

## PREKÄRE DYNAMIK

In unsicheren Zeiten können kleine Veränderungen grosse Folgen haben. Dennoch sind die Märkte derzeit guten Mutes. Wer Mittel und starke Nerven hat, kann Chancen weiter nutzen – wer nicht, sollte das Risiko überdenken.

“**E**l Niño» – so heisst das uralte Meeresphänomen, das in unregelmässigen Abständen rund um die Weihnachtszeit am südamerikanischen Äquator auftritt. Es äussert sich in einer plötzlichen Erwärmung des pazifischen Ozeans und ausbleibenden Fischschwärmen vor der peruanischen Küste. Das Phänomen hat Auswirkungen auf das Wetter von Amerika über Afrika bis hin nach Südostasien. In manchen Regionen wird es trockener und heisser, in anderen feuchter und kühler. Das Risiko von Dürren und Überschwemmungen steigt, manche Gegenden profitieren aber auch von den veränderten Bedingungen. Insgesamt wird die Situation instabiler, Wetterprognosen anspruchsvoller. Gemäss aktuellen Berichten ist «El Niño» derzeit besonders stark, es wird bereits von einem Extremjahr gesprochen.

Fundamentale Verschiebungen des Niño-Phänomens gehören neben dem Abschmelzen des Grönländischen Eisschildes und einer Handvoll anderer Ereignisse zu den potenziellen Kippelementen im globalen Klimasystem. Die Forschung nimmt an, dass bei solchen Elementen geringe Veränderungen grosse Folgen haben können. Wird ein sogenannter Kipp-Punkt überschritten, können Änderungen

abrupt und in einzelnen Fällen gar unumkehrbar sein. Allerdings sind die genauen Schwellenwerte für viele Kippelemente unsicher oder umstritten.

Auch in der Ökonomie sind Wissenschaftler und Analysten ständig auf der Suche nach Kipp-Punkten. Ein gutes Beispiel ist die Staatsverschuldung: Unter dem Titel «This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly» haben die Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff 2009 festgehalten, dass ab einer Verschuldung von 90 Prozent des Bruttoinlandprodukts negative Folgen zu erwarten sind. Gleichwohl liegen wir in vielen Ländern – nicht zuletzt in den führenden Wirtschaftsmächten USA und Japan – teilweise seit vielen Jahren klar darüber, bislang ohne gravierende Konsequenzen. Die hohe Verschuldung muss dennoch weiterhin als eine der grössten Sorgen und Risiken für Wirtschaft und Gesellschaft gelten, auch wenn der genaue Kipp-Punkt offensichtlich unklar ist.

### Instabile Zeiten

In den zahllosen Publikationen zum Jahreswechsel ist oft von fundamentalen Veränderungen die Rede. So lautet der Titel des durchaus leistungswerten Ausblicks der UBS für das kommende Jahr 2024: «Eine neue Welt». Diese, so der Kommentar, wird von wirtschaftlicher Unsicherheit, geopolitischer Instabilität und fundamentalem technologischen Wandel geprägt. Analog zu den Kippelementen in der Klimatologie prägen demnach fünf «D» unsere Zeit: Verschuldung (bzw. «Debt»), Deglobalisierung, Demografie, Digitalisierung sowie Dekarbonisierung.



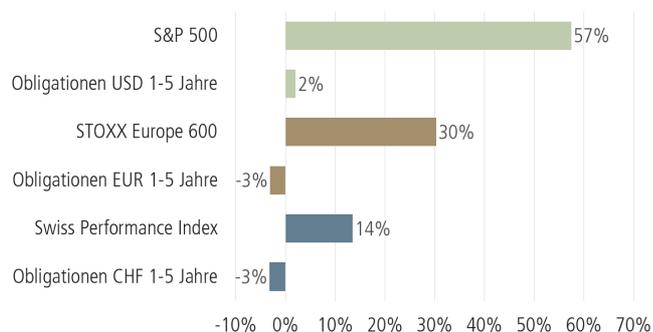
Auch wenn vieles im Kampf um die Aufmerksamkeit zum Jahresende wohl überspitzt wird, sind die Zeiten spätestens seit 2020 – zumindest gefühlt – besonders unsicher. Ob die Pandemie der einst als historischer Kipp-Punkt gelten wird, ist noch unklar. Klar ist dagegen, dass sich in den vier Jahren seit Covid-19 an den Finanzmärkten rasante Talfahrten und kräftige Höhenflüge in rascher Folge abgewechselt haben. Vor allem 2022 ist als eines der schlechtesten Finanzjahre seit über 100 Jahren in Erinnerung geblieben. Wer allerdings im turbulenten Umfeld die Nerven behalten hat, wurde 2023 belohnt, zumal die Aktienmärkte in den meisten Industrieländern deutlich zugelegt haben. Wie unsere Grafik zeigt, hat sich auch seit 2020 ein gewisser Mut für Aktienanlagen ausgezahlt, während Obligationen in Europa und der Schweiz bereits nominal negativ rentiert haben – nach Abzug der Inflation auch in den USA.

erstaunt die gewaltige Anpassungsfähigkeit von Menschen und Unternehmen immer wieder, gerade auch in den Jahren seit der Pandemie. Dies gibt, bei aller berechtigten Verzweiflung über Kriege und Armut, Anlass zur Hoffnung.

Auch Anlegerinnen und Anleger dürfen trotz der gebotenen Vorsicht und über die lange Frist zuversichtlich sein. Gemäss einer Studie der Credit Suisse von 2023 haben Aktien in der Schweiz seit 1900 pro Jahr real (also nach Abzug der Inflation) in Lokalwährung 4.5% rentiert (USA: 6.4%), Obligationen 2.0% (USA: 1.7%) und Liquidität 0.7% (USA: 0.4%). Klar ist, dass es dabei auch Phasen von grösseren Verlusten in den verschiedenen Anlageklassen gab und dass Vermögen in einigen Teilen der Welt existenziell bedroht war oder tatsächlich verloren ging. Trotzdem gilt weiterhin: Wer Vermögen erhalten und vermehren will, muss investiert sein – gerade auch in volatilen Zeiten.

#### PERFORMANCE SEIT JANUAR 2020

### BELOHNTER MUT



Quelle: Für die Obligationen wurden jeweils die aggregierten Indices von Bloomberg (1-5y, Total Return) verwendet. Für alle Indices kumulierte Performance in Lokalwährung, Stand 31.12.2023.

Ganz grundsätzlich stellt sich allerdings die Frage, ob wir wirklich in einer so «neuen Welt» leben. Die UBS weist in ihrem Bericht zu Recht darauf hin, dass die Menschheit in den letzten 120 Jahren zwei Weltkriege, neun Pandemien, Hunderte von Bürgerkriegen und regionalen Konflikten, mehr als 2000 Nukleardetonationen, mehrere Revolutionen in den grössten Ländern der Welt, mindestens ein Dutzend Hyperinflationen, über 15 Baissen, mehr als 20 Rezessionen und fast 200 Staatspleiten oder Schuldenkrisen erlebt hat. Vor diesem Hintergrund

### Es geht um Erwartungen

Ebenso wie sich das Wetter in einer aus dem Gleichgewicht geratenen Atmosphäre volatiler und extremer präsentiert, sind die Schwankungen an den Finanzmärkten in einem unsicheren Umfeld grösser und noch schwerer vorhersehbar. Schon in einer Welt rein physikalischer Zusammenhänge geraten Klima- und Wettermodelle bei instabilen Verhältnissen rasch an ihre Grenzen. An den Finanzmärkten geht es zusätzlich um Psychologie, geprägt vom raschen Wechsel zwischen Angst und Gier. Nicht umsonst wird oft betont, dass an den Märkten Erwartungen über die Zukunft gehandelt werden und weniger harte Fakten aus der Gegenwart.

Diese Erwartungen wurden im vergangenen Jahr und darüber hinaus ganz wesentlich von zwei Faktoren getrieben. Da ist erstens ein Innovationschub im Bereich künstliche Intelligenz, der die Phantasie bei ein paar grossen Firmen enorm beflügelt hat. So wurde die Performance der US- und damit der Weltaktienmärkte wesentlich von sieben grossen Technologiefirmen getrieben: Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla und Nvidia, fast alle im Bereich künstliche Intelligenz aktiv. Inzwischen werden diese Firmen aufgrund ihres überragenden Einflusses als «Magnificent 7»

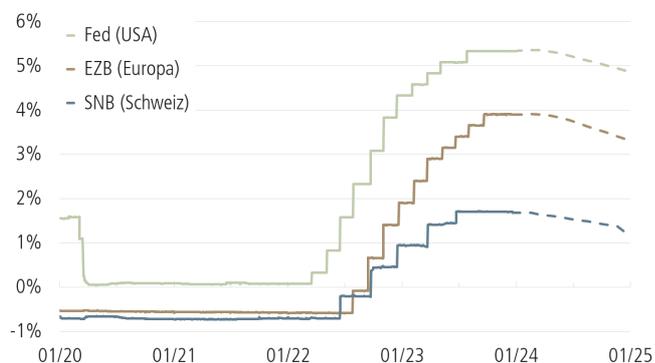


bezeichnet. Der rasante Aufstieg ist nicht zuletzt daran zu sehen, dass die Marktkapitalisierung dieser Sieben inzwischen gleich gross ist wie jene aller Unternehmen aus dem MSCI Grossbritannien, Schweiz und Europa zusammen – vor 10 Jahren lag das Verhältnis noch bei etwas über eins zu zehn. So fragt man sich, ob diese Dominanz weiter anhalten oder gar zunehmen wird. Fest steht immerhin, dass die meisten dieser Firmen nicht übermässig teuer bewertet sind und ausserdem Geld verdienen. Das ist anders als in der letzten grossen Technologieblase Anfang der 2000er Jahre.

Der zweite wesentliche Einflussfaktor für die Entwicklung der Finanzmärkte ist weiterhin die Geldpolitik der US-amerikanischen Zentralbank Fed. Ähnlich wie bei «El Niño» hat das, was in Amerika passiert, in der Folge einen wesentlichen Einfluss auf das globale Wirtschaftsklima.

ZENTRALBANKZINSEN SEIT JANUAR 2020

## PIVOT 2024?



Quelle: Bloomberg (Fed Federal Funds Effective Rate, ESTRON für Europa, SARON für die Schweiz), inklusive Erwartungen per 18.12.2023.

Wie unsere Grafik zeigt, fand im März 2022 eine Kehrtwende in der Zinspolitik statt, zuerst in den USA, später bei den anderen wichtigen Zentralbanken. Dies, im Jargon auch «Fed-Pivot» genannt, war der wesentliche Auslöser für den Einbruch an den Börsen 2022. Die Erwartungen für ein Ende der Zinserhöhungen sorgten dann Anfang 2023 für eine Erholung. Und seit kurzem hoffen die Märkte nun auf einen «Pivot 2024», dieses Mal in Richtung Zinssenkungen. Dies hat nochmals für einen positiven Börsenschub und gute Stimmung zum Jahresende gesorgt.

## Risiken und Chancen bewusst eingehen

«Krieg, Euro, Migration, Schulden, Inflation, Aufruhr, Geopolitik» – so lautet der Untertitel des neuen Buches des Schweizer Publizisten Beat Kappeler. Er beschreibt darin die Herausforderungen für unser Land und wirft ein Schlaglicht auf die vielen ungelösten Probleme unserer Zeit. Der «Economist» dagegen hob mit Blick auf 2024 jüngst die Bedeutung der anstehenden Wahlen in den USA hervor – mit dem Hinweis, dass kein Jahresausblick seit dessen erstmaligem Erscheinen vor knapp vierzig Jahren derart von einer Person dominiert wurde. Entsprechend wird eine erneute Wahl von Donald Trump zum Präsidenten als die grösste Gefahr für die Welt 2024 bezeichnet. Und in der Tat: Sollten die Wahlen in einem Angriff auf die Institutionen der USA münden, könnte das bereits gestörte Gleichgewicht in der Welt entscheidend kippen.

Mit Blick auf das generell instabile Umfeld und die Herausforderungen an vielen Fronten erstaunt die gute Stimmung an den Märkten doch etwas. Wie beschrieben, basiert diese auf grossen Erwartungen in Bezug auf Innovationskraft, Inflationsrückgang und Entspannung bei den Zinsen – sollte das nicht eintreten, drohen grössere Enttäuschungen. Angesichts der Risiken und des aktuell etwas günstigeren Börsenumfelds sollten Anlegerinnen und Anleger ihre Positionierung Anfangs Jahr überprüfen. Möglicherweise waren die letzten Jahre eine gute Schule für die Zukunft: Wer keine Nerven und Mittel für das Durchstehen grösserer Baissen hat, sollte Aktienquoten und andere Risikopositionen reduzieren. Bei Obligationen und Liquidität könnte zwar das Schlimmste vorüber sein – allerdings sollte klar sein, dass negative Überraschungen bei Inflation und Zinsen hier immer noch schmerzhafteste Verluste generieren könnten.

Wer dagegen Nerven und Mittel hat, sollte Risiken (und damit Chancen) bewusst eingehen. Die Erfahrung zeigt, dass sich das in der Regel auszahlt. Und sie lehrt uns, dass es in Zeiten grosser Veränderungen und Kipp-Punkten oft anders kommt, als man erwartet. Für 2024 könnte das möglicherweise heissen: Besser als befürchtet.

—  
IA, 31.12.2023



## DAS SCHLIMMSTE DENKEN...

... **A**uf dass es dann nicht eintritt. Zugegeben, daran ist etwas Okkultes. Dennoch: Ich pflege diese Gewohnheit von Kindsbeinen an. Insgesamt kann ich sagen, dass mir das Glück zumeist treu blieb. Als hätte ich das Unglück durch seine gedankliche Vorwegnahme bannen können. Richtig gefährlich wurde es nur dann, wenn Selbstsicherheit und Sorglosigkeit überhandnahmen.

Eine Jahreswende gibt Gelegenheit, den Szenariengarten wieder einmal auszujäten und durchzupflügen. Vieles kennen wir und müssen es stehen lassen: Staatsverschuldung, höhere Zinsen, Tragbarkeit der Zinsenlast, Verlüderung der Infrastruktur, Verlust an Wehrfähigkeit, Arbeitsunlust der Jüngeren, übersteigerte Erwartungen an das Kollektiv, immer wieder aufpoppende Inflation – das alles ist zugegebenermassen schlimm. Aber nur relativ.

Eine Jahreswende gibt Gelegenheit, den Szenariengarten wieder einmal auszujäten und durchzupflügen. Das Schlimmste wäre eine schleichende Niederlage der Ukraine bei ihrer Abwehr gegen die russischen Invasoren.

Das Schlimmste, was ich mir derzeit ausdenken kann, ist eine schleichende Niederlage der Ukrainer bei ihrer Abwehr gegen die russischen Invasoren und eine Beendigung der transatlantischen Verteidigung Europas durch die Amerikaner nach den nächsten Präsidentschaftswahlen. Was würde das bedeuten?

Erstens müsste Europa (noch) näher zusammenrücken. Die Ideen von Subsidiarität und Dezentralismus hätten es unter dem äusseren Druck noch schwerer als bisher. Die Notwendigkeit zur raschen Aufrüstung würde den Schritt zur Fiskalunion besiegeln; die (hohen!) Schulden der meisten Mitgliedsländer der EU würden definitiv vergemeinschaftet.

Zweitens würden in vielen europäischen Ländern die bisher etwas verkappt russophilen Kräfte links wie rechts die unter Druck stehenden Gemässigten zur einer Politik des Ausgleichs mit Präsident Putin drängen, was aufgrund der nach wie vor wichtigen Gaslieferungen aus Russland ohnehin in der Luft liegt.

Drittens könnte Russland versucht sein, das Baltikum, ähnlich wie vor 10 Jahren die Krim, zu annektieren oder in Serbien eine offen russlandfreundliche Regierung zu installieren, was Vorwirkungen auf andere Regierungen europäischer Länder hätte, insbesondere solcher, die bereits jetzt weniger verlässlich sind.

Viertens hätte die mentale und intellektuelle Degenerierung in Europa bereits so weit um sich gegriffen, dass nicht mehr die abendländische Triade von Jerusalem (Christentum), Athen (Philosophie) und Rom (Recht) die Entscheide und Handlungen in Politik und Wirtschaft bestimmen würde, sondern ein schwer erklärbarer Hang zu autoritären Systemen und Machthabern.

Derweil würden, fünftens, Inflation und rekordhohe Zinsen herrschen und sich die europäische Wirtschaft definitiv von der Weltwirtschaft abkoppeln.

Sogenannt Undenkbares zum Jahresende. Auf dass es nicht eintrete.

—

KH, 31.12.2023

