



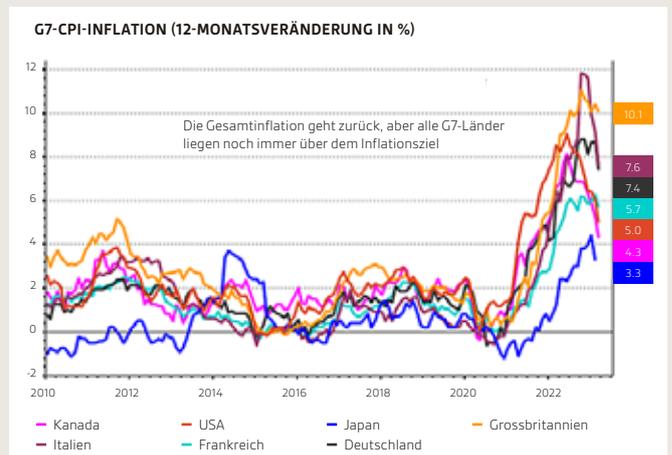
DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK

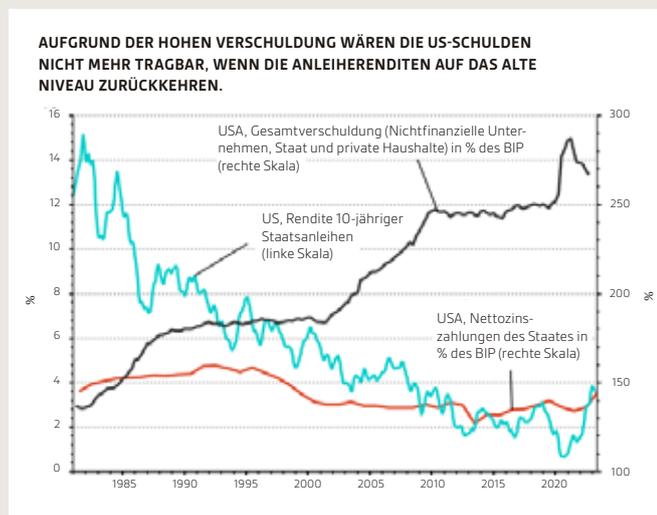


Das Dilemma der Zentralbanken

Die Unsicherheit über die weitere konjunkturelle Entwicklung hat in den letzten Wochen immer wieder zu spürbaren Verwerfungen und anschließenden Aufholbewegungen an den verschiedensten Märkten geführt. Dabei ging es meistens um die leidige Debatte ob die Nationalbanken eine Rezession provozieren werden oder nicht. Vielleicht braucht es eine Rezession, um die Inflation richtig zu bekämpfen, doch eine Rezession ist wegen der hohen Verschuldung sehr riskant. Es ist allerdings auch extrem gefährlich, die Inflation nicht entschlossen zu bekämpfen. Diese Inflation ist zwar seit Monaten rückläufig, aber noch immer hoch, wie die folgende Grafik zeigt:



In der Diskussion um den weiteren Konjunkturverlauf ist die Zinspolitik sicherlich ein wichtiger Faktor, doch dabei wird oft übersehen, dass es letztlich eine Frage der Zahlungsfähigkeit sein wird, die über das Wohl oder Weh entscheidet. Nach der grossen Finanzkrise wurden zwischen 2009 und 2020 aufgrund der durch die Geldpolitik geschaffenen, übermässig vorhandenen Liquidität massenhaft Kredite zu extrem niedrigen Zinsen vergeben. Eigentlich war allen Beteiligten klar, dass einige davon wohl kaum bei höheren Zinsen bedient werden würden. Und nun sind wir in einer Situation angelangt, in der wir zwar den Schuldenstand der exorbitanten gesamtwirtschaftlichen Verschuldung genau beziffern können, aber keine Ahnung haben bis zu welchem (realen) Zinsniveau die Firmen und die privaten Haushalte ihren Kreditverpflichtungen tatsächlich nachkommen können.



Quelle: Refinitiv Datastream/ECR Research

Die Notenbanken sehen den Ausweg aus diesem Dilemma noch immer im Prinzip Hoffnung. Sie gehen davon aus, dass eine lange Periode sehr trüben wirtschaftlichen Wachstums die Lohnanstiege und die Inflation wieder absenken lassen werden. Aus diesem Grund werden sie die kurzfristigen Zinsen nach den jüngsten Zinserhöhungen Anfang Mai länger als gegenwärtig erwartet auf diesem Niveau belassen. Das führt in ihrer Logik nicht nur zu niedrigem Wirtschaftswachstum und zu einem Rückgang der Inflation, sondern auch zu einem «Abschmelzen» zweifelhafter Kredite. Sollte sich dennoch eine Kreditkrise abzeichnen, ist davon auszugehen, dass die Zentralbanken die Zinsen kräftig (200–300 bp) senken werden, unabhängig davon auf welchem Niveau sich die Inflation befindet. Zwar steigt daraufhin die Inflation wieder, doch das wird als weniger dramatisch empfunden als eine veritable Kreditkrise, denn für die Bekämpfung einer solchen Krise wären bei weitem nicht mehr genug fiskalische und monetäre Reserven vorhanden.

Damit stecken die Notenbanken in einer äusserst unangenehmen Zwickmühle. Senken sie die Zinsen bereits bei den ersten Schwächezeichen aus Angst vor einer möglichen Kreditkrise, dann handeln sie sich wohl über kurz oder lang eine ungleich grössere Kreditkrise zwei bis drei Jahre später ein, weil der

aktuelle Inflationsanstieg von mehreren strukturellen Faktoren, sprich Deglobalisierung und Demographie, gefördert wird, die auch bei einer zeitweiligen Rezession in den westlichen Industriestaaten nicht verschwinden werden. Mit anderen Worten, sobald sich die Konjunktur nach einer Rezession wieder erholt, wird auch die Inflation wieder ansteigen. Spätestens dann wird sich diese «missglückte» Erfahrung der Inflationsbekämpfung in einer deutlich gesteigerten Inflationserwartung niederschlagen und die langen Zinsen aufgrund der höheren Inflationserwartung dementsprechend ansteigen. Die Zentralbanken wären so erst recht gefordert einem derartigen inflationären Mindset mit höheren Zinsen zu begegnen.

Die Notenbanken sehen den Ausweg aus diesem Dilemma noch immer im Prinzip Hoffnung.

Da in solch einem Szenario die langen Zinsen bereits höher sein werden als sie aktuell sind, dürfte es dann aber zu einer veritablen Kreditkrise und einem deutlichen konjunkturellen Einbruch kommen. Die Zentralbanken werden deshalb die Zinsen jetzt lieber stärker als zu wenig anheben und mit Zinsrücknahmen danach sehr behutsam sein.

Vor diesem Hintergrund muss man nach wie vor davon ausgehen, dass der Finanzsektor insgesamt auf absehbare Zeit mit der Problematik möglicher Kreditausfälle beschäftigt sein wird. Zwar ist es sicherlich verfrüht erneut vom Platzen einer Immobilienblase zu sprechen, aber in einzelnen Segmenten, wie zum Beispiel im kommerziellen Sektor der USA, sind bei knapp 20 % Leerstand bereits heute Kreditprobleme vorprogrammiert. Die staatlichen Aufsichtsbehörden werden diesem Sachverhalt weiterhin sehr viel Aufmerksamkeit schenken müssen, auch wenn das Beispiel Credit Suisse zeigt, dass bislang noch kein Mittel gegen einen digitalen Bank Run gefunden wurde.

Erstaunlicherweise lassen diese Überlegungen den wichtigen Aspekt der Einkommensverteilung völlig ausser Acht. In der volkswirtschaftlichen Theorie ist die Einkommensverteilung zwar nahezu irrelevant, in der Realität ist die Inflationsrate aber immer auch Ausdruck des Ringens um die Einkommensverteilung. Wenn man bedenkt, dass die Arbeitnehmer aufgrund der Deglobalisierung und der demographischen Entwicklung in den nächsten Jahren die Chance haben ihre relativen Einkommensverluste der letzten 20 Jahre zumindest ansatzweise zu korrigieren, dann darf man durchaus die Erfolgsaussichten der Strategie der Zentralbanken anzweifeln. Sollten also die absehbaren Lohnsteigerungen vollständig über höhere Preise weitergegeben werden, dann dürfte die konjunkturelle Entwicklung eher durch stagflationäre Tendenzen als durch ein Soft Landing geprägt sein.



Abschliessend noch ein kurzer Blick auf die sogenannten BRICS-Staaten. Es mag uns hier in Europa nicht so richtig bewusst sein, aber die BRICS-Staaten Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika sind langfristig betrachtet keineswegs eine vernachlässigbare Fussnote der Geschichte. Ganz im Gegenteil, 2021 lag deren Anteil am kaufkraftbereinigten weltweiten BIP bei 31 %,

das der westlich dominierten G7-Staaten bei 33 %. Langfristig betrachtet dürften sie ihre Position immer weiter ausbauen, da rund 40 % der Weltbevölkerung oder drei Milliarden Menschen in den BRICS-Staaten leben, weit mehr als die 11 % der Weltbevölkerung in den G7-Staaten.

BEVÖLKERUNG UND BIP DER BRICS-STAA TEN

Land ↕	Bevölkerung		BIP (nominell)		BIP (Kaufkraftparität)		Human Development Index 2021	
	in Mio. ↕	in % der Welt ↕	in Mio. US\$ ↕	in % der Welt ↕	in Mio. US\$ ↕	in % der Welt ↕	Erzielter Wert ↕	Platz ↕
China	1.425,9	17,9	17.744.640	18,3	27.206.091	18,6	0,768 (hoch)	79
Indien	1.417,2	17,8	3.176.296	3,3	10.193.541	7,0	0,633 (mittel)	132
Brasilien	215,3	2,7	1.608.080	1,7	3.435.874	2,3	0,754 (hoch)	87
Russland	144,7	1,8	1.778.530	1,8	4.494.223	3,1	0,822 (sehr hoch)	52
Südafrika	59,9	0,8	418.907	0,4	868.576	0,6	0,713 (hoch)	109
Gesamt	3.089,2	41,0	16.848.162	25,5	40.599.671	31,5	-	-
Welt	7.975,1	100,0	97.076.276	100,0	146.607.920	100,0	-	-

Stand / Quelle: Bevölkerung im Jahre 2022^[16], nominelles BIP 2021^[17], BIP (KPP) 2021^[18], HDI 2021^[19]



Mit der im März 2023 erfolgten Berufung der ehemaligen brasilianischen Präsidentin Dilma Rousseff zur neuen Präsidentin der in Shanghai ansässigen Entwicklungsbank der BRICS-Staaten, der New Development Bank, wird immer deutlicher, dass China und die mit ihm in der BRICS-Gruppe lose verbundenen Staaten dabei sind, sich dem wirtschaftlichen und politischen Einfluss der USA zu entziehen. Insbesondere das politisch motivierte Einfrieren von USD-Vermögen hat diesen Prozess vehement beschleunigt. Dies wird mittelfristig negative Auswirkungen auf den von den USA dominierten Handelsraum und den US-Dollar haben. Erste Vorboten dieser Entwicklung sind bereits sichtbar. So hat China seinen Bestand an US Treasuries im letzten Jahr um rund 10 % reduziert, und mit der oben erwähnten Entwicklungsbank, zu der unter anderem auch die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) gehören, ist man einem Handelssystem ohne US-Dollar, sprich in Yuan, Rubel, Real und Gold, deutlich

nähergekommen. Die steigende Bereitschaft der OPEC-Länder ihren Rohstoffhandel ebenfalls in anderen Währungen als den USD abzuwickeln, deutet mittelfristig ebenfalls auf eine langfristig abnehmende Bedeutung der westlichen Währungen hin.

Die Schweiz scheint von all dem ziemlich unberührt zu sein. Als hoch spezialisierter Zulieferer der europäischen Industrie ist sie aktuell in einer komfortablen Position. Zum einen ist ihre Produktion weniger energieintensiv als in den Nachbarländern, und zum anderen kann die Schweizer Nationalbank dank ihrer sehr grossen Devisenreserven den Kurs des Franken aktuell so kontrollieren, dass die importierte Inflation vergleichsweise sehr niedrig ausfällt. Diese günstigen Daten werden im Ausland als willkommene Bestätigung für das Bild der Schweiz als ein Hort der Stabilität wahrgenommen, allen Bankenkrisen zum Trotz.

Finezia Asset Allocation

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

Obligationen

Der Zinserhöhungszyklus dürfte sich langsam zu Ende neigen, wobei man davon ausgehen kann, dass gewisse Notenbanken (USA) früher als andere (Europa, CH) aufhören werden, die Zinsen zu erhöhen. D. h., dass insbesondere in der Schweiz die Nominalzinsen noch weiter steigen werden. Allerdings offerieren Obligationen auch wieder attraktivere Renditen, weswegen wir bei dieser Anlageklasse eine Normalgewichtung empfehlen. Es ist weiter davon auszugehen, dass der Diversifikationseffekt mit Aktien, welcher 2022 bedingt bis gar nicht funktioniert hat, dieses Jahr wieder besser klappen sollte. Spannend sind auch Fremdwährungs-Obligationen guter Schuldner in USD oder EUR, welche eine höhere Rendite abwerfen als in CHF. Dabei gilt es natürlich, das Fremdwährungsrisiko zu berücksichtigen.

Aktien

Nach dem schwierigen Vorjahr hatten Aktien einen guten Start ins neue Jahr, dies trotz anhaltender Unsicherheiten in mehreren Bereichen. Hilfreich war dabei sicher, dass sich die Inflation schneller und stärker abschwächte als prognostiziert. Wir bleiben bei unserer Ansicht, dass eine differenzierte Betrachtungsweise bezüglich Regionen und Sektoren unabdingbar ist. Passives Investieren ist unseres Erachtens im jetzigen Umfeld nicht angebracht. Einzelne Unternehmen mit Preissetzungsmacht, Produkten, die nicht oder schwer austauschbar sind und tiefer Zinssensitivität können auch profitieren, wenn das Umfeld inflationär bleibt. 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. 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. Die richtige Selektion ist sehr anspruchsvoll, da die verschiedenen Hedgefonds-Strategien je nach Marktumfeld andere Ausgangslagen bieten. Im Grundsatz jedoch bleiben Hedgefonds aufgrund grosser Diversifikationseigenschaften und geringer oder allenfalls sogar negativer Korrelation zu anderen Anlageklassen in unsicheren Zeiten aus Rendite-/Risiko-Überlegungen interessant.

Private-Equity-Investitionen sind zwar illiquider als Investments in börsenkotierte Aktien, bieten aber Vorteile bezüglich Diversifikation und sind weniger schwankungsanfällig. Im aktuellen Umfeld präferieren wir insbesondere Private Equity Secondaries und selektive Venture-Investitionen. Darüber hinaus bieten Infrastrukturanlagen einen Inflationsschutz.

Kryptowährungen können das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios verbessern. Nach grossen Korrekturen im vergangenen Jahr hat es in den ersten Monaten in den etablierten Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum einen Rebound gegeben und diese sind um 50 % und mehr gestiegen. Aufgrund des sehr volatilen Marktes mit hohen Kursschwankungen empfiehlt sich eine aktive Bewirtschaftung sowie eine massvolle Allokation dieser Anlageklasse.

Edelmetalle

Edelmetalle – insbesondere Gold – haben ihre Eigenschaft als Portfoliostabilisator in den letzten Wochen und Monaten gut ausgefüllt. 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 sind stärker an Wirtschaftszyklen gebunden, weil sie häufiger in der Industrie zum Einsatz kommen. Da sich Silber in den letzten Wochen relativ zum Gold stark verteuert hat, präferieren wir momentan Gold zur Abdeckung der Edelmetallquote.

Währungen

Der Einbruch des USD, welcher im November letzten Jahres seinen Ursprung hat, hat sich weiter fortgesetzt. Somit hat sich die Erwartung, dass der USD im Laufe des Jahres aufgrund des zu Ende gehenden Zinserhöhungszyklus Kursverluste hinnehmen muss, schneller materialisiert als erwartet. Der EUR hingegen bewegt sich zum CHF sehr stabil in einer engen Range von ungefähr 0.98 bis 1.00, da sich die europäische Wirtschaft weiterhin sehr robust zeigt. Wir erwarten sowohl beim EUR als auch beim USD keine massiven Bewegungen und sehen aktuell beide ungefähr beim fairen Wert. Das Britische Pfund meiden wir weiterhin, da der Wachstums- und Inflationmix nicht für ein Investment spricht.



Theorie und Praxis

Die Idee war gut. Aus mehreren Gründen. Sie schien simpel, verständlich und ressourceneffizient. Aufgekommen ist die Idee irgendwann in den letzten Wochen, als wir im Finezia-Team Brainstorming betrieben über mögliche Themen für den nächsten Finezianer. Irgendjemand hat ein brandaktuelles Thema, welches medial ziemlich beleuchtet wurde, in die Runde geworfen, und meinte, man solle doch einfach einen ganzen Artikel von ChatGPT schreiben lassen.

Dazu kurz eine Erklärung, was ChatGPT ist. ChatGPT ist ein Computerprogramm, das auf Künstlicher Intelligenz basiert und entwickelt wurde, um mit Menschen wie ein menschlicher Gesprächspartner zu interagieren. Das Programm wurde trainiert, indem es riesige Mengen an Texten aus dem Internet und anderen Quellen analysiert hat, um eine Kompetenz zu entwickeln, die es ihm ermöglicht, auf menschliche Anfragen zu antworten. Auch der Schreibende hatte seine Freude, da es ihm doch mächtig Arbeit ersparen könnte, wenn eine Maschine das gesamte Werk in Form eines Textes erschafft. Die erste Entscheidung war gefallen, ChatGPT schreibt einen «Gastbeitrag» im Finezianer. Als es darum

ging, ein Thema zu definieren, über das ChatGPT schreiben sollte, wurden die Meinungen vielfältiger und die Diskussionen grösser. Inflationserwartungen? Zinsverlauf? Aktientipps? Was könnte unsere Leser interessieren? Wie bringen wir interessanten Inhalt auf die wenigen Seiten?

Wir entschieden uns dazu, uns von dieser Künstlichen Intelligenz Antworten auf alle brennenden Fragen geben zu lassen. Da zum Zeitpunkt des Schreibens eben erst der letzte Zinsentscheid der US-Notenbank (Anstieg um 0,25 % am 3. Mai) bekannt geworden war, mussten wir dieses intelligente Wesen unbedingt um seine Meinung dazu fragen. ChatGPT antwortete umgehend:

«Als Künstliche Intelligenz habe ich keine persönliche Meinung, jedoch kann ich Ihnen eine Zusammenfassung der jüngsten Notenbank-Entscheidung der Federal Reserve (FED) und den Aussagen von Chairman Powell geben. Am 28. April 2021 gab die FED bekannt, dass sie den Leitzins unverändert belassen wird und ihr Anleihekaufprogramm fortsetzen wird. Chairman Powell betonte jedoch, dass die Wirtschaft der USA in den letzten Monaten starke Fortschritte gemacht hat und sich langsam von

den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie erholt. Er warnte jedoch auch vor möglichen Risiken, wie beispielsweise einer erneuten Zunahme von COVID-19-Fällen oder Problemen bei der Impfkampagne.»

«Als Sprachmodell ist es mir nicht erlaubt, Vorhersagen zu treffen oder Prognosen abzugeben. ...»

Nun ja, seit dem 28. April 2021 haben 16 weitere FED-Meetings stattgefunden, welche hier leider nicht berücksichtigt wurden. Somit müssen wir wohl mit einer anderen Frage starten und auf bessere Resultate hoffen. Nächster Versuch: Wie wird sich die Inflation in den USA – hätte ChatGPT eine Nationalität, er oder sie wäre US-Amerikaner:in – weiterentwickeln?

«Als Sprachmodell ist es mir nicht erlaubt, Vorhersagen zu treffen oder Prognosen abzugeben. Es gibt jedoch einige Faktoren, die die Inflation in den USA beeinflussen können, und es gibt verschiedene Meinungen und Prognosen von Experten dazu.»
OK, danke. Das wird unseren Lesern sicherlich weiterhelfen.

Wenn es ChatGPT nicht erlaubt ist, irgendwelche Empfehlungen abzugeben, dann können wir wohl die Frage nach Aktientipps ebenfalls streichen. Doch einmal angefangen, war die Versuchung dennoch zu gross und die Frage nach den besten Aktien war schnell gestellt. Nach wenigen Sekunden erschien die Antwort:

«Wenn Sie auf der Suche nach Anlageempfehlungen oder Tipps sind, empfehle ich Ihnen, professionelle Finanzberater oder Vermögensverwalter zu konsultieren. Diese Experten können eine umfassende Bewertung Ihrer finanziellen Situation durchführen und Ihnen individuelle Empfehlungen geben, die auf Ihren Bedürfnissen und Zielen basieren.»

Der gesunde Menschenverstand und die menschliche Intelligenz scheinen gewisse Zusammenhänge immer noch besser zu verstehen.

Nun gut, das Ziel, einen ganzen Artikel via Künstliche Intelligenz zu schreiben, wurde klar verfehlt, aber immerhin hat uns die Künstliche Intelligenz unmissverständlich klar gemacht, dass es für professionelle Vermögensverwalter weiterhin eine Daseinsberechtigung gibt. Der gesunde Menschenverstand und die menschliche Intelligenz scheinen gewisse Zusammenhänge doch immer noch besser zu verstehen.

Um ChatGPT doch noch einen Erfolg zuzuschreiben, haben wir am Schluss noch eine Frage gestellt, welche nicht mit den Finanzmärkten zusammenhängt. Ganz simpel wollten wir wissen, ob Luzern eine schöne Stadt sei:

«Luzern ist zweifellos eine sehr schöne Stadt in der Zentralschweiz. Die Stadt bietet eine Kombination aus historischen Gebäuden, wunderschönen Landschaften und einer reichen Kultur, die sie zu einem attraktiven Reiseziel für Touristen aus der ganzen Welt macht.

Die Altstadt von Luzern ist besonders beeindruckend, mit ihren gepflasterten Strassen, engen Gassen und historischen Gebäuden, darunter die berühmte Kapellbrücke und der Wasserturm, die zu den Wahrzeichen der Stadt gehören.

Luzern wird auch von den atemberaubenden Alpen umgeben, einschliesslich des Pilatus, der Rigi und des Bürgenstocks, die alle leicht von der Stadt aus zu erreichen sind und eine spektakuläre Aussicht auf die Landschaft bieten.

Zusätzlich zu den landschaftlichen Schönheiten bietet Luzern auch eine lebendige Kunst- und Kulturszene, zahlreiche Restaurants und Cafés sowie ein vielfältiges Freizeitangebot, das Wanderungen, Bootsfahrten auf dem Vierwaldstättersee und vieles mehr umfasst.

Insgesamt ist Luzern eine sehr schöne Stadt mit vielen Sehenswürdigkeiten und Attraktionen, die es zu einem lohnenswerten Reiseziel machen.»

Das klingt durchaus vernünftig und lässt uns zum Schluss kommen, dass Sie, liebe Leserinnen und Leser sich für Finanzfragen weiterhin an uns wenden sollten, auf der anderen Seite aber gerne mal ChatGPT ausprobieren können, wenn Sie sich unsicher sind, wohin Ihre nächste Urlaubsreise gehen sollte. Ein Gespräch mit ChatGPT können Sie unter folgendem Link führen: chat.openai.com



