

Julius Bär

SECULAR OUTLOOK

Langfristige Wirtschafts- und
Anlagetrends des aktuellen Jahrzehnts

Marketingmaterial

Publikationsdatum: 13. Dezember 2023, 13:00 MEZ

Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments.

Quelle: Bank Julius Bär & Co. AG (Julius Bär), sofern nicht ausdrücklich anders erwähnt.

Julius Bär

Übersicht

Die grosse Normalisierung	4
Historische langfristige Trends	6
Zentrale makroökonomische Trends	8
Multipolarität und strategische Rückverlagerungen	9
Aktive Industrie- und Fiskalpolitik	11
Zinsnormalisierung	13
Innovations-Superzyklus	16
Chinas Bilanzrezession	18
Zentrale Kapitalmarktrends	20
Renaissance einkommensorientierter Anlagestrategien	21
Aktienmärkte mit Wertaufbewahrungsfunktion	23
USD-Kapitalmärkte	24
Nasdaq+	26
Wesentliche Risikofaktoren	28
Impressum	30

Die grosse Normalisierung

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Einmal jährlich – im Oktober – treffen sich die führenden Research- und Investment-Management-Expertinnen und -Experten von Julius Bär mit ausgewählten externen Gästen im Rahmen einer zweitägigen Tagung, um die zentralen strukturellen Trends der globalen Volkswirtschaften und Kapitalmärkte gemeinsam zu analysieren und neu zu beurteilen. Diese Tagung ist integraler Bestandteil des Anlageprozesses von Julius Bär. Sie bietet uns die Gelegenheit, Abstand vom Tagesgeschehen zu gewinnen und aus einer breiteren Perspektive der Frage nachzugehen, wo wir stehen und wohin sich die Welt entwickelt. Für langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger ist es von entscheidender Bedeutung, die strukturellen Kräfte und ihre Auswirkungen auf die Konjunktur zu verstehen, um die Anlageportfolios entsprechend ausrichten zu können.

Letztes Jahr vertraten wir die Einschätzung, dass sich die Welt seit unserer ersten Tagung vor rund 15 Jahren noch nie derart dramatisch verändert hatte wie in den vorangegangenen zwölf Monaten. Wir kamen zu dem Schluss, dass der Krieg in der Ukraine das Ende der Friedensdividende bedeutete. Für Anlegerinnen und Anleger war der Kriegsausbruch mit seinen massiven geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen ein entscheidender Wendepunkt. Tatsächlich erfordert ein derart radikaler Paradigmenwechsel eine Neubeurteilung und Neuvalidierung sämtlicher Reaktionsfunktionen, die bislang zum Tragen gekommen waren. Gleichzeitig waren wir darauf bedacht, zyklische Entwicklungen von effektiven strukturellen Veränderungen sorgfältig zu unterscheiden. Dabei hielten wir fest, dass diese Herausforderung durch eine Reihe von Schocks – den Ausbruch der Covid-19-Pandemie und die anschliessenden geld- und fiskalpolitischen Stimuli, gefolgt vom Krieg in der Ukraine – noch

verstärkt wurde. Diese Schocks verzerrten die Konjunktur- und Finanzzyklen massiv und lösten den ersten Inflationsschub seit Jahrzehnten aus. Angesichts dieser Entwicklungen erhöhten die geldpolitischen Entscheidungsträger die Zinssätze aus dem Bereich der finanziellen Repression heraus – und dies in einer noch nie dagewesenen Kombination aus Geschwindigkeit und Umfang. In der Folge ging die 40-jährige Hausse an den Anleihenmärkten zu Ende, und das Platzen der Anleihenblase, welches Anfang 2022 einsetzte, erreichte im laufenden Jahr ein historisches Ausmass.

Liegt die Ära der Finanzrepression damit endgültig hinter uns? Nicht unbedingt, obwohl sich diese Schlussfolgerung durchaus anbietet, nachdem die 5-, die 10- und sogar die 30-jährigen US-Staatsanleihen im Oktober die 5%-Schwelle nach oben durchbrochen haben. Wir waren zugegebenermassen nicht davon ausgegangen, dass die US Federal Reserve (Fed) und andere Notenbanken ihre Nahezu-Null- bzw. Negativzinspolitik und ihre quantitativen Lockerungen abrupt einstellen würden, sondern erwarteten, dass ein allfälliger Ausstieg aus der «Gratisgeld»-Ära schrittweise erfolgen würde. Kaum jemand hätte es für möglich gehalten, dass die Zinsen derart rasch ansteigen könnten, ohne einen massiven Crash oder eine Rezession in den USA auszulösen. Dennoch betrachten wir das aktuelle Umfeld mit seinen höheren Zinsen nicht als die neue Normalität: Die Wirtschaft in den USA und in anderen Ländern hat sich nicht derart grundlegend gewandelt, dass Zinssätze von über 5% nachhaltig sein könnten. Der Einfluss der Finanzmärkte auf die Realwirtschaft ist schlicht zu gross und die weltweite Verschuldung zu systemisch, als dass sich die Zinsen über längere Zeit auf einem hohen Niveau halten könnten. Seit der globalen Finanzkrise hat die Geldpolitik ihr Instrumentarium zur Feinststeuerung der Wirtschaftsaktivität deutlich ausgeweitet: Inzwischen nutzen die Notenbanken ihre Bilanzen, um aufflackernde systemische Risiken gleich im Keim zu

ersticken; ihr Umgang mit der Regionalbankenkrise in den USA im März 2023 ist ein Beleg dafür. Die Finanzwirtschaft dominiert aufgrund ihrer überproportionalen Grösse nach wie vor die Realwirtschaft und die Notenbanken sind in ihrem Handeln weiterhin durch die latente Gefahr des Aufflackerens von systemischen Risiken eingeschränkt.

Unter der Oberfläche schreitet die postpandemische Normalisierung gut voran, und die in den letzten Jahren ausserordentlich geringe strukturelle Sichtbarkeit hat sich nach und nach verbessert. Rückblickend zeigt sich, dass wir einige prägende Ereignisse der letzten Jahre richtig eingeschätzt hatten und folgerichtig der Versuchung widerstanden, aus ihnen voreilige Schlüsse für das gesamte aktuelle Jahrzehnt zu ziehen. Ein Beispiel: Inzwischen liegen umfangreiche Beweise dafür vor, dass sowohl der rasche Anstieg der Inflation als auch die Energiekrise in Europa hauptsächlich auf temporäre Faktoren zurückzuführen sind – und nicht auf strukturelle Verschiebungen. In den Lieferketten haben sich die Engpässe vollumfänglich aufgelöst, und die Energiemärkte haben gezeigt, dass sie wahrhaft globalisiert und widerstandsfähig sind. Im laufenden Jahrzehnt dürfte kaum noch mit einem breit abgestützten Superzyklus bei den Rohstoffen zu rechnen sein. Wir gehen allerdings davon aus, dass die makroökonomische Volatilität aufgrund der neuen geopolitischen Lage weiterhin auf einem höheren Niveau bleiben wird als im vergangenen Jahrzehnt. Der Schlüssel liegt in der Erkenntnis, dass das strukturelle Niveau der Inflation im neuen Investitionsumfeld tatsächlich eine politische Entscheidung ist. Wir erwarten, dass sich die westlichen Staaten mit einem Durchschnitt von etwa 3% statt 2% zufrieden geben und eine höhere Volatilität um diesen neuen Durchschnitt in Kauf nehmen werden. Der Übergang vom Neoliberalismus zu einem staatlich unterstützten Kapitalismus – ein Konzept, das wir erstmals 2019 eingeführt haben – ist inzwischen in vollem Gange. Angesichts des neuen geopolitischen Umfelds hat sich dieser Trend massiv beschleunigt. Wir müssen uns jetzt mit einer multipolaren Welt auseinandersetzen, in welcher strategische Rückverlagerungsaktivitäten (Reshoring) aus Gründen der nationalen Sicherheit zunehmen, begünstigt durch eine aktive Fiskal- und Industriepolitik. Die Dominanz der Fiskalpolitik bereitet den Weg für eine unerwartet rasche Normalisierung der Zinsen – was in einem kapitalistischen System grundsätzlich eine gesunde Entwicklung ist, die neue Chancen schafft. Gleichzeitig halten

wir es für möglich, dass wir kurz vor einem neuen Innovations-Superzyklus stehen. Die zunehmende Konvergenz verschiedener Technologien – einschliesslich Anwendungen, die auf generativer künstlicher Intelligenz (KI) basieren – wirkt hier als treibende Kraft und könnte im Laufe des Jahrzehnts zu massiven Produktivitätssteigerungen führen. Ferner steckt China in einer Bilanzrezession und kämpft mit strukturellen Herausforderungen, die sich sowohl aus der ungünstigen demografischen Entwicklung als auch aus ungünstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ergeben.

In unserem Secular Outlook 2024 identifizieren wir zunächst die massgeblichen makroökonomischen Trends dieses Jahrzehnts, um im Anschluss die wesentlichen Trends an den Kapitalmärkten und diejenigen Anlagebereiche zu umreissen, die unserer Ansicht nach davon profitieren dürften. Wir schliessen mit einem kurzen Überblick über die grundlegenden Risikofaktoren, die für Anlageportfolios an Bedeutung gewinnen. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und hoffen, dass Sie unsere Erkenntnisse als wertvolle Wegweiser für Ihre Anlageentscheidungen im aktuell schwierigen Marktumfeld nutzen können.

Mit freundlichen Grüssen



Yves Bonzon
Group Chief Investment Officer
Mitglied der Geschäftsleitung



Historische langfristige Trends

In diesem Abschnitt erhalten Sie einen Überblick über die zentralen makroökonomischen und Kapitalmarktrends der letzten sieben Jahrzehnte. Anschliessend werden wir vertieft auf die Trends eingehen, die aus unserer Sicht das laufende Jahrzehnt massgeblich beeinflussen.

Ein Überblick

Im Grossen und Ganzen ist jedes Jahrzehnt durch ein eigenes Wirtschafts- und Anlageumfeld gekennzeichnet, in dem unterschiedliche Trends die Kapitalmärkte prägen. Das führt dazu, dass einige Anlageklassen überdurchschnittlich abschneiden, während andere hinterherhinken, und dass die Marktführerschaft sich gewöhnlich von einem Jahrzehnt zum nächsten verlagert. Diese grundlegende Hypothese gilt nach wie vor, auch wenn natürlich die Dominanz eines bestimmten Trends kürzer oder länger als exakt zehn Jahre anhalten kann.

Grafik 1: Historische langfristige Trends

	Bretton Woods	Neoliberale Ära (Globalisierung, Finanzmarkt-Kapitalismus, Digitalisierung)				Staatlich unterstützter Kapitalismus	
Was passiert ist	Bretton Woods	Freigabe der Wechselkurse Ölkrise Die grosse Inflation	Sinkende Inflation Plaza-Währungsvereinbarung China: Wirtschaftliche Reformen unter Deng Xiaoping	Fall der Berliner Mauer Globalisierung Internet Elektronischer Handel	Europäische Wirtschafts- und Währungsunion Grosse globale Ungleichgewichte Aufstieg Chinas Strukturierte Kredite	Gelenkter Schuldenabbau im Westen Verlagerung von Inflations- zu Vermögenspreisziele Unterschiedliche Entwicklung der Schwellenländer Eurokrise	Multipolarität und strategische Rückverlagerungen Aktive Industrie- und Fiskalpolitik Zinsnormalisierung Innovations-Superzyklus Bilanzrezession in China
	1960er	1970er	1980er	1990er	2000er	2010er	2020er*
Was profitiert hat	Nifty Fifty: Die 50 beliebtesten US-Largecap-Aktien	Smallcaps Erdöl-Aktien Gold, CHF und JPY	Staatsanleihen Nikkei Aktien aus Hongkong	Indexfonds Nasdaq Schweizer Aktien USD	Hedgefonds Schwellenländeraktien Rohstoffe EUR	Qualitätsaktien aus entwickelten Märkten Private Equity Hochzinsanleihen 60% Aktien/40% Anleihen FAANMG USD	Renaissance einkommensorientierter Anlagen Aktien als Wertaufbewahrungsmittel USD-Kapitalmärkte Nasdaq+

Quelle: Julius Bär

Das Bretton-Woods-System wurde 1944 errichtet und erreichte seine volle Funktionalität 1958; die Berliner Mauer fiel im November 1989; der Begriff Europäische Währungsunion bezieht sich auf die Einführung des Euro; 60/40 = 60% Aktien/40% Anleihen; FAANMG: Meta Platforms (ehemals Facebook), Apple, Amazon, Netflix, Microsoft und Alphabet (ehemals Google); «Aktien als Wertaufbewahrungsmittel» steht für Aktienmärkte in Ländern, in denen Eigentumsrechte und Aktionärswert gut geschützt sind sowie stabile Institutionen, eine solide Governance und eine effiziente Kapitalallokation vorhanden sind; «Nasdaq+» bezeichnet den technologieorientierten Nasdaq Composite Index sowie ausgewählte börsennotierte Unternehmen, die die nächste Stufe des globalen technologischen Fortschritts entscheidend vorantreiben. * Prognose von Julius Bär



Zentrale makroökonomische Trends

Das makroökonomische Umfeld ist der wichtigste Faktor, um einschätzen zu können, welche Investitionen längerfristig am meisten profitieren dürften. Daher beschäftigen wir uns eingehend mit den aus unserer Sicht zentralen makroökonomischen Trends des aktuellen Jahrzehnts.

Multipolarität und strategische Rückverlagerungen

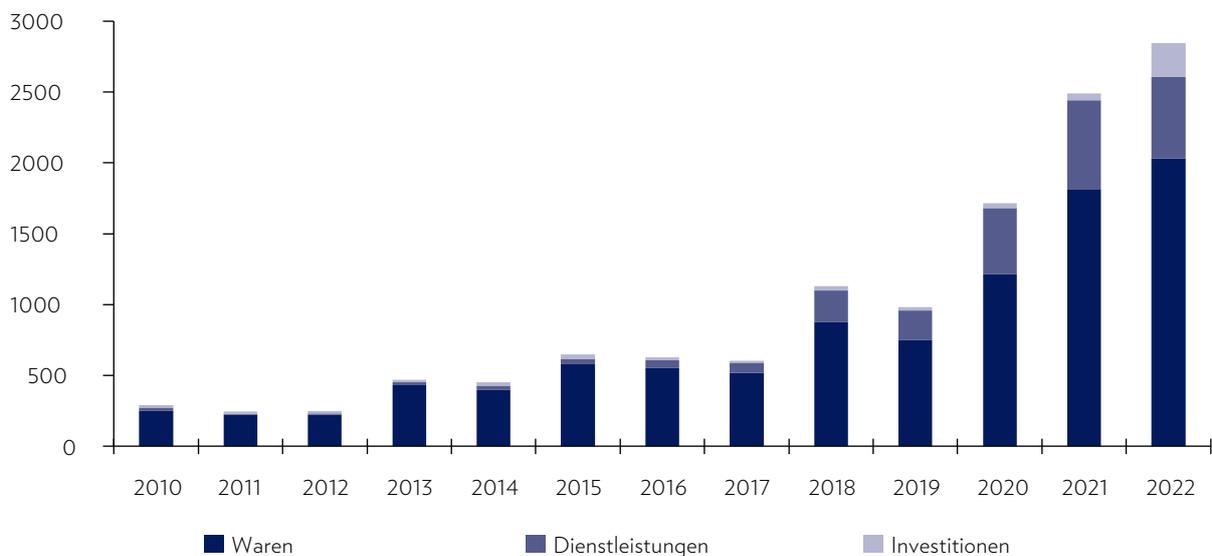
Die Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten stehen sinnbildlich dafür, dass geopolitische Spannungen in den letzten Jahren mit voller Wucht zurückgekehrt sind und weit über die strategische Konfrontation zwischen den USA und China hinausgehen. Das neue geopolitische Umfeld ist komplex und fragil, da die einzelnen Länder dazu tendieren, opportunistisch aus scheinbar starken Allianzen auszuscheren, um ihre nationalen Interessen zu wahren. Nach dem Ende der Friedensdividende gehen wir davon aus, dass es vor allem bei strategisch wichtigen Gütern zu weiteren Rückverlagerungsmassnahmen kommen wird.

Das zu Beginn des aktuellen Jahrzehnts weitherum propagierte Ende der Globalisierung war sicherlich eine Übertreibung. Keine Übertreibung war hingegen die Einschätzung, dass die russische Invasion der Ukraine im Februar 2022 das Ende der Friedensdividende bedeutete. Weltweit toben brutale Konflikte: Der Krieg in der Ukraine hält noch immer an

und im Nahen Osten ist die Gewalt in letzter Zeit eskaliert – um nur die beiden prominentesten Beispiele zu nennen. Im letztjährigen Secular Outlook hielten wir fest, dass die unbestrittene Führungsrolle einzelner Staaten auf der Weltbühne – man denke beispielsweise an die USA und die Sowjetunion während des Kalten Krieges – eindeutig der

Grafik 2: Bedeutender Anstieg des Protektionismus

Anzahl Handelseinschränkungen (global)



Quelle: Global Trade Alert, Internationaler Währungsfonds, Julius Bär
Die Grafik zeigt die Anzahl auferlegter Handelsbeschränkungen nach Jahr und Art.

Vergangenheit angehört. Vielmehr präsentiert sich die Welt heute grundsätzlich multipolar: Immer mehr Länder priorisieren ihre eigenen Ziele, anstatt sich gewohnheitsmässig dem einen oder dem anderen Block zuzurechnen. Geopolitische Konfrontationen sind als Dauerzustand ein Nährboden für Probleme – je mehr Akteure mit ihren eigenen nationalen Interessen auf den Plan treten, umso schwieriger ist vorauszusagen, wie sie sich zueinander verhalten werden.

Aber selbst wenn der Protektionismus um sich greift, was den Welthandel fragmentiert (siehe Grafik 2), und die geopolitischen Spannungen aller Wahrscheinlichkeit nach auch weiterhin Volkswirtschaften und Märkte erschüttern, sind eine umfassende Deglobalisierung und eine grossflächige Entkopplung der Weltmächte – etwa der USA und Chinas – aus unserer Sicht unwahrscheinlich: Zu eng ist

die Verflechtung der internationalen Lieferketten, zu gross ihre Komplexität und zu hoch ihre wechselseitige Profitabilität, als dass die betreffenden Länder sämtliche industriellen Produktionskapazitäten vollständig ins Inland zurückverlagern könnten. Der grösste Anreiz für eine Entkoppelung besteht in geostrategisch wichtigen Sektoren, die von grosser Bedeutung für die nationale Sicherheit sind: Als Beispiele sind hier der Technologiesektor (der auch als aussenpolitische Waffe eingesetzt werden kann) oder der Energiesektor zu nennen. In diesen Sektoren werden wir mit ziemlicher Sicherheit weiterhin politische Massnahmen sehen, die darauf abzielen, die heimische Produktion zu fördern, deren Widerstandsfähigkeit zu stärken und das Streben konkurrierender Länder nach Marktmacht einzuschränken. Bei Gütern mit geringerer strategischer Bedeutung sowie Gütern, für die es nur wenige wettbewerbsfähige Anbieter gibt, dürften die Lieferketten kaum ins Inland zurückverlagert werden.

Die Welt ist heute multipolar: Immer mehr Länder priorisieren ihre eigenen Ziele, anstatt sich strikt dem einen oder anderen Block zuzurechnen.

Aktive Industrie- und Fiskalpolitik

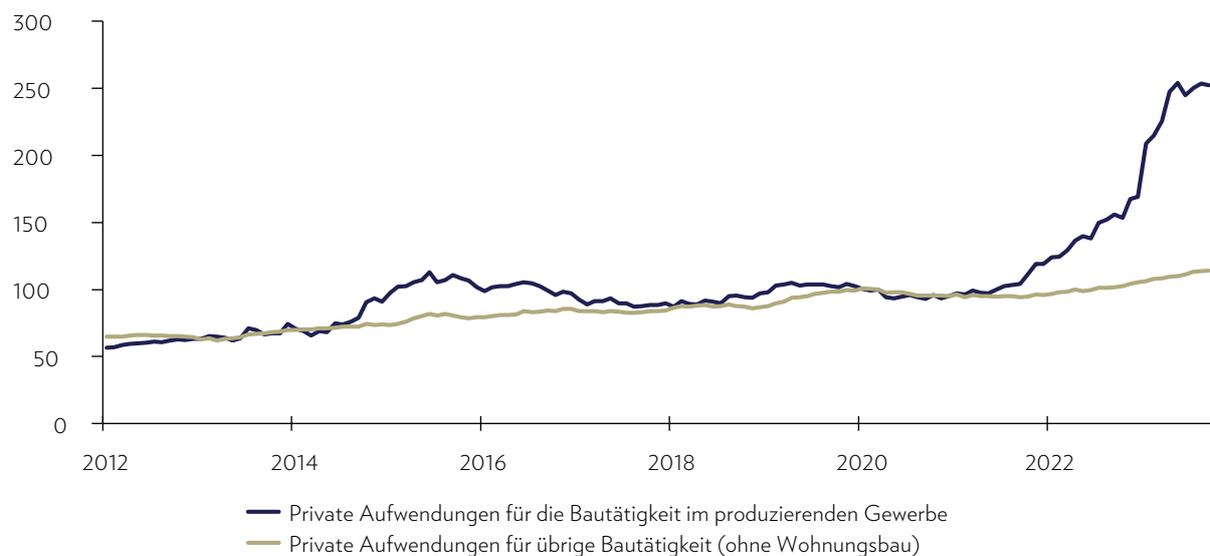
Im Zuge der Covid-19-Pandemie wurde die Fiskalpolitik entschlossen ausgebaut und hat in der Steuerung der Wirtschaftszyklen die Führungsrolle übernommen. Eine aktive Industrie- und Fiskalpolitik ist ein zentrales Element des staatlich unterstützten Kapitalismus, d. h. für unser neues Wirtschaftszeitalter nach 40 Jahren des klassischen Neoliberalismus. Zudem gewinnt fiskalpolitischer Aktivismus an Popularität, wenn geopolitische Konflikte von der Ausnahme zur Regel werden.

Seit Beginn dieses Jahrzehnts ist in der makroökonomischen Politik ein radikaler Paradigmenwechsel eingetreten. Nach 40 Jahren Globalisierung, Liberalisierung, Finanzialisierung und Digitalisierung, in denen grosse staatliche Interventionen verpönt waren und als ineffizient galten, kehrt nun die Fiskalpolitik als dominierende Kraft zurück. Die Industrieländer leiden weiterhin unter massiven Ungleichheiten, Überalterung und einem

stagnierenden Wirtschaftswachstum; ihre Regierungen stehen nach wie vor unter hohem Problemlösungsdruck. Die Covid-19-Pandemie hat diesen Trend entscheidend beschleunigt. Weltweit wurden signifikante Finanzhilfen gewährt, wobei die USA besonders grosszügig voringen. Über die unmittelbaren Massnahmen zur Bekämpfung der globalen Gesundheitskrise hinaus hat die US-Regierung allgemein eine aktivistischere fiskalische Haltung

Grafik 3: Die Fiskalpolitik der USA sorgt für einen Boom beim Bau von Produktionsstätten im Inland

Indexiert (31.03.2020=100)



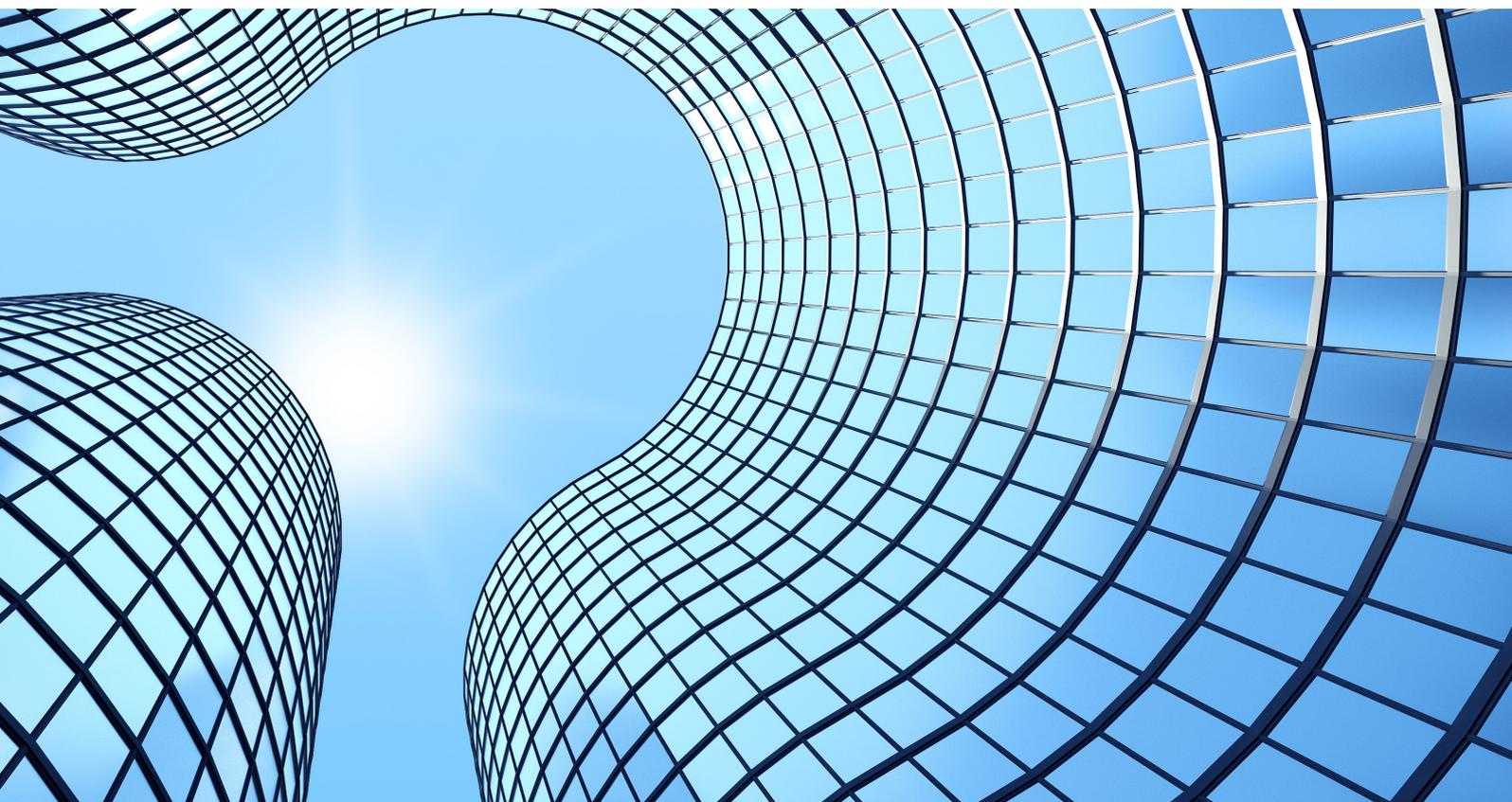
Quelle: US Census Bureau, Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

Die Grafik zeigt private Aufwendungen für die Bauaktivität (ohne Wohnungsbau) in den USA, wobei Aufwendungen für das produzierende Gewerbe von den übrigen Aufwendungen unterschieden wird. Daten per 30.09.2023.

eingenommen, um die Industriekapazitäten im eigenen Land zu stärken. In den letzten Jahren hat der Bau von Produktionsstätten im eigenen Land überproportional stark zugenommen (siehe Grafik 3). Seit dem Amtsantritt von US-Präsident Joe Biden im Januar 2021 wurden mit dem Inflation Reduction Act erhebliche Fördermittel für Investitionen in saubere Energiequellen bereitgestellt; mit dem Chips and Science Act wurden Subventionen für fortschrittliche Fertigungsverfahren wie z. B. die Halbleiterproduktion gewährt, und mit dem überparteilichen Infrastrukturgesetz wurde die Modernisierung der Infrastruktur subventioniert. Zuvor galt die Haushaltspolitik der USA als eines der grössten Hemmnisse für das unmittelbare Wirtschaftswachstum des Landes. Diese Prognose hat sich als Irrtum erwiesen, trugen doch die Haushaltsprogramme der USA sowohl im ersten als auch im dritten Quartal 2023 positiv zum realen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) bei. Dieses Comeback der fiskalischen Dominanz erschwert eine schlüssige Interpretation der Wirtschaftszyklen aus Anlegersicht massiv, da die Ankündigungen regelmässig und meist wesentlich von der effektiven Umsetzung abweichen. Die Richtung ist aber eindeutig gegeben; die Massnahmen sind Teil einer grösseren, aktiv angestrebten Trendwende in der US-Wirtschaftspolitik: Eine aktivere Steuerung der Industrie durch die Fiskalpolitik soll dazu beitragen, die Ressourcen an Arbeitskräften auszubauen

und die Produktivität zu steigern. Gleichzeitig sollen Umweltschäden und Ungleichheiten gemindert werden – beide Erscheinungen zählen zu den gravierendsten negativen Auswirkungen der neoliberalen Ära. Dabei sollte man nicht vergessen, dass hitzige Budgetdiskussionen im US-Kongress inzwischen zwar an der Tagesordnung sind, jedoch das gesamte politische Spektrum – also nicht nur die Demokratische Partei – eine aktivere Förderrolle des Staates bei Investitionen in die Produktionskapazität befürwortet.

In China hat die Zentralregierung seit jeher eine wesentliche Rolle bei der Steuerung und Stimulation der inländischen Investitionen in produktive Kapazitäten eingenommen. In als strategisch wichtig eingestuften Branchen sind staatliche Subventionen seit Jahren an der Tagesordnung. Da der Privatsektor Mittelaufnahmen und Investitionen mit anhaltender Skepsis gegenübersteht, ist die öffentliche Hand zunehmend gezwungen, in die Bresche zu springen, damit die Konjunktur nicht abrupt zum Stillstand kommt. Sogar in Europa sind die Rufe nach einer dogmatischen Sparpolitik inzwischen verstummt, da die europäischen Staaten auf mehr Sicherheit bei der Energieversorgung und Verteidigung hinarbeiten. Die Folgen einer obsessiven Sparpolitik kennen wir nur allzu gut, sie haben sich vor nicht allzu langer Zeit während der Schuldenkrise in der Eurozone schmerzhaft manifestiert.



Zinsnormalisierung

Erstmals seit Jahrzehnten müssen sich die westlichen Notenbanken wieder mit der Inflation befassen: Sie haben die Leitzinsen erhöht und mit der Kürzung ihrer Bilanzen begonnen und damit eine Abkehr von der finanziellen Repression angestossen. Wie robust der Privatsektor in den Industrieländern tatsächlich ist, lässt sich an der Geschwindigkeit messen, mit der die Zinsen zur Normalität zurückgefunden haben, ohne dabei grössere Kollateralschäden anzurichten. Dass Kapital wieder etwas kostet, ist kurzfristig zwar schmerzhaft, mittelfristig aber ein Segen.

Nach der grossen Finanzkrise leiteten die Notenbanken der Industrieländer eine Geldpolitik mit äusserst niedrigen oder gar negativen Leitzinsen ein, die sie mit umfangreichen Programmen zum Ankauf von Anlageinstrumenten kombinierten, um so die kränkelnden Volkswirtschaften zu stützen. Diese Massnahmen waren erforderlich, um deflationistischen Tendenzen vorzubeugen, während der Privatsektor seine Bilanzen bereinigte. Sowohl die US Federal Funds Rate als auch die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen verzeichneten in dieser Phase

historische Tiefststände. Über eine sehr lange Frist, also während der letzten 150 Jahre, schwankte die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen jedoch meist zwischen 3% und 5% um den Mittelwert bei 4% (siehe Grafik 4). Auch lag die US Federal Funds Rate seit 1954 – dem Jahr, in dem erstmals offizielle Daten der Fed veröffentlicht wurden – im Schnitt leicht unter 5%. Vor diesem Hintergrund sind die jüngsten Bewegungen beider Messgrössen nichts anderes als eine Rückkehr zum Mittelwert.

Grafik 4: Die langfristigen US-Anleihenrenditen bewegen sich wieder in einem normaleren Bereich



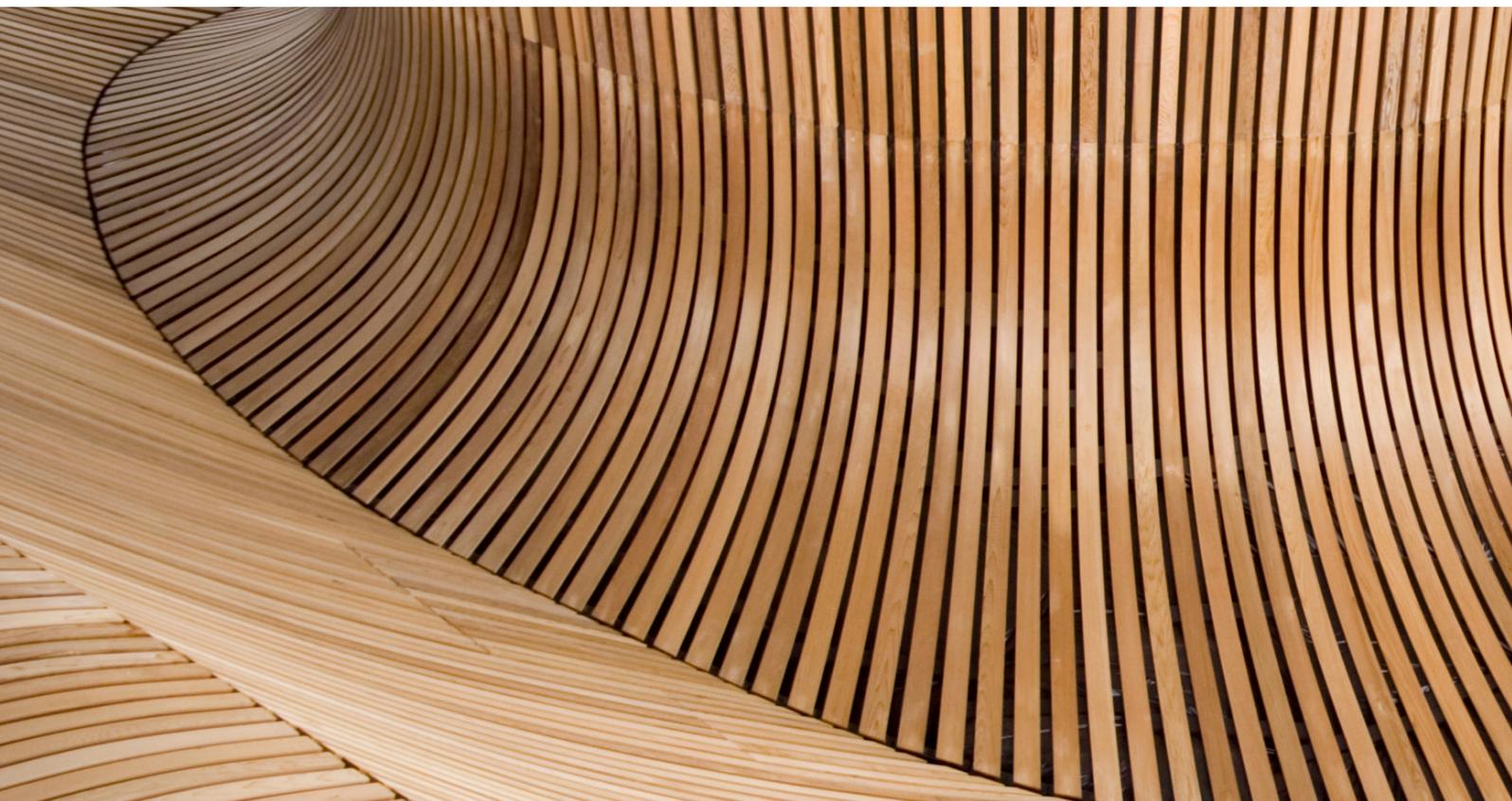
Quelle: Robert Shiller Data, Julius Bär

Daten per 31.10.2023. Die bisherige Performance und Performance-Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die zukünftige Performance. Die Rendite kann aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken.

Zentrale makroökonomische Trends

Die Massnahmen der Geldpolitik im vergangenen Jahrzehnt waren rückblickend ein Experiment, im Rahmen dessen die Zentralbanken ihr Instrumentarium zur Konjunktursteuerung deutlich erweitert haben. Aus Anlegersicht stellt sich dabei in erster Linie die Frage, ob sich damit das Zinsniveau nachhaltig nach oben verlagert hat oder ob wir in Zukunft wieder zur finanziellen Repression (also negativen Realzinsen) zurückkehren werden. Nachdem die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im Oktober die 5%-Grenze nach oben durchbrochen hat und die kurzfristigen Zinsen wohl bis ins Jahr 2024 hinein bei über 5% verharren dürften, kann man durchaus die These vertreten, dass die Null- bzw. Negativzinsen, die quantitativen Lockerungen und die von der modernen Geldtheorie (Modern Monetary Theory) inspirierten geldpolitischen Massnahmen der Vergangenheit angehören. Wir halten dieses Fazit allerdings für verfrüht, denn grundsätzlich liegen uns zu wenige Belege dafür vor, dass sich die Wirtschaft in den USA und weltweit dahingehend verändert hat, dass die Zinsen für längere Zeit auf höherem Niveau haltbar sind. Der Privatsektor ist in den meisten Industrieländern nach wie vor ein Nettosparer. Der Rückgang der privaten Mittelaufnahmen seit dem

Ende der grossen Finanzkrise hat noch kein Ende gefunden und führt zu einem strukturellen Abwärtsdruck auf die Kapitalkosten. Entscheidend ist auch, dass unserer Ansicht nach «der Schwanz mit dem Hund wedelt», d. h. dass sich Preisveränderungen bei finanziellen Vermögenswerten überproportional auf die Realwirtschaft auswirken. Angesichts des schieren Volumens der finanziellen Vermögenswerte im Vergleich zur globalen Realwirtschaft und der weltweiten Verschuldung könnte ein kontinuierlicher Renditeanstieg systemische Probleme nach sich ziehen. Positiv ist andererseits, dass sich die Reaktionsmöglichkeiten der Notenbanken bei aufflackernden systemischen Risiken substantiell verbessert haben. Zur Erinnerung: Im März 2023 verhinderte die Fed mit einer raschen Reaktion ein potenzielles Übergreifen der Regionalbankenkrise in den USA auf andere Sektoren: Sie stellte eine neue Fazilität zur Verfügung, dank welcher die betroffenen Institute ihre US-Staatsanleihen gegen Barmittel eintauschen konnten. Diese Fähigkeit zur Feinsteuerung geldpolitischer Massnahmen ist eine notwendige Voraussetzung im aktuell blitzschnellen Zinserhöhungszyklus und in einer hochgradig finanzierten Welt.



Insgesamt ist die Tatsache, dass Kapital wieder etwas kostet, eine fundamental gesunde Entwicklung. Die Normalisierung der Zinsen ist kurzfristig zwar schmerzhaft, mittelfristig aber ein Segen. Wenn Geld billig oder gar umsonst zu haben ist, besteht das Risiko, dass die Wirtschaftsakteure ihr Kapital weniger diszipliniert allozieren und die Mittel z. B. für potenziell unproduktive Zwecke nutzen – etwa zur Finanzspekulation oder zur Finanzierung fragwürdiger Geschäftsmodelle, die nur dann tragbar sind, wenn reichlich Liquidität zur Verfügung steht. In diesem Sinne sind wir nicht traurig, dass die Ära des «kostenlosen Geldes» hinter uns liegt. Im Gegenteil: Angemessene Kapitalkosten sind ein willkommener und notwendiger Anreiz für die Wiederbelebung eines kreativen Selbstreinigungs- und Erneuerungsprozesses in der Unternehmenslandschaft und für ein nachhaltiges Wachstum der Wirtschaft.



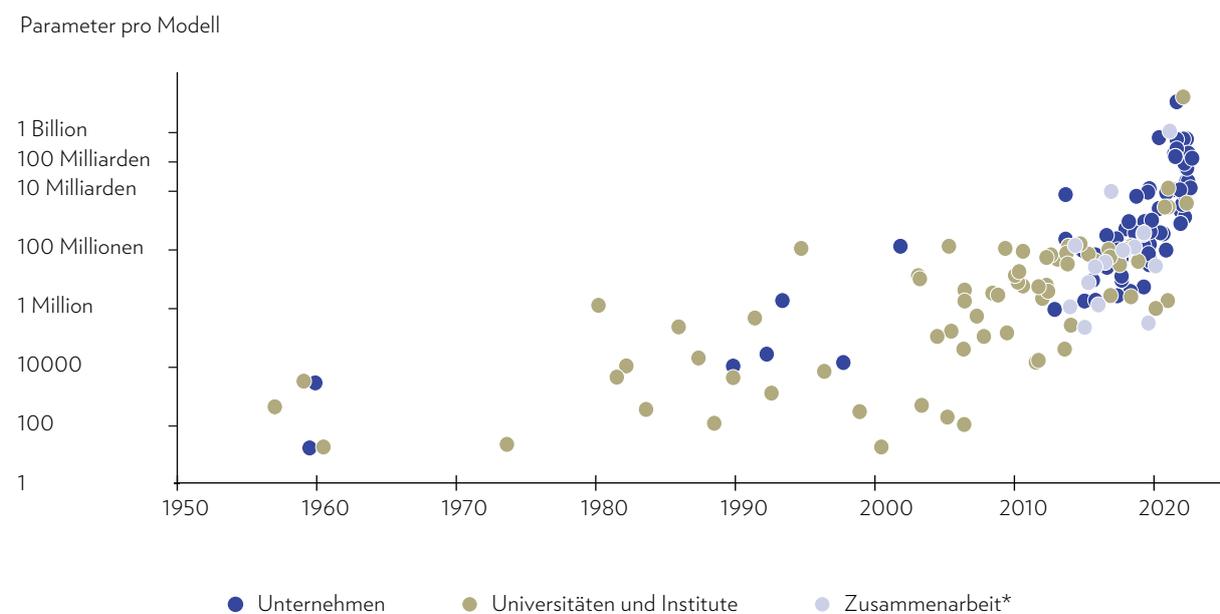
Innovations-Superzyklus

Die Innovation beschleunigte sich in den letzten Jahrzehnten rasant, und diese Entwicklung dürfte sich fortsetzen. Exponentiell wachsende Rechnerleistungen bei gleichzeitig sinkenden Kosten und riesige, schnell wachsende Datenmengen (Big Data) sind ein ausgezeichneter Nährboden für die Entwicklung immer leistungsstärkerer Systeme künstlicher Intelligenz (KI). Die Konvergenz verschiedener disruptiver Technologien lässt branchenübergreifend grosse Durchbrüche erwarten, die unsere Lebens- und Arbeitsweise grundlegend verändern werden.

Davon auszugehen, dass sich Innovation als zentraler Trend auf ein einziges Jahrzehnt beschränkt, wäre absurd. Innovation ist seit jeher eine treibende Kraft für Fortschritt, wirtschaftliche Errungenschaften und neue Entwicklungen in zahllosen Bereichen. Die Besonderheit des aktuellen Jahrzehnts liegt jedoch darin, dass sich das Innovations-tempo deutlich beschleunigt hat, unter anderem wegen externer Schocks wie der Covid-19-Pandemie, bei der die Welt plötzlich zum Stillstand kam und der Innovationsbedarf befeuert wurde. Unter

der Oberfläche sehen wir eine Kombination diverser Technologien, die ausgesprochen disruptive Kräfte freisetzt. Exponentiell wachsende Rechnerleistungen bei gleichzeitig sinkenden Kosten und riesige, rasant wachsende Datenmengen (Big Data) schaffen einen ausgezeichneten Nährboden für disruptive Veränderungen, was auch die Entwicklung immer leistungsstärkerer KI-Systeme umfasst. Letztere haben in den vergangenen zwölf Monaten deutlich an Dynamik gewonnen, wie die Einführung von ChatGPT belegt, welche die Ära der generativen KI

Grafik 5: Unternehmen beschleunigen die Innovation bei der Entwicklung neuer KI-Modelle



Quelle: Sevilla, Villalobos, Cerón et al. (2022). «Parameter, Compute, and Data Trends in Machine Learning»; Julius Bär
Die Performance eines Modells lässt sich anhand der Anzahl verwendeter Parameter (Faktoren und Variablen) bestimmen. Je grösser diese Anzahl, desto höher ist die Qualität des Outputs. * Zusammenarbeit zwischen Unternehmen einerseits sowie Universitäten und anderen Instituten andererseits.

einläutete. Generative KI-Modelle wie dieses haben sich in atemberaubendem Tempo verbreitet und kommen in den unterschiedlichsten Anwendungen zum Einsatz. In ihrer konventionellen Form ist KI eine Universaltechnologie, die bereits in zahlreichen Branchen verwendet wird. In den letzten zehn Jahren haben wir bei den treibenden Kräften hinter der Entwicklung der Technologie eine bedeutende Interessensverlagerung beobachtet: Inzwischen sind es eher die Unternehmen als die Hochschulen, die den Fortschritt vorantreiben und immer raffiniertere KI-Modelle trainieren (siehe Grafik 5). Dieser Umstand ist mitverantwortlich, dass das Innovationsstempo vorangetrieben wurde, und der kumulierte Effekt von Big Data, zunehmend leistungsstarken Parallelprozessoren und Verbesserungen im Bereich der generativen KI-Technologie dürfte in mehreren Branchen zu transformativen Fortschritten führen und unsere Lebens- und Arbeitsweise grundlegend verändern. Damit stehen wir möglicherweise an der Schwelle des nächsten Innovations-Superzyklus, der das Potenzial hat, die Produktivität und das Wirtschaftswachstum in diesem Jahrzehnt massiv zu beeinflussen.

Das Innovationstempo hat sich beschleunigt und bringt Technologien hervor, die unsere Lebens- und Arbeitsweise grundlegend verändern dürften.

Ein Bereich, den wir nach wie vor als reif für disruptive Innovationen einstufen, sind die Life Sciences: Datenwissenschaften spielen im Gesundheitswesen eine immer wichtigere Rolle, um Technologie und Biologie zu kombinieren. Im aktuellen Umfeld kämpfen Biotech-Aktien allerdings nach wie vor mit grossen Herausforderungen. Nachdem der Nasdaq Biotech Index 2020 ein ausgezeichnetes Jahr verzeichnet hatte, war die Performance des Sektors im Folgejahr nur noch leicht positiv, 2022 schwach und 2023 weiter enttäuschend. Bis jetzt zeigt sich die

Branche weniger begeistert von KI als andere Sektoren, obwohl diese Technologie das Potenzial hat, sich auch in der Biomedizin durchzusetzen. Dies gilt insbesondere für die KI-gestützte Wirkstoffforschung. Auch wenn die Wachstumsaussichten der Branche zwischenzeitlich neu eingeschätzt und von den Märkten entsprechend neu eingepreist wurden, bleiben die zugrunde liegenden strukturellen Triebkräfte bestehen.

Ein weiteres zentrales Thema ist die Energiewende mit dem Ziel, die Netto-CO₂-Emissionen auf null zu reduzieren. Dieses Thema beschäftigt uns schon seit einiger Zeit und wir vertreten nach wie vor die Auffassung, dass die Energiewende wegen des Investitionsbedarfs kurzfristig zwar inflationäre Auswirkungen mit sich bringt, die anstehenden Produktivitätssteigerungen langfristig jedoch einen deflationären Effekt zeitigen. Womöglich ist in der Zwischenzeit der Übergang unserer Volkswirtschaften schon weiter fortgeschritten als allgemein angenommen. Sowohl bei der Solar- als auch bei der Windenergie sind die Kosten drastisch gesunken – ein Trend, der sich fortsetzen dürfte, da die Nutzung von Elektrofahrzeugen inzwischen kostengünstiger ist als die Nutzung von benzinbetriebenen Modellen und weil sich der Energiemarkt dank seiner Globalisierung als resilient erweist. Dies bedeutet natürlich nicht, dass wir uns bis 2030 vollständig von den fossilen Treibstoffen verabschieden werden. Es ist aber nicht auszuschliessen, dass sich ein weiterer struktureller disinflationärer Impuls früher entfaltet als bis anhin erwartet.

Chinas Bilanzrezession

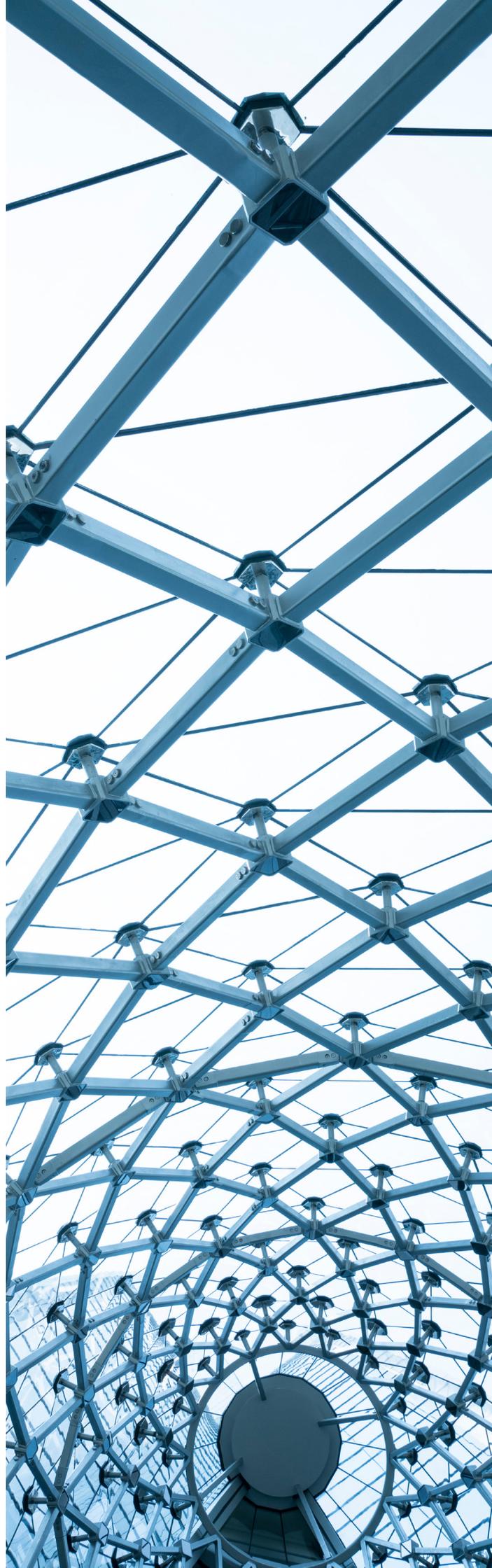
Die Konjunkturerholung im Anschluss an die Wiederöffnung Chinas nach der Pandemie war nur von kurzer Dauer. Die jüngsten staatlichen Unterstützungsmassnahmen verfehlten ihr Ziel, das Konsumentenvertrauen wiederherzustellen. Der hoch verschuldete Privatsektor konzentriert sich jetzt darauf, Bargeld zu horten, anstatt es auszugeben oder zu investieren. Vor diesem Hintergrund ist China höchstwahrscheinlich in eine Bilanzrezession eingetreten. Ungünstige demografische und wirtschaftliche Entwicklungen sorgen für zusätzlichen strukturellen Gegenwind und bestärken uns in unserer vorsichtigen Haltung gegenüber den chinesischen Kapitalmärkten.

Im Jahr 2017, als wir uns erstmals mit den zentralen Trends beschäftigten, die aus unserer Sicht das aktuelle Jahrzehnt bis 2030 prägen würden, gingen wir davon aus, dass sich China zu einer eigenständigen Kernanlageklasse für globale Multi-Asset-Investoren entwickeln würde. Unsere Einschätzung basierte damals auf zwei Hauptfaktoren: Erstens hatten chinesische Unternehmen eindeutig das Potenzial, technologische Innovationen hervorzubringen und Aktionärswert zu erzielen, wie dies bis anhin nur in den USA der Fall war. Zweitens akzentuierten sich die positiven Diversifikationseffekte in einer Welt, in der die grundsätzlich unterschiedlichen Wirtschafts-, Finanz- und Technologie-Ökosysteme der beiden Grossmächte USA und China die Weltwirtschaft anführten. Im Jahr 2021 fand diese Sichtweise ein abruptes Ende, als die chinesische Regierung ihre Strategie neu auf einen sogenannten «gemeinsamen Wohlstand» ausrichtete mit dem Ziel, durch eine strikte Regulierung digitaler Plattformen die zunehmenden Ungleichheiten im Land anzugehen und ein soziales Sicherheitsnetz zu errichten. Dies galt insbesondere für Plattformen, die allenfalls unter US-Regulierungen fallen würden. Zudem gefährden derzeit die finanziellen Folgen der russischen Invasion in der Ukraine den Erhalt von Anlagekapital – nicht nur aufgrund der verstärkten Regulierung von chinesischer Seite, sondern auch infolge potenzieller westlicher Sanktionen, falls sich die diplomatischen Beziehungen verschlechtern sollten.

Diese unvorhergesehenen Entwicklungen veranlassten uns im Jahr 2021 dazu, unsere strategische Positionierung in chinesischen Anlageinstrumenten zu verringern. Anfang 2022 strichen wir diese Instrumente dann vollumfänglich aus unserer strategischen und taktischen Asset Allocation. Rückblickend hat sich diese Entscheidung als richtig erwiesen, vor allem da China sich inzwischen wohl in einer Bilanzrezession befindet. Eine Bilanzrezession lässt sich unter anderem daran erkennen, dass der Privatsektor primär danach strebt, seine Verschuldung zu minimieren, anstatt seine Gewinne zu maximieren – und dies notabene in einem Niedrigzinsumfeld, das eigentlich die Aufnahme neuer Finanzierungsmittel begünstigen würde.¹ In der Regel treten Bilanzrezessionen auf, nachdem Vermögenspreisblasen geplatzt sind und zahlreiche Akteure im Privatsektor negatives Eigenkapital halten (da sie in ihren Bilanzen Fremdmittel ausweisen, während der Wert der mit diesen Fremdmitteln erworbenen Vermögenswerte massiv eingebrochen ist). In einer Bilanzrezession lässt sich mit den Mitteln der konventionellen Geldpolitik kaum etwas ausrichten. Solange der Privatsektor seine Bilanzen saniert, muss die öffentliche Hand in die Bresche springen: Die erhöhte Sparneigung des Privatsektors muss kompensiert werden, um potenziell verheerende deflationäre Auswirkungen zu verhindern. Haushaltspolitische Stimulusmassnahmen werden dann effektiv zu einer Notwendigkeit, um eine langfristige Stagnation zu vermeiden. Die chinesische Regierung ist seit 2016 allerdings bereits ein Haushaltsdefizit von 9% des BIP eingegangen, um die

¹ Ein umfassender Überblick über die Theorie der Bilanzrezession findet sich bei Dr. Richard Koo in seinem Buch «The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalisation» (Wiley, 2018).

fehlende Mittelaufnahme- und Ausgabebetätigkeit des Privatsektors zu kompensieren. Somit müssen alle weiteren haushaltspolitischen Stimulusmassnahmen seitens der Behörden zur Unterstützung der Wirtschaft im Fall einer Bilanzrezession zu einem Zeitpunkt erfolgen, in dem der Staatshaushalt bereits grosse Defizite aufweist, was gravierende Folgen haben kann. Und damit nicht genug: Die chinesische Bevölkerung schrumpft, zwischen China und den Ländern des Westens herrschen geopolitische Spannungen, das regulatorische Umfeld Chinas ist unberechenbar geworden und die chinesische Wirtschaft dürfte sich in der «Falle der mittleren Einkommen» verfangen, einem Umfeld also, in dem der Übergang von vorwiegend mittleren zu vorwiegend hohen Einkommen nicht gelingt. Selbst wenn die chinesischen Behörden die Bilanzrezession rasch und effizient angehen, sind die strukturellen Probleme Anlass zu grosser Sorge, was uns in unserer vorsichtigen Haltung gegenüber den chinesischen Kapitalmärkten zusätzlich bestärkt.





Zentrale Kapitalmarktrends

Nachdem wir die vorherrschenden makroökonomischen Trends identifiziert haben, umreissen wir in diesem Abschnitt die wesentlichen Trends an den Kapitalmärkten und die damit verbundenen Anlagebereiche, die profitieren dürften.

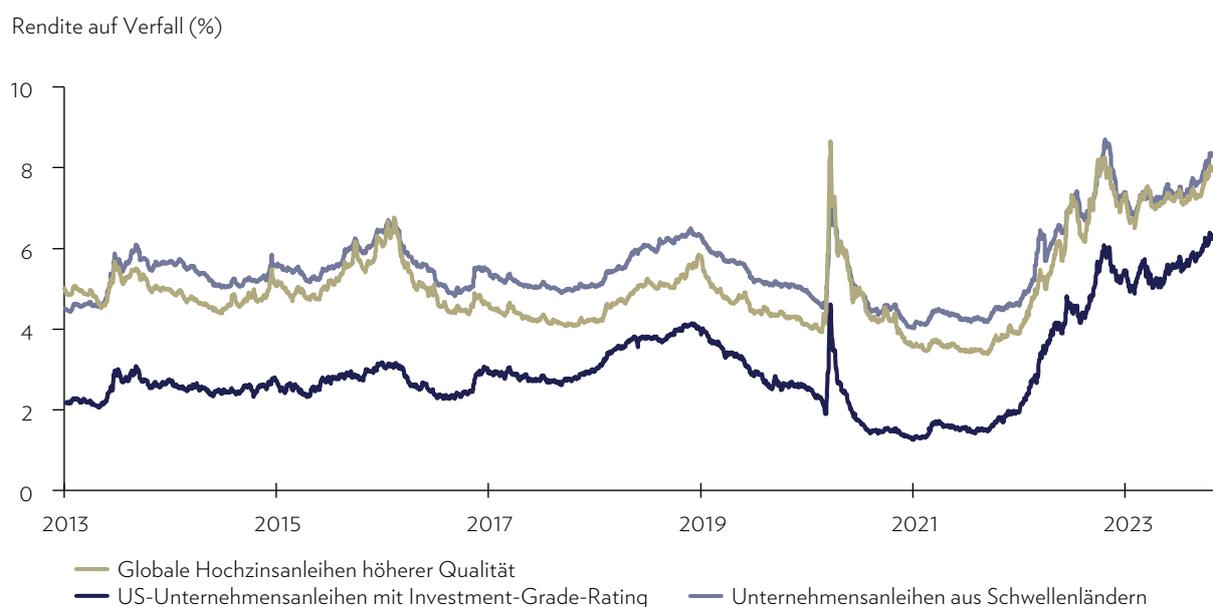
Renaissance einkommensorientierter Anlagestrategien

Mit der blitzschnellen Normalisierung der Zinsen ist an den Anleihenmärkten die Konfiszierung von Anlagekapital nicht mehr eingepreist. Diese Entwicklung bahnt den Weg für eine Renaissance der sogenannten einkommensorientierten Anlagen: Die aktuell schwachen Anleihenmärkte eröffnen Performancechancen, da man sich derzeit attraktive Renditen sichern kann.

Das Jahr 2022 markierte bei den Kapitalkosten den Beginn eines grossen Umbruchs. Heute ist die Normalisierung der Zinsen fortgeschritten und das Zinsniveau hat sich wieder den langfristigen Durchschnittswerten angenähert. Die Zeit nach der globalen Finanzkrise war durch ein grosszügiges

Kapitalangebot geprägt, wodurch die Anlegerinnen und Anleger zunehmend in die risikoreichsten Segmente des Anleihenmarktes gedrängt wurden, wenn sie einen garantierten Kaufkraftverlust ihres angelegten Kapitals vermeiden wollten. Sowohl nach der Finanzkrise als auch während der

Grafik 6: Renditeumfeld bei Investment-Grade-Anleihen historisch attraktiv



Quelle: Bank of America, J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

Die Grafik beruht auf dem ICE Bank of America Merrill Lynch 1-to-10-Year US Corporate Bond Index, dem J.P. Morgan Corporate Emerging Market Bond Index und dem ICE Bank of America Global High Yield (BB) Index und dient ausschliesslich zur Illustration. Daten per 30.09.2023. Die bisherige Performance und Performance-Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die zukünftige Performance. Die Rendite kann aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken.

Covid-19-Pandemie ergriffen die Zentralbanken Stützungsmaßnahmen unter anderem in Form von Anleihekaufprogrammen, um die Wirtschaft anzukurbeln. Dies führte dazu, dass die Schuldverschreibungen mit negativen Renditen im Dezember 2020 einen Höchstwert von insgesamt über USD 18 Billionen erreichten. Seit Beginn des Jahres 2023 sind Anleihen mit negativen Renditen allerdings infolge des abrupten Endes der «Gratisgeld»-Ära praktisch verschwunden. Derzeit lassen sich zum ersten Mal seit einer halben Generation wieder hohe Einkommensströme erzielen, notabene nicht nur im spekulativen, sondern auch im Investment-Grade-Segment des Anleihenmarktes. Wichtiger noch: Diese Möglichkeit bietet sich auch für längere Anlagehorizonte. Das aktuelle Renditeniveau für Investment-Grade-Anleihen ist historisch attraktiv (siehe Grafik 6), und selbst die Entschädigung für Investitionen in sichere Qualitätssegmente liegt deutlich über der erwarteten Inflation. Zugegeben, die Kombination aus inversen Renditekurven und kurzfristigen Einlagenzinsen, die so attraktiv sind wie zuletzt vor zwei Jahrzehnten, verleitet die Anlegerenschaft dazu, die derzeitige volatile Periode einfach in Bargeld auszusitzen und damit (praktisch) risikolose Einkünfte zu erzielen. Diese Strategie ist aber insofern problematisch, als die aktuellen kurzfristigen Renditeniveaus wohl nicht ewig anhalten; kurzfristige Anlagen sind entsprechend mit erheblichen Wiederanlagerisiken verbunden.

Da die Anleihenmärkte nicht mehr eine Konfiszierung des Anlagekapitals einpreisen, gehen wir von einer Renaissance der einkommensorientierten Anlagestrategien aus. Das hat gute Gründe. Diese Strategien beschränken sich nicht auf Anleihen, doch die aktuelle Ausgangslage am Anleihenmarkt stärkt die Anlageargumente spezifisch innerhalb dieser Anlageklasse. Denn im historischen Vergleich bieten Anleihen heute sehr attraktive Renditen. Das gilt auch dann, wenn man die Inflationserwartungen berücksichtigt; die realen Anleihenrenditen haben sich im laufenden Jahr deutlich in den positiven Bereich bewegt. Aktuell können sich Anlegerinnen und Anleger qualitativ hochwertige Einkommensströme sichern und dabei komfortabel ihre Kaufkraft erhalten. Bei Aktien trugen Dividenden bei deren Wiederanlage aufgrund des Zinseszins-effekts in der Vergangenheit erheblich zur Gesamtrendite bei. Gleichzeitig bleibt bei solchen Anlagen das Kapitalwachstumspotenzial erhalten. Allgemein gilt, dass ein stetiger Einkommensstrom in Zeiten makroökonomischer Unsicherheit zunehmend wertvoll ist. Da sich sowohl mit Anleihen als auch mit dividendentragenden Aktien inzwischen wieder attraktive Erträge erzielen lassen, rechnen wir damit, dass sich der einkommensorientierte Anlagestil im aktuellen Jahrzehnt wieder vermehrter Beliebtheit erfreut.

«Ein stetiger Einkommensstrom ist in Zeiten makroökonomischer Unsicherheit noch wertvoller.»

Aktienmärkte mit Wertaufbewahrungsfunktion

Das Wiederaufflammen geopolitischer Konflikte in einer multipolaren Welt schränkt das Anlageuniversum ein. Beim Investieren empfiehlt es sich, statt auf nominale Forderungen auf Realwerte zu setzen, und zwar in Staaten mit tragbaren politischen Risiken. Die gewünschte Anlagequalität dürfte man dabei hauptsächlich in Aktienmärkten finden, die eine Wertaufbewahrungsfunktion bieten. Dazu gehören die USA, Schweden und die Schweiz.

In Zeiten, in denen die Globalisierung voranschreitet und die geopolitischen Spannungen zwischen den grössten Volkswirtschaften der Welt abnehmen, profitieren Anlegerinnen und Anleger davon, dass sie bei ihren Investitionsentscheidungen wenig Rücksicht auf internationale diplomatische Auseinandersetzungen nehmen müssen. Das Primat der Gewinnmaximierung führt in solchen Szenarien dazu, dass Konflikte zuverlässig ausgeblendet werden können. Anders verhält es sich in einer multipolaren Welt: Sie ist von opportunistischen geopolitischen Manövern und daher auch von einer anhaltend hohen Volatilität der Wirtschaft und der Finanzmärkte geprägt. Hier fährt besser, wer sich auf Kapitalmärkte konzentriert, die sich durch stabile Bedingungen und Regeln auszeichnen.

Auch wenn wir nicht von einer ausgewachsenen Deglobalisierung mit bedingungslosen Rückverlagerungen von Produktionsketten in den Heimatstaat bzw. in befreundete Staaten (Friend-Shoring)

ausgehen, möchten wir an dieser Stelle erneut betonen, dass sich Anlagen idealerweise auf Aktienmärkte mit Wertaufbewahrungsfunktion konzentrieren sollten. Mit diesem breit gefassten Begriff bezeichnen wir Märkte in Ländern, in denen die Aktionäre umfassenden Schutz geniessen. Solche Märkte weisen zudem ein solides institutionelles Rahmenwerk, eine fundierte Governance und eine effiziente Kapitalallokation auf. Wir nennen hier die USA, Schweden und die Schweiz, da alle drei Länder einen überdurchschnittlichen Leistungsausweis bei der langfristigen Schöpfung von Aktionärswert vorweisen können und sich ihre jeweiligen Hauptaktienindizes besser entwickelt haben als globale Aktien und der Goldpreis. Dies gilt nicht nur für die letzten 40 neoliberalistischen Jahre, sondern auch bereits davor, konkret in den 1970er- und 1980er-Jahren, die überdurchschnittlich stark von Inflation oder geopolitischen Turbulenzen geprägt waren.

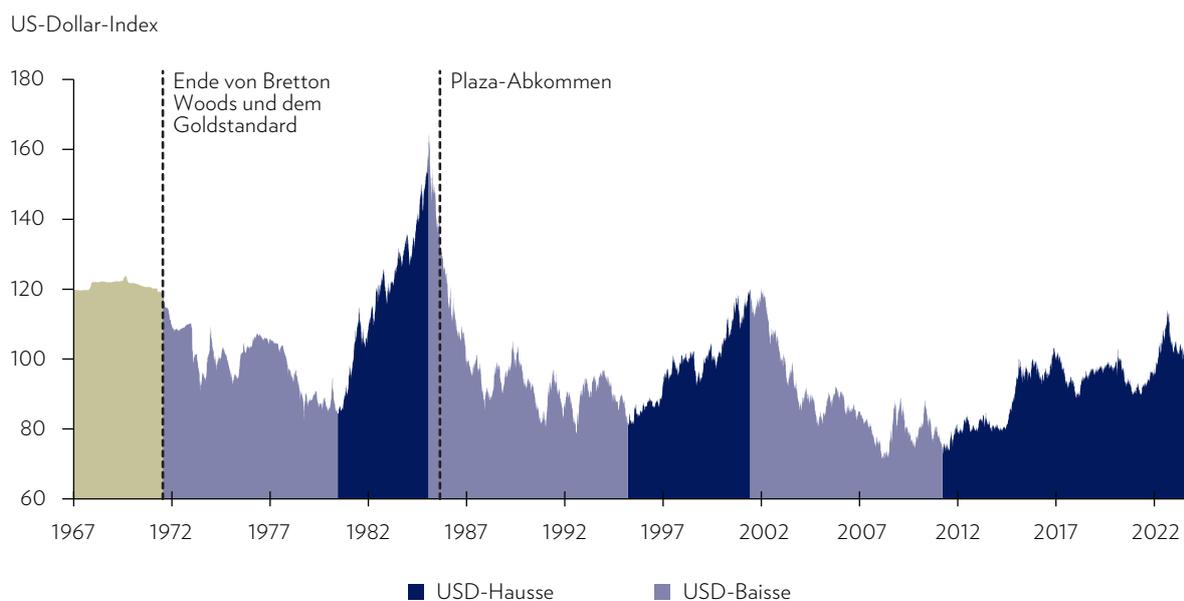
USD-Kapitalmärkte

Der typische Wechsel in der Marktführerschaft von Technologieaktien zu Rohstoffen – eine andere Art, die Auf- und Abwärtszyklen des US-Dollars zu betrachten und festzustellen, ob US-Vermögenswerte besser oder schlechter abschneiden als ihre Pendanten ausserhalb des Landes – ist in diesem Jahrzehnt nicht absehbar. Die langfristige Aufwärtsbewegung des US-Dollars, die nach der grossen Finanzkrise einsetzte, ist nach wie vor intakt, und auf USD lautende Anlageinstrumente dürften die globalen Kapitalmärkte weiterhin dominieren.

Im Jahr 1971 gab US-Präsident Richard M. Nixon bekannt, dass die USA in Zukunft keine US-Dollar mehr gegen Gold oder andere primäre Reservewerte wechseln würden, was das Ende des Bretton-Woods-Systems der festen Wechselkurse besiegelte. Seither haben wir eine Abfolge von langfristigen USD-Baisse- und -Haussezyklen erlebt (siehe Grafik 7). Damit wurde ein Verständnis dieser USD-Zyklen und ihrer Auswirkungen auf die Asset Allocation zentral. Während der USD-Haussezyklen (z. B. 1994–2001 sowie nach der globalen

Finanzkrise) gelang US-Anlageinstrumenten im Vergleich zum Rest der Welt eine überdurchschnittliche Performance, während dies in USD-Baissezyklen (z. B. 2002–2008) genau umgekehrt war. Treiber dieser Entwicklungen war der einzigartige Status des US-Dollars als wichtigste Reservewährung der Welt. Der Grossteil des weltweiten Handels mit Waren und Dienstleistungen wird in US-Dollar abgewickelt, wenn auch in leicht abnehmendem Volumen. Zudem dominiert der US-Dollar die globalen

Grafik 7: Die Ära der alternierenden US-Dollar-Zyklen dürfte vorbei sein



Quelle: Bank of America, J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

Der US-Dollar-Index ist mit dem Handelsvolumen in USD gewichtet. Daten per 31.10.2023. Die bisherige Performance und Performance-Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die zukünftige Performance. Die Rendite kann aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken.

Devisenmärkte nach wie vor klar: Über 80% aller Transaktionen werden in US-Dollar abgewickelt.

Nach der russischen Invasion der Ukraine setzten die entscheidungstragenden Gremien des Westens das auf den US-Dollar gestützte Finanzsystem als Gegenwaffe ein und lösten damit eine Debatte aus, ob der US-Dollar seinen Status als Reservewährung der Welt letztlich verlieren könnte. Solche Statuswechsel sind nicht neu: Der US-Dollar erreichte seinen heutigen Status erst nach dem Zweiten Weltkrieg, als er an die Stelle des britischen Pfunds trat. Nicht-westliche Regierungen – China an erster Stelle – haben in letzter Zeit ihre Bemühungen verstärkt, sich gegen weitere Einsätze des globalen Finanzsystems als Waffe zu wappnen und sich aus diesem vom US-Dollar dominierten System zu lösen, indem sie ihre eigenen Währungen als alternative Handels- und Reservewährungen positionierten. Ist dies nun ein Anzeichen dafür, dass die weltweite Dominanz der US-Währung ihrem Ende entgegengeht und ein lang anhaltender USD-Baissemarkt bevorsteht? Lohnt es sich, von USD-Anlageinstrumenten weg zu diversifizieren?

Im aktuellen Jahrzehnt bleibt der typische Wechsel der Marktführerschaft von Technologietiteln zu Rohstoffen aus.

Es liegen kaum Belege dafür vor, dass die Sanktionen des Westens sich in den Reservewährungsportfolios der Notenbanken niedergeschlagen hätten. Obwohl der USD-Anteil an diesen Portfolios seit der Jahrtausendwende um ca. 10% gefallen ist, deuten die jüngsten Daten nicht darauf hin, dass die Notenbanken den Einsatz des Finanzsystems als Waffe mit einer deutlich beschleunigten Reservewährungsdiversifikation quittiert hätten. Vielmehr scheint sich die Zusammensetzung der betreffenden Portfolios stabilisiert zu haben. Es kam zwar in jüngster Zeit zu Umschichtungen aus dem US-Dollar in nicht traditionelle Reservewährungen, nämlich durch Aufstocken von Beständen im südkoreanischen

Won, der norwegischen Krone sowie den kanadischen, australischen und den Singapur-Dollar – alles Währungen mit relativ betrachtet ansprechenden Risiko-Rendite-Profilen. Inzwischen fanden aber auch die traditionellen Reservewährungen wieder zu positiven Renditen zurück, sodass der relative Vorteil der zuvor erwähnten Währungen schwindet. Der Markt für US-Staatsanleihen hat nicht nur attraktive Renditen zu bieten, er ist nach wie vor auch der klare Favorit für die Anlage von Fremdwährungsreserven. Es gibt keine praktikable Alternative, wenn in grossem Stil möglichst hochwertige und liquide Schuldverschreibungen gesucht sind, die einem stabilen regulatorischen Rahmenwerk ohne Kapitalkontrollen unterliegen. Letzteres gilt auch für die US-Aktienmärkte: Sie werden von westlichen Anlegerinnen und Anlegern als Standardoption angesteuert, wenn es um umfangreiche Kapitalanlagen geht. Die Marktbewegungen deuten in dieselbe Richtung. Im aktuellen Jahrzehnt bleibt der typische Wechsel der Marktführerschaft von Technologietiteln zu Rohstoffen aus – eine andere Art, die Auf- und Abwärtszyklen des US-Dollars zu betrachten und festzustellen, ob US-Vermögenswerte besser oder schlechter abschneiden als ihre Pendanten ausserhalb des Landes. Der Krieg in der Ukraine vermittelt jedoch eine wichtige Botschaft an die Anlegerinnen und Anleger auf der ganzen Welt: Er besagt, dass die Ära der grenzüberschreitenden, von politischen Risiken unbeeinträchtigten Kapitalflüsse am 24. Februar 2022 zu Ende gegangen ist.

Nasdaq+

Wenn wir uns in einem Innovations-Superzyklus befinden, hat dies massgebliche Auswirkungen auf die Asset Allocation. Eine beschleunigte Innovationstätigkeit hat in der Vergangenheit immer zu einer signifikanten Aktionärswertsteigerung bei den führenden Unternehmen geführt. Die Schlüsselfrage lautet dabei, wo sich diese neue Aktienmarktführerschaft herausbilden wird. Ein Blick auf die historischen Entwicklungen liefert eine rasche Antwort: im US-amerikanischen IT-Sektor.

Seit den 1980er-Jahren wurde jede grössere technologische Fortschrittswelle durch in den USA ansässige Unternehmen angetrieben. Die Verbreitung der Computer, der Beginn der Internet-Ära, die Einführung des Smartphones, der Vormarsch der Cloud oder das Aufkommen der generativen KI – alle wichtigen technologischen Durchbrüche wurden durch die dominierende oder gar alleinige Führungsrolle von US-Technologiegiganten geprägt. Dass die USA immer wieder Unternehmen hervorbringen, die weltweit zu den grössten Disruptoren zählen, hat gute Gründe. Die USA bieten ein einzigartiges, nahezu unschlagbares Gesamtpaket: ein solides, innovationsförderndes Ökosystem (einschliesslich

erstklassiger Universitäten und Technologie-Hubs), umfangreichen Zugang zu Finanzierungen über Wagniskapital (Venture Capital), gut ausgebildete und kompetente Arbeitskräfte, ein günstiges regulatorisches Umfeld und eine Kultur, die das Unternehmertum in den Mittelpunkt stellt. Die USA rangieren im Global Innovation Index ununterbrochen unter den Top 3 und sind unangefochtener Spitzenreiter bei den Ausgaben für Forschung und Entwicklung (2020: 31% der globalen Aufwendungen).² Die Konkurrenz hat in den letzten zwanzig Jahren zwar zugegebenermassen aufgeholt, insbesondere China, dessen Anteil an den weltweiten Forschungs- und Entwicklungsausgaben von 5% auf 25% gestiegen

² Der Global Innovation Index wird von der Weltorganisation für geistiges Eigentum (World Intellectual Property Organization, WIPO), einer Teilorganisation der Vereinten Nationen, veröffentlicht.

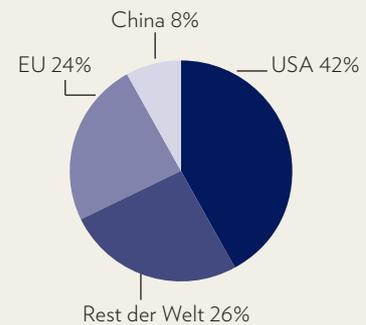


sind. Betrachtet man jedoch die Grundlagenforschung – die Basis jeglichen wissenschaftlichen Fortschritts, der die Generierung neuer Patente und Produkte erst ermöglicht –, so ergibt sich ein anderes Bild: Hier dominieren die USA mit einem Anteil von 42% deutlich, gefolgt von der Europäischen Union mit 24%; China liegt mit lediglich 8%–9% abgeschlagen zurück.

In der Vergangenheit stand der Nasdaq Composite Index in Bezug auf die Aktionärswertsteigerung während der grossen, von US-Unternehmen angeführten technologischen Fortschrittswellen an der Spitze. Die dem Index zugrunde liegende Börse wird deutlich von US-amerikanischen IT-Megacaps dominiert, zieht aber auch wachstumsorientierte Technologieunternehmen mit Sitz ausserhalb der USA an. Abgesehen vom Nasdaq finden sich weitere disruptive Innovatoren vereinzelt auch an anderen Börsen. In China, das wir bisher für den einzigen Markt ausserhalb der USA hielten, der exponentielle Geschäftsmodelle aufweist, hat die chinesische Führung beschlossen, ihre Zivilgesellschaft auf das Ziel des «gemeinsamen Wohlstands» auszurichten und nicht zuzulassen, dass ihre digitalen Champions eine ähnlich dominante Wettbewerbsposition wie ihre Konkurrenten in den USA aufbauen.

In diesem Zusammenhang haben wir im letztjährigen Secular Outlook die Aussage getroffen, dass die FAANMG³ in den vergangenen Jahren zwar Spitzenreiter bei der Wertschöpfung waren, aber nicht feststand, ob sie ihre überdurchschnittliche Profitabilität und damit ihre Vormachtstellung im US-Aktienmarkt aufrechterhalten könnten. Die Aktienmarktentwicklung im Jahr 2023 widerspricht der gängigen Weisheit, dass die Gewinner des vergangenen Jahrzehnts wahrscheinlich nicht die Gewinner des laufenden Jahrzehnts sein werden. Tatsächlich waren es wiederum die grossen IT-Unternehmen, die den S&P 500 in diesem Jahr nach oben trieben. Wie im vorigen Abschnitt angedeutet, setzt sich der Aufwärtstrend des US-Dollars fort, der nach der globalen Finanzkrise begonnen hat, und lässt entsprechend eine Fortsetzung der Hausse im IT-Sektor über das Jahr 2023 hinweg erwarten. Die meisten der FAANMG-Titel haben bewiesen, dass sie sich erfolgreich von Wachstumsmotoren zu reifen Qualitätsunternehmen entwickeln können, die sogar in der Lage sind, neue Wachstumsmärkte zu erschliessen. Diejenigen, die diese Fähigkeiten weiter kultivieren, werden ihren Platz in den Portfolios der Anleger behalten.

USA führend in Grundlagenforschung



Die Grundlagenforschung ist massgebend für wissenschaftliche Fortschritte, die neue Patente und Produkte ermöglichen.

Source: Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Julius Bär
Daten per Juli 2023.

³ FAANMG: Meta Platforms (ehemals Facebook), Apple, Amazon, Netflix, Microsoft und Alphabet (ehemals Google).



Wesentliche Risikofaktoren

Wir identifizieren die wichtigsten grundlegenden Risikotreiber, die in den Anlageportfolios zunehmend an Bedeutung gewinnen.



Klimawandel

Die physischen Risiken des Klimawandels werden von Tag zu Tag offensichtlicher. Vom Anstieg des Meeresspiegels bis hin zur Wüstenbildung – die Folgen sind erheblich. Dazu gehören auch die Zerstörung von Produktionskapazitäten, der Migrationsdruck und ein schwächeres Wirtschaftswachstum.



Geopolitisches Risiko

Die Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten zeigen, dass geopolitische Rivalitäten in den letzten Jahren mit voller Wucht zurückgekehrt sind und weit über die strategische Konfrontation zwischen den USA und China hinausgehen. Das neue geopolitische Umfeld ist komplex und fragil, da die einzelnen Länder dazu tendieren, opportunistisch aus scheinbar starken Allianzen auszuscheren, um ihre nationalen Interessen zu wahren.



Steigendes Cyberrisiko

In einer zunehmend digitalisierten und vernetzten Welt sind Cyberkriminalität und Ransomware eine wachsende Bedrohung für Unternehmen und Privatpersonen, aber auch für Regierungen und die Wirtschaft.



Infrastrukturrisiko

Das Infrastrukturrisiko liegt an der Schnittstelle zwischen Klimawandel und Cyberrisiken. Die Regierungen sind gezwungen, ihre Bestrebungen gegen diese Bedrohungen zu intensivieren, indem sie Infrastrukturprojekte widerstandsfähiger machen.



Latentes systemisches Risiko

Die wichtigen Indikatoren für systemische Risiken müssen kontinuierlich überwacht werden, um zu beurteilen, ob systemische Probleme (d. h. Probleme, die die Stabilität des Wirtschafts- und Finanzsystems infrage stellen) den Konjunkturzyklus und den Gesamtblick bedrohen.

Impressum

Autor

Yves Bonzon, Group Chief Investment Officer,
yves.bonzon@juliusbaer.com¹

¹ bei der Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich angestellt, die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA zugelassen ist und reguliert wird.

Dieser Inhalt stellt **Marketingmaterial** dar und ist nicht das Resultat einer unabhängigen Finanz-/Anlageanalyse. Die enthaltenen Informationen und Meinungen stammen von der Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich («Julius Bär»), die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA zugelassen ist und reguliert wird. Dieser Inhalt kann Informationen von Drittparteien enthalten. **Die vorliegenden Informationen und Meinungen gelten zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Inhalts und können auf zahlreichen Annahmen beruhen und sich daher ohne vorherige Ankündigung ändern.** Dieser Inhalt dient **ausschliesslich Informationszwecken** und versteht sich weder als Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung noch als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten und/oder -produkten. Ausserdem stellt er **keine persönliche Empfehlung dar und berücksichtigt keine spezifischen persönlichen Umstände** (wie Anlageziele, finanzielle Situation oder Anlagestrategien). Obwohl die Informationen als richtig und vollständig beurteilt und die Daten in gutem Glauben aus als zuverlässig erachteten Quellen bezogen werden, wird diesbezüglich weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung gegeben. **Soweit dies nach den anwendbaren Gesetzen und/oder Vorschriften zulässig ist, übernimmt Julius Bär keinerlei Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die direkt oder indirekt aus diesem Inhalt entstehen** (einschliesslich Handlungen oder Unterlassungen von Dritten wie Hilfspersonen und/oder Beauftragten von Julius Bär).

Julius Baer International Limited, die durch die Aufsichtsbehörde Financial Conduct Authority (FCA) zugelassen ist und reguliert wird, verteilt diesen Inhalt an ihre Kundinnen und Kunden. Wenn eine Offshore-Einheit diesen Inhalt im Vereinigten Königreich vertreibt, wurde er zu dem auf diesem Inhalt angegebenen Datum von Julius Baer International Limited, die von der FCA (FRN 139179) zugelassen ist und reguliert wird, für den Vertrieb im Vereinigten Königreich gemäss Abschnitt 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) in Verbindung mit seinem Vertrieb als Finanzwerbung («Financial Promotion») im Vereinigten Königreich genehmigt. Möglicherweise werden einige der in diesem

Inhalt genannten Dienstleistungen von Mitgliedern der Julius Bär Gruppe ausserhalb des Vereinigten Königreichs erbracht. Die gemäss dem FSMA erlassenen Vorschriften zum Schutz der Retailkundschaft sind nicht auf Dienstleistungen anwendbar, die von anderen Mitgliedern der Julius Bär Gruppe ausserhalb des Vereinigten Königreichs erbracht werden, und ebenso wenig ist das Financial Services Compensation Scheme des Vereinigten Königreichs anwendbar. Julius Baer International Limited bietet keine rechtliche oder steuerliche Beratung an. Werden Informationen über eine bestimmte steuerliche Behandlung bereitgestellt, bedeutet dies nicht, dass sie auf die individuellen Verhältnisse des Kunden zutreffen; zudem können diese Informationen künftigen Änderungen unterliegen. Die Kundinnen und Kunden werden angehalten, eine unabhängige steuerliche Beratung in Bezug auf ihre individuellen Verhältnisse von einem Steuerberater einzuholen, bevor sie eine Investition tätigen. Julius Baer International Limited bietet Beratung zu einer begrenzten Auswahl von Finanzinstrumenten an (beschränkte Anlageberatung).

Weitere wichtige rechtliche Hinweise (beispielsweise zu Risiken, Nachhaltigkeit oder Informationen von Drittparteien) und länderspezifische Disclaimer im Zusammenhang mit diesem Inhalt finden Sie unter folgendem Link oder QR-Code:

[Wichtige rechtliche Informationen \(hier klicken\)](#)



Julius Bär

Founding Signatory of:



PRINCIPLES FOR
RESPONSIBLE
BANKING

Signatory of:



JULIUS BÄR GRUPPE

Hauptsitz
Bahnhofstrasse 36
Postfach
8010 Zürich
Schweiz
Telefon +41 (0) 58 888 1111
Telefax +41 (0) 58 888 1122
www.juliusbaer.com

Die Julius Bär Gruppe ist weltweit an über 60 Standorten präsent, darunter Zürich (Hauptsitz), Bangkok, Dubai, Dublin, Frankfurt, Genf, Hongkong, London, Luxemburg, Madrid, Mailand, Mexiko-Stadt, Monaco, Mumbai, Santiago de Chile, São Paulo, Schanghai, Singapur, Tel Aviv und Tokio.

12/2023 Publ.-Nr. PU00960DE
© JULIUS BÄR GRUPPE, 2023