



DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK



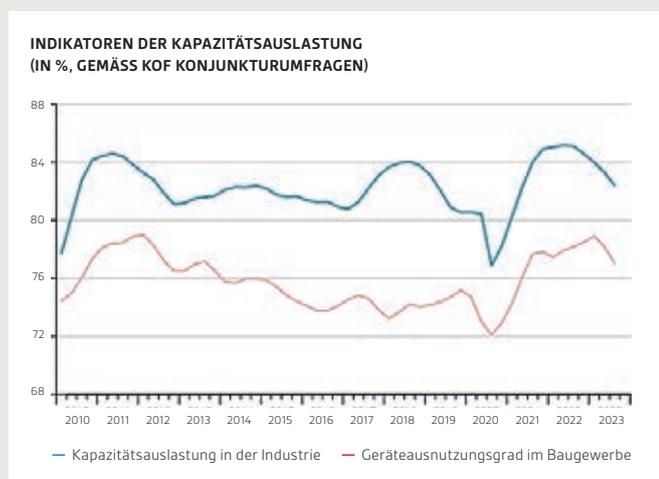
Lohn-Preis-Spirale? Schuldenkrise? Eine Gratwanderung

Im Verlauf des Jahres hat die konjunkturelle Entwicklung in den westlichen Industrieländern immer wieder positiv überrascht, insbesondere in den USA. Auch wenn Europa im Moment kaum noch wächst, der mancherorts befürchtete, gravierende, konjunkturelle Einbruch ist bislang ausgeblieben. Überhaupt hat sich die Wirtschaft in vielen Ländern als erstaunlich robust erwiesen. Der Rückgang der Kerninflation ist daher vielerorts geringer ausgefallen als erwartet. So ist es nicht verwunderlich, dass die von vielen zu Beginn des Jahres prognostizierten drastischen Zinssenkungen durch die Notenbanken nicht stattgefunden haben. Im Gegenteil, weil die Kerninflation vielerorts bei rund 4% verharrt und die Lohnforderungen der Gewerkschaften in den USA

und Europa, mit Ausnahme der Schweiz, über dieser Marke liegen, deutet wenig auf eine Entspannung der mittelfristigen Inflationstendenzen hin.

Dies liegt vor allem an zwei Aspekten, die in der jetzigen Situation die Inflation weiter anheizen. Da ist zum einen die Weltanschauung der Zentralbanken, die eine Inflation über 2% als eine latente Bedrohung der Stabilität erachten. Daher treten sie einer solchen Entwicklung mit steigenden Realzinsen bzw. einer realen Aufwertung der eigenen Währung entgegen. Es wird erwartet, dass steigende Realzinsen über kurz oder lang zu einer deutlichen Verlangsamung der Konjunktur, zu weniger Beschäftigung und damit letztlich zu

weniger inländischer Kaufkraft führen. Letztlich ist es dieser Rückgang der Nachfrage und die unterstellte niedrigere Auslastung der Kapazitäten, die die Firmen zu Preisnachlässen nötigt. Et voilà, die Preise sinken, so zumindest in der Theorie der Notenbanken. In der Realität sind die Dinge viel komplexer. In der heutigen Zeit einer flexiblen, international verflochtenen Just-in-time-Produktion ist es keineswegs sicher, dass ein moderater Rückgang der inländischen Nachfrage zu flächendeckenden Überkapazitäten im Heimatland führen wird. Wie gross dieser Effekt letztlich sein wird, lässt sich im Voraus kaum abschätzen. Die Schweizer Kapazitätsauslastung z. B. liegt trotz moderatem Wachstum weiterhin deutlich über dem langfristigen Durchschnitt.



Mit Blick auf die Preisentwicklung in den letzten 12 Monaten scheint es sogar so zu sein, dass die Preissetzungsmacht vieler Unternehmen deutlich höher ist, als dies die vom Wochenmarkt geprägte Preistheorie nahelegt. Im Klartext bedeutet dies, dass steigende Zinsen höhere Mieten und höhere Preise nach sich ziehen werden und so die Inflation weiter anheizen. Für die oben angesprochenen Unternehmen jedenfalls sind höhere Kosten nicht so gravierend, solange sie diese erfolgreich überwälzen können. Viel eher ist der Zugang zu Arbeitskräften entscheidender als ein 100 Bp höherer Realzins bzw. 3% statt 2% Inflation. So erklärt sich auch die immer noch ausserordentlich kräftige Nachfrage nach Arbeitskräften. Gleichzeitig ist der Arbeitsmarkt für qualifiziertes Personal in vielen westlichen Industrieländern aus demographischen Gründen zurzeit ziemlich leergefegt, wie es die ungewöhnlich tiefen Arbeitslosenraten belegen.

Im Klartext bedeutet dies, dass steigende Zinsen höhere Mieten und höhere Preise nach sich ziehen werden und so die Inflation weiter anheizen.

Damit kommen wir zum zweiten wichtigen Faktor in der jetzigen Situation, nämlich der bereits in vergangenen «Finezianern» mehrfach angesprochenen Einkommens- und Vermögensverteilung.

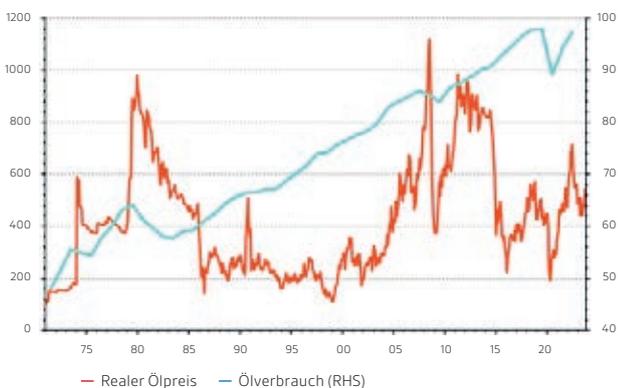
Die letzten Jahrzehnte standen ganz im Zeichen der Globalisierung. Durch die Öffnung der Märkte konnten viele Arbeitnehmer in den Schwellenländern in die globale Wirtschaftsstruktur integriert werden. Dies resultierte in stark gestiegenen Gewinnen vieler Firmen in den Industrieländern. Die Reallöhne der Arbeitnehmer in den Industrieländern hingegen sind gesunken bzw. haben bestenfalls stagniert. Selbst der IMF und die OECD räumen inzwischen ein, dass die Globalisierung und die zuletzt extrem expansive Geldpolitik in Folge der Grossen Finanzkrise zu einer erheblichen Umverteilung zu Ungunsten der unteren und mittleren Einkommensklassen geführt haben, und dass nunmehr ein Korrekturbedarf in dieser Hinsicht besteht. Zwischen den Zeilen wird sogar angedeutet, dass die aktuelle Situation einige Gesellschaften auf eine harte Probe stellen wird. Doch in der Theorie der Zentralbanken spielt die Einkommens- und Vermögensverteilung keine Rolle.

Wie gesagt, aktuell trifft der einkommenspolitische Nachholbedarf zahlreicher von der Grossen Finanzkrise negativ betroffenen Arbeitnehmer auf das strategische Bedürfnis der Unternehmen Fachkräfte zu rekrutieren, um überhaupt produzieren zu können. Angesichts der relativ hohen Preissetzungsmacht der Unternehmen scheinen höhere Löhne weniger ein existentielles Risiko darzustellen als fehlende Arbeitnehmer, auch wenn dies die Gewinne der Unternehmen zweifellos beeinträchtigen wird. Sicherlich können die Zentralbanken theoretisch die Nominalzinsen so lange erhöhen, bis eine Rezession unvermeidlich wird, tatsächlich dürfte die Aussicht auf eine Neuauflage der Schuldenkrise von 2009 dies verhindern. Damit bleibt den Zentralbanken nichts anderes übrig als darauf zu hoffen, dass der sich abzeichnende Verteilungskampf zwischen Kapital und Arbeit kooperativ gelöst wird und nicht in eine anhaltende Lohn-Preis-Spirale ausartet.

Der Streit um knappe Ressourcen ist leider nicht nur auf den Arbeitsmarkt beschränkt. Die rasant gestiegene Staatsverschuldung, die explodierenden Aufwendungen im Zusammenhang mit der Klimaveränderung und die drastisch gestiegenen Ausgaben im militärischen Bereich werden den Streit um die real schrumpfenden Steuereinnahmen befeuern. Des Weiteren kontrolliert mit der Ausweitung der BRICS-Staaten diese Staatengruppe nunmehr knapp 45% der weltweiten Produktionskapazitäten von Rohöl. Mit der Auseinandersetzung zwischen der Hamas und Israel ist sicherlich das Risiko gestiegen, dass der Ölpreis wieder einmal als politisch motivierte Antwort auf den Gaza-Konflikt und die aktuellen Sanktionen des Westens eingesetzt werden könnte. Sollte der Ölpreis deutlich über USD 100 pro Fass steigen, droht den westlichen Industrieländern ein weiterer Abfluss von Kaufkraft und folglich eine Rezession, zumindest in Europa. Dem Westen muss unbedingt daran gelegen sein, eine solche Kombination aus Rezession bei steigender Inflation zu vermeiden. Diese würde die ohnehin schon bestehenden Verteilungskonflikte weiter drastisch anheizen. Aus dieser Perspektive wird vielleicht verständlich, warum die USA sich öffentlich gegen eine israelische Besetzung des Gaza-Streifens aussprechen, und gleichzeitig gegenüber dem Iran eher moderate Töne anschlagen.



**REALER ÖLPREIS UND WELTWEITER ÖLVERBRAUCH
INDEX, JANUAR 1971 = 100 MIO. BARREL**



Quelle: LSEG Datastream / ECR Research

Ganz generell ist die konjunkturelle Situation im Ausland für die Schweizer Wirtschaft zurzeit nicht besonders hilfreich. China hat nach Corona, dem hausgemachten Immobilienboom und den politischen Spannungen mit zahlreichen westlichen Staaten die positiven Erwartungen nicht erfüllt. Die vom Westen erhofften

konjunkturellen Impulse aus China sind mehrheitlich ausgeblieben. Etwas überspitzt könnte man sagen, die chinesische Wachstumslokomotive hat den Kurs geändert: weg von den USA und Europa, hin zu den BRICS-Staaten. Die westlichen Staaten haben bereits ihre Direktinvestitionen in China sehr stark zurückgefahren und ziehen sogar, soweit möglich, erstmals seit Jahren rekordhohe Summen an Kapital ab. Hinzu kommt der rasante Einbruch der deutschen Maschinenbau- und Chemieindustrie aufgrund der exorbitant gestiegenen Energiepreise. Aber auch der für die Schweizer Zulieferer wichtige europäische Automobilsektor stagniert. Insbesondere im Bereich E-Mobilität werden die europäischen Produzenten durch koreanische und chinesische Hersteller stark unter Druck gesetzt.

Insgesamt dürften wir in den nächsten Monaten auf ein weiterhin labiles Dahindriften zusteuern, wobei der Preisauftrieb nur unwesentlich schwächer werden sollte. So gesehen erscheinen die veröffentlichten Konjunktur-Prognosen zur Schweiz recht optimistisch, da sie eine weiterhin stark gestiegene Beschäftigung unterstellen. Doch sollte die rasante Zunahme der letzten beiden Jahre nicht fortgeschrieben werden, stösst die damit verbundene Immigration sowohl beim Wohnraum als auch



politisch deutlich an strukturelle Grenzen. Damit ist fraglich, ob die in den Prognosen unterstellte Belebung im Wohnbausektor tatsächlich stattfinden kann. Mit Blick auf die gleichzeitig prognostizierte, bestenfalls stagnierende Reallohnentwicklung ist angesichts der stark steigenden Belastung durch die Krankenkassenprämien sowie den durch den steigenden Referenzzinssatz legitimierten Mietpreissteigerungen und höheren Hypothekarzinskosten für Eigenheimbesitzer kaum Spielraum für

eine Belebung des inländischen Konsums bzw. der inländischen Endnachfrage erkennbar.

Es ist deutlich ersichtlich, dass Preise, inklusive Realzinsen, allein keine effektive Methode zur Bewältigung der Verteilung stagnierender Ressourcen darstellen. Die Notenbanken können zwar die Nominalzinsen erhöhen, aber wohin die Reise geht, werden sie mit Sicherheit nicht bestimmen.

Finezia Asset Allocation

Nachfolgend unsere aktuelle Einschätzung der verschiedenen Anlageklassen und der Ausblick für die nächsten Wochen und Monate.

Obligationen

Wer Anfang Jahr Zinssenkungen gegen Ende 2023 erwartet hat, der sieht sich spätestens jetzt getäuscht. Der Zinserhöhungszyklus dürfte zwar dem Ende nahe sein oder dieses bereits erreicht haben, doch erwarten wir im nächsten Halbjahr noch keine Zinssenkungen. Inzwischen offerieren Obligationen jedoch wieder attraktivere Renditen und weisen gegenüber Aktien ein attraktives Rendite-/Risikoprofil auf, weswegen wir diese Anlageklasse aktuell Übergewichten. Bei Fremdwährungs-Obligationen guter Schuldner in USD oder EUR sind die Renditen noch immer massiv höher als in CHF, hierbei gilt es jedoch das Fremdwährungsrisiko im Blick zu haben.

Aktien

Aktuell zehren die meisten Aktienmärkte noch vom guten Start ins neue Jahr, doch ist dieser Puffer in gewissen Märkten inzwischen aufgebraucht. Der Swiss Market Index (SMI), welcher die 20 grössten Schweizer Unternehmen vereint, hat am 18. Oktober 2023 zum ersten Mal seit März (CS-Krise) wieder tiefer geschlossen als zum letzten Jahresende. Doch was heisst dies für die Positionierung in der Zukunft? Seit Sommer haben wir – auch aufgrund des (zu) positiven Jahresstarts – bezüglich Aktien eine vorsichtiger Haltung eingenommen und sehen uns aktuell darin bestätigt. Es wird jedoch der Zeitpunkt kommen, bei dem zu viel Negatives in den Kursen eingepreist ist. Sollte das Umfeld länger inflationär bleiben, profitieren Unternehmen mit Preissetzungsmacht, Produkten, die nicht oder schwer austauschbar sind und tiefer Zinssensitivität. Diese Unternehmen gilt es zu finden und zu selektieren.

Alternative Anlagen

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

Im Bereich der Hedgefonds gibt es diverse Strategien, die je nach Marktumfeld andere Ausgangslagen bieten. Dies bedingt eine sorgfältige Selektion. In Zeiten von volatilen Märkten, wie wir sie seit Sommer wieder vermehrt sehen, sind Hedgefonds aufgrund grosser Diversifikationseigenschaften und geringer oder allenfalls sogar negativer Korrelation zu anderen Anlageklassen 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 2022 sind Kryptowährungen wieder im Aufwind und Bitcoin als bekannteste Kryptowährung hat bis Mitte Oktober um über 70 % zugelegt. Wir halten eine kleine Allokation zu Kryptowährungen je nach Risikoneigung für angebracht, aufgrund des sehr volatilen Marktes mit hohen Kursschwankungen empfiehlt sich jedoch eine aktive Bewirtschaftung.

Edelmetalle

Der Einsatz und der Sinn von Edelmetallen in Portfolios führen immer wieder zu Kontroversen, da die Meinungen der Experten sehr vielfältig sind. Wir sind überzeugt, dass Gold einen wichtigen defensiven Charakter im Portfolio besitzt. Einerseits als Absicherung in Krisenzeiten, andererseits zur Abfederung von Schwankungen. Dies hat sich im Oktober angesichts der Krise im Nahen Osten erneut gezeigt, als der Goldpreis innert weniger Tage um 7% zugelegt hat. Weitere Edelmetalle wie Silber und Platin sind stärker an Wirtschaftszyklen gebunden, weil sie häufiger in der Industrie zum Einsatz kommen. Wir setzen Silber dann in den Portfolios ein, wenn der Preis relativ zum Gold günstig erscheint.

Währungen

Einmal mehr hat sich der CHF in unsicheren Zeiten als krisenfeste Währung herausgestellt. Währenddem der USD nach einer Berg- und Talfahrt nur leicht tiefer notiert als Anfang Jahr, war 1 EUR im Verlaufe des Oktobers zum ersten Mal seit mehr als einem Jahr wieder für weniger als 95 Rappen zu haben. Langfristig sehen wir insbesondere den USD schwächer als den Schweizer Franken, denken jedoch nicht, dass sich dies bereits in den nächsten Wochen manifestieren wird.

Wir erwarten sowohl beim EUR als auch beim USD keine massiven Bewegungen auf kurze Frist. Als CHF-Anleger sehen wir auch keine Notwendigkeit, andere Währungen im Portfolio zu halten.



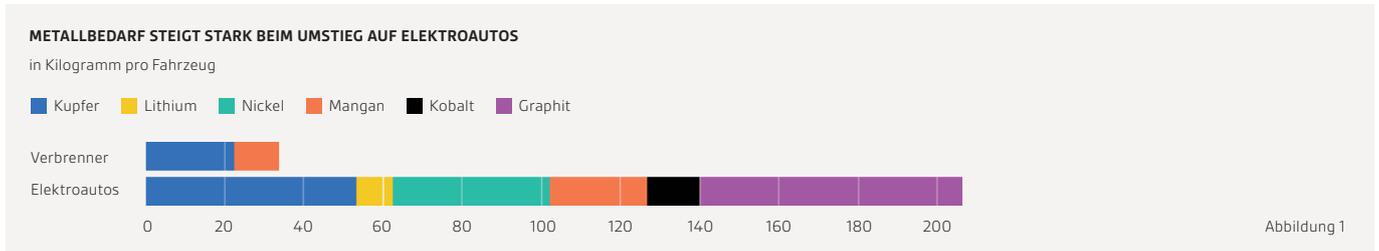
Von Metallen und Metallen – und ein bisschen Öl

Eigentlich ist es meist kein gutes Zeichen: Wenn in den Medien über die strategische geopolitische Bedeutung von Rohstoffen fabuliert wird, ist dies ein untrüglicher Beleg dafür, dass irgendwo auf der Welt mal wieder was ins Wanken geraten ist. Leider. In den vergangenen Monaten war dies nicht anders. Und es ist vielerorts was ins Wanken geraten, zuletzt insbesondere im Nahen Osten.

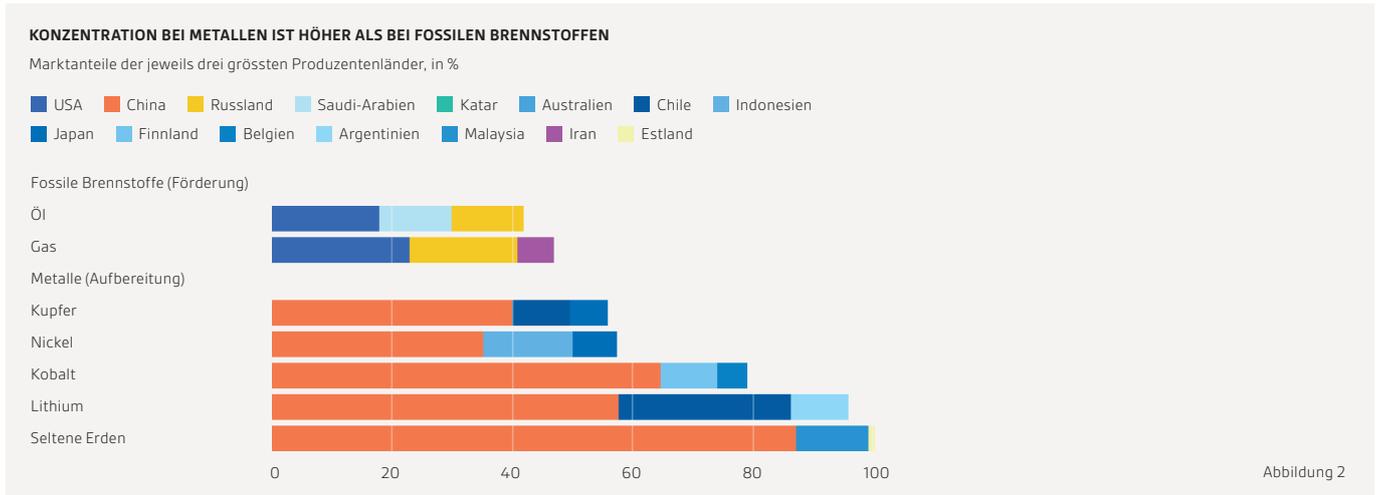
Nach dem Terrorangriff der Hamas rückte zuerst völlig zurecht das menschliche Leid in den Vordergrund der Berichterstattung. Doch dauerte es – leider wenig erstaunlich – nur wenige Tage, bis auch mögliche ökonomische Auswirkungen aufs Tapet gebracht wurden. Unter dem Titel «Welche Risiken gibt es für die Weltwirtschaft?» zog die «Tagesschau» des deutschen Fernsehens Parallelen zum Jom-Kippur-Krieg 1973 und den Auswirkungen des damaligen Ölembargos gegen Staaten mit einer israelfreundlichen Haltung. Die Folge damals war eine der schwersten Wirtschaftskrisen nach dem Zweiten Weltkrieg und die älteren Leser erinnern sich heute noch an die autofreien Sonntage, eine Massnahme, welche den Engpass der Erdöl-Versorgung abschwächen sollte.

Die Auswirkungen auf den Ölmarkt hängen sicherlich von der weiteren Entwicklung und der regionalen Begrenzung des Konflikts ab. Da die Beziehungen von Saudi-Arabien und der Vereinigten Arabischen Emirate zu Israel sich zuletzt eher verbesserten, besteht die reelle Chance, dass erst einmal nur geringe unmittelbare konjunkturelle Auswirkungen zu sehen sind. Das Worst-Case-Szenario würde eine Beteiligung der USA auf der einen und vom Iran oder Russland auf der anderen Seite darstellen. Somit gilt es hier zuzuwarten und – insbesondere im Sinne der Menschlichkeit – zu hoffen, dass sich dieser neuerliche Konfliktherd baldmöglichst wieder abkühlen wird.

Im Schatten dessen gibt es jedoch weitere Rohstoffe, welche im Rahmen von längerfristigen geopolitischen Verschiebungen jeweils in den Fokus rücken, insbesondere Metalle. Wer einmal im Leben das Glück hatte, das Periodensystem der Elemente (PSE) näher zu betrachten oder im Extremfall sogar auswendig zu lernen, der weiss, dass Metalle nicht gleich Metalle sind. Aber während im PSE nicht nur von Halbmetallen und Erdalkalimetallen, sondern z. B. auch von Übergangsmetallen die Rede ist, ist die Unterscheidung aus ökonomischer Warte doch ein wenig simpler. Da gibt es Edelmetalle und Industriemetalle.



Grafik: themarket.ch / Quelle: IEA



Grafik: themarket.ch / Quelle: IEA

Zu den Edelmetallen gehören aus dieser Sicht im engeren Sinne Gold, Silber, Platin & Palladium, wobei insbesondere Gold als Stabilisator in Unsicherheits- und Krisenzeiten als sicherer Hafen gefragt ist. Dies hat sich im Zuge der Nahost-Krise erneut manifestiert. Ein wenig anders liegt die Sachlage bei Silber. Auch wenn Gold und Silber oft in die gleiche Richtung tendieren, gibt es einen beträchtlichen Unterschied, denn Silber wird – obwohl als Edelmetall klassifiziert – viel häufiger von der Industrie nachgefragt, was erfahrungsgemäss zu einer höheren Volatilität führt. Als Portfolio-Diversifikation gehört für uns Gold weiterhin als strategischer und taktischer Baustein ins Portfolio, bei Silber orientieren wir uns jeweils am relativen Preisverhältnis zu Gold.

In den letzten Monaten und Jahren, vor allem im Rahmen der propagierten Energiewende, sind jedoch Industriemetalle deutlicher in den Fokus gerückt. Zu den bekanntesten Industriemetallen gehören Aluminium, Kupfer, Nickel und Zink. Die Hauptanwendungen für diese Metalle finden sich z. B. in der Automobil- und Aviatikbranche oder auch in der Bauindustrie. Daher reagieren Industriemetalle grundsätzlich empfindsam auf konjunkturelle Entwicklungen und in der Vergangenheit jeweils insbesondere auf die Entwicklung in China, da die Nachfrage dort sehr ausgeprägt ist.

Nebst den oben erwähnten bekannten Metallen Kupfer und Nickel sind es insbesondere Metalle wie Lithium und Kobalt, derer es in Zukunft verstärkt bedarf, um die Energiewende überhaupt stemmen zu können. In einem durchschnittlichen Elektroauto sind heute z. B. je Fahrzeug 6 Kilogramm Lithium und 8 Kilo-

gramm Kobalt nötig (Abbildung 1). Das klingt nach wenig, aber Studien haben ergeben, dass alleine die Menge der Elektroautos, welche 2030 in Deutschland fahren sollen, fast soviel Lithium und Kobalt braucht, wie im ganzen letzten Jahr weltweit abgebaut worden sind. Und Deutschland ist bei weitem nicht das einzige Land auf der Welt, das immer mehr Batterien für Elektroautos bauen will, geschweige denn sind Elektroautos das einzige Produkt, für das Lithium und Kobalt benötigt wird. Natürlich ist dies der heutige Stand der Technik und gewisse Anbieter wie Tesla möchten in wenigen Jahren bereits kobaltfreie Batterien in ihren Autos einsetzen, doch dies ist Zukunftsmusik.

Aktuelle Schätzungen der Internationalen Energieagentur (IEA) gehen davon aus, dass die Nachfrage nach Lithium bis 2050 um mehr als das 40fache steigen wird. Auftrieb bekommen – und damit wären wir wieder beim Ursprungsthema – haben die Diskussionen insbesondere nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine. In Europa richtet sich der Fokus seither verstärkt auf die Energieunabhängigkeit. In der Zwischenzeit haben viele «Energiewendeschwärmer» bemerkt, dass dies nicht so einfach werden dürfte. Fast 2/3 der von der EU als kritisch eingestuften Metalle stammen nämlich aus China und damit ist die Abhängigkeit von einem gewichtigen Akteur noch viel ausgeprägter als z. B. beim Öl. Neuste Daten zeigen, dass China im Ressourcenabbau die dominante Macht bleibt (Abbildung 2). Relevant werden könnte damit auch der Bereich Tiefseebergbau im Südpazifik. Aber egal wie man es dreht und wendet, die Staaten bleiben global abhängig voneinander.



Mehr noch: Da für die Energiewende diese Metalle unabdingbar scheinen (nebst Elektroautos finden sich diese auch in Windrädern und Solarpanels), bedeutet die Energiewende mit der aktuellen Ausgangslage eigentlich nur eines – fossile Energieträger aus autokratischen Staaten werden ersetzt durch Energieträger, welche Rohstoffe aus autokratischen Staaten benötigen. Ist dies wirklich sinnvoll?

Von der Planung bis zur Inbetriebnahme einer Mine können gut 15 Jahre vergehen.

Unter diesen Gesichtspunkten wäre es wichtig, dass man diese Metalle auch innereuropäisch produzieren könnte, was aber politisch (noch) auf Widerstand stösst, da der Abbau mit vielen Mängeln behaftet ist und einen schlechten Ruf genießt. Ketzerisch

gesagt erachtet man es vielleicht auch als weniger schlimm, wenn im globalen Süden das Grundwasser verunreinigt wird oder zehntausende Kinder in Kobaltminen geschickt werden. Doch je länger man wartet, desto grösser ist die Abhängigkeit, denn allzu schnell lassen sich Vorkommen – welche in Europa gemäss Experten durchaus vorhanden wären – nicht erschliessen. Von der Planung bis zur Inbetriebnahme einer Mine können gut 15 Jahre vergehen. Damit Europa seine Abhängigkeit von autokratischen Staaten also reduzieren kann, müsste Bewegung in den Kreislauf kommen, doch dies ist aktuell nicht in Sicht.

Somit werden neben Öl auch Metalle in naher Zukunft immer noch ein Spielball geostrategischer Interessen bleiben und die Abhängigkeit von gewissen Ländern wird nicht so schnell verschwinden. Das heisst, auch inskünftig werden massive Schwankungen die Rohstoffmärkte erfassen, wenn irgendwo auf der Welt etwas ins Wanken gerät. Es wäre zu wünschen, dass dies seltener der Fall sein wird.