Venture-Investitionen als attraktiv. Infrastrukturanlagen werden inzwischen teilweise auch attraktiv bewertet und bieten darüber hinaus einen Inflationsschutz.

Kryptowährungen können das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios verbessern. Nach grossen Korrekturen im vergangenen Jahr sind die Chancen für einen Rebound in den etablierten Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum gestiegen. Aufgrund des sehr volatilen Marktes mit hohen Kursschwankungen empfiehlt sich eine aktive Bewirtschaftung sowie eine massvolle Allokation dieser Anlageklasse.

Edelmetalle

Edelmetalle haben unterschiedliche Eigenschaften im Portfolio-Kontext. Gold besitzt einen wichtigen defensiven Charakter im Portfolio, einerseits als Absicherung in Krisenzeiten, andererseits zur Abfederung von Schwankungen. Gold gehört für uns als Diversifikation weiterhin in jedes Portfolio. Weitere Edelmetalle wie Silber und Platin hingegen sind mehr zyklischer Natur. Während der Goldpreis insbesondere von der Nachfrage in der Investment- und Schmuckbranche abhängig ist, ist der Silberpreis im Vergleich stärker an Wirtschaftszyklen gebunden, weil Silber häufiger in der Industrie zum Einsatz kommt. Auch der Platinpreis hängt weniger von der Nachfrage am Kapitalmarkt ab, sondern die Industrienachfrage, wie z. B. für die Auto-Industrie, hat einen weit höheren Stellenwert, da das Metall vorteilhafte physikalische Eigenschaften aufweist.

Währungen

Erstmals seit Juli 2022 handelt der EUR gegenüber dem CHF wieder über Parität. Dies widerspiegelt unseres Erachtens in etwa den fairen aktuellen Wert. Der USD hingegen, der vor allem aufgrund seines Rufes als Krisenwährung an Stärke gewonnen hatte, ist seit Ende Oktober stark eingebrochen. Für die Zukunft sehen wir den EUR weiterhin leicht stärker als den USD. Das Britische Pfund würden wir aufgrund der ökonomischen und soziopolitischen Entwicklungen auf der Insel möglichst meiden.



Das Dilemma der Prognostiker

«Prognosen sind schwierig, vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen.» Bis heute ist nicht ganz klar, von wem dieses geflügelte Wort stammt. In Frage kommen u. a. der Schriftsteller Mark Twain oder der dänische Nobelpreisträger Niels Bohr. Wer auch immer der Urheber dieser Aussage ist – dass dieses Bonmot seit Jahrzehnten immer wieder mal aufs Parkett gebracht wird, zeigt deutlich auf, dass es so falsch nicht sein kann.

Besonders zu Jahresbeginn wagen sich viele Finanzmarktakteure immer wieder an Prognosen. Wieso diese genau immer auf ein Kalenderjahr datiert und oftmals noch von einer ungeheuren Exaktheit geprägt sind (z. B. der SMI steht am 31.12.2023 bei 12500 Punkten), scheint bei näherer Betrachtungsweise eher unklar und auch an der Realität vorbeigeschossen – oder wer verkauft jedes Jahr genau zu Jahresende alle seine Positionen, um neue Engagements einzugehen? Trotzdem gehört es natürlich zu unserer täglichen Aufgabe, verschiedene Entwicklungsmöglichkeiten vorherzusehen und daraus mögliche Szenarien für Investments abzuleiten. In diesem Zusammenhang haben wir uns die Vorhersagen für das Jahr 2023 verschiedener Ban-

ken mal genauer angeschaut und wagen uns selber an generelle Prognosen für 2023 in Themen, die mit Sicherheit relevant sein werden.

Ein wichtiges Thema für die weltweiten Finanzmärkte ist und bleibt die Inflation. Das von der US-amerikanischen Notenbank Fed angestrebte Inflationsziel liegt bei 2%, die Inflation (gemessen am Consumer Price Index) in den USA liegt gemäss den am 12. Januar veröffentlichten Daten bei 6,5% per Ende Dezember. Hier sind sich die meisten Prognostiker in einem Punkt einig: Das 2%-Ziel wird 2023 nicht erreicht werden! Für 2023 gibt es jedoch sehr unterschiedliche Aussichten. BNY Mellon, eine der grössten Banken in den USA, geht davon aus, dass die Inflation bis Ende 2023 auf 4 bis 5% fallen wird, jedoch das Ziel von 2% frühestens Ende 2024 erreicht sein dürfte. Optimistischer ist die Credit Suisse, welche davon ausgeht, dass bereits im Laufe des aktuellen Jahres die Inflation auf 3% zurückgeht, dann jedoch bis Ende des Jahres dort verharren wird. Die französische Grossbank BNP Paribas wiederum sieht die Inflation bereits Ende 2023 unter 3%. Was ist die Sicht von Finezia? Wir gehen klar davon aus, dass die

Inflation in den USA ihren Höchststand überschritten hat und sich in einem Abwärtstrend befindet. Der Rückgang der Inflation in den letzten Monaten ist dabei vor allem auf den Gütersektor zurückzuführen, während sich im Gegenzug die Preise für Dienstleistungen als hartnäckiger erwiesen haben. Die weitere Entwicklung dieser wird der Knackpunkt für die Inflation sein.

Prognose Finezia: Die Inflation in den USA wird im Jahresverlauf vom aktuellen Stand um mindestens 3 % sinken!

Eng mit der Inflation und den Inflationserwartungen verbunden sind die Zinsentscheide der Notenbanken. Federführend für die weltweite Entwicklung ist auch dort die Fed, welche im vergangenen Jahr einen aggressiven Zinserhöhungszyklus gestartet hat. Der Markt geht aktuell davon aus, dass die amerikanischen Leitzinsen ihren Peak im Juni 2023 bei knapp unter 5 % erreicht haben werden und im 2. Halbjahr Zinssenkungen anstehen.

Prognose Finezia: Die Inflation in den USA wird im Jahresverlauf vom aktuellen Stand um mindestens 3 % sinken!

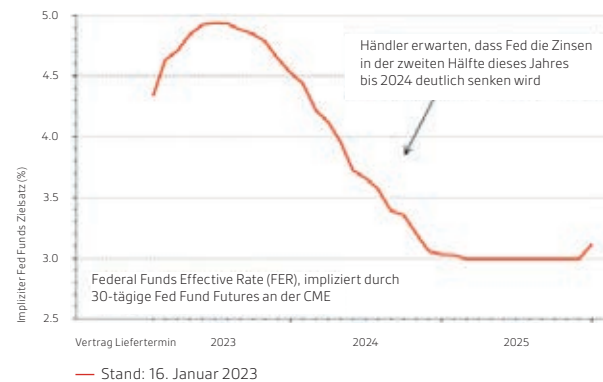
In Europa soll der Peak gemäss den aktuellen Indikationen der an der Börse gehandelten Zins-Futures im Juli bei etwa 3,3 % liegen. Für die Schweiz werden bis ins 3. Quartal hinein Zinserhöhungen erwartet, der implizierte Zinssatz für die SNB-Sitzung im September liegt jedoch bei vergleichsweise tiefen 1,6 %. Was sagen die Ökonomen der Banken dazu? Ca. 4/5 der ausgewerteten Institute gehen entgegen dem Markt davon aus, dass es in den USA 2023 keine Zinssenkungen geben wird. Die Höhe und der Zeitpunkt des Peaks werden jedoch sehr unterschiedlich prognostiziert. Die weltweit grösste Bank JP Morgan geht davon aus, dass die Zinsen auf maximal 5 % steigen werden und dass dies im 1. Quartal geschehen wird. Nachher werden keine weiteren Zinserhöhungen folgen. Goldman Sachs sieht Steigerungen bis 5,25 %, aber ebenfalls keine Zinssenkungen im Jahr 2023. Auf der anderen Seite stehen Wells Fargo und ING. Beide gehen davon aus, dass es im zweiten Halbjahr zu Zinssenkungen kommen wird.

Prognose Finezia: Der US-Leitzins wird auf über 5 % steigen, mehr als vom Markt aktuell erwartet wird.

Eine nächste wichtige Frage dreht sich um die Rezessionserwartung. Wird es in den USA eine Rezession geben und falls ja, wie hart wird diese ausfallen? Was ist mit Europa?

Bezüglich den USA gehen die Meinungen weit auseinander. Goldman Sachs glaubt, dass die USA eine Rezession vermeiden wer-

US-ZINSFUTURES IMPLIZIEREN DEN PEAK DER KURZFRISTIGEN ZINSEN BEI KNAPP UNTER 5%.



Quelle: Refinitiv Datastream/ECR Research

den und die Wahrscheinlichkeit für eine solche «klar unter 50 %» liegt, und begründet dies mit dem starken Arbeitsmarkt. JP Morgan hingegen geht in ihrem Hauptszenario von einer milden Rezession aus. ING hingegen glaubt sogar, dass die rapiden Anstiege bei den Hypothekarzinsen in den USA den Häusermarkt so schwächen werden, dass dies weitere Effekte auf die Gesamtwirtschaft haben und zu einer schweren Rezession führen wird. Dasselbe glaubt Fidelity International, welche damit argumentiert, dass die Fed ihre Zinsen nach vergangenheitsorientierten Daten richtet und daher erst im Nachhinein merken wird, wann der Zinserhöhungszyklus hätte gestoppt werden sollen, was dazu führt, dass es bereits zu spät ist, wenn es tatsächlich geschieht.

Prognose Finezia: Sowohl USA als auch Europa werden eine harte Rezession vermeiden können.

Europa befindet sich gemäss Aussage von Goldman Sachs womöglich bereits in einer Rezession. Da es bis jetzt jedoch ein milder Winter ist und dieser dazu beigetragen hat, dass sich die Energiesituation nicht weiter verschlechtert hat, dürfte diese nicht allzu hart ausfallen. Darüber hinaus wird Europa wahrscheinlich nach der Pandemie von drei ähnlichen Quellen der Widerstandsfähigkeit profitieren, die den USA helfen würden, eine Rezession gänzlich zu vermeiden. Erstens hat die deutsche Produktion von chipintensiven Produkten und Autos den anhaltenden Rückgang der energieintensiven Produktion ausgeglichen. Zweitens würde jeder Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte die Verbraucherausgaben stützen. Als drittes Argument wird angeführt,



dass in den USA die Gewinne der Covid-Wiedereröffnung bereits vorüber sind, Europa dagegen immer noch von einer Erholung im Dienstleistungssektor profitiert.

Prognose Finezia: Sowohl USA als auch Europa werden eine harte Rezession vermeiden können.

Und die Schweiz? Inflations- und Zinsaussagen für die Schweiz sind – erwartungsgemäss – v. a. in den Ausblicken von Schweizer Banken vorzufinden. Die Credit Suisse glaubt, dass die Schweiz trotz langsamerem Wirtschaftswachstum eine Rezession vermeiden wird, da der private Konsum solide bleiben dürfte. Die Arbeitslosenquote ist auf dem niedrigsten Stand seit 20 Jahren, und die Schweizerinnen und Schweizer sind dank der hohen persönlichen Arbeitsplatzsicherheit immer noch konsumfreudig. Ausserdem hat die Zuwanderung wieder zugenommen, was sich als Wachstumsmotor erweisen dürfte. Der starke Anstieg der Ener-

giepreise wirkt sich aufgrund der Preisregulierung, des starken CHF und des kleinen Anteils an den privaten Ausgaben nur gering aus. Infolgedessen ist die Inflation in der Schweiz viel niedriger als anderswo, und die CS erwartet, dass sie sich 2023 weiter verlangsamten wird. Vor diesem Hintergrund bestehe für die SNB relativ wenig Bedarf, die Geldpolitik weiter zu straffen. Daher erwartet die Bank nur noch eine weitere Zinsanhebung im Jahr 2023.

Prognose Finezia: Die SNB wird die Zinsen 2023 nochmals um mindestens 0,5% anheben.

Aus all diesen Prognosen gilt es nun, die richtigen Schlüsse zu ziehen und die Portfolios entsprechend auszurichten. Natürlich sollte man dabei auch nie vergessen, was der deutsche Chemiker Prof. Dr. Hans-Jürgen Quadbeck-Seeger mal zum Dilemma der Prognostiker gesagt hat: «Die meisten Prognosen sind gut, aber die Zukunft kümmert sich wenig darum.»