

Bärenmarkt-Rally? – schwächere  
Konjunktur und persistente Inflation

Seite 4

Energie – ein Dekaden-  
thema

Seite 6

Inflation bewegt das Zinsgefüge –  
was bedeutet das für mich?

Seite 7

## Editorial

Das Weltbild hat sich 2022 stark verändert. Sollen sich Anleger angesichts der globalen Unruheherde ins «Reduit» zurückziehen und nur noch im Heimmarkt investieren, Geld oder Gold im Bunker horten? Oder ist die richtige Antwort eine globale «Diaspora»-Strategie, in der man versucht, das Vermögen in den verschiedenen Weltregionen aufzuteilen? Davon handelt dieser «Check-Up». Ebenso von Chancen – denn diese bieten sich in Umbrüchen stets auch!

Schwarz/Weiss-Antworten auf diese Fragen sind wohl ebenso wenig korrekt wie allgemeingültige. Die passende Lösung ist auch hier im persönlichen Austausch und für jeden individuell zu finden.

Wir wünschen eine anregende Lektüre und freuen uns auf die Gespräche mit Ihnen.



Remy Reichmuth  
unbeschränkt  
haftender  
Gesellschafter

## Delir

**Die Welt steht kopf. Haushalte, Unternehmen und Investoren ächzen ob der hohen Inflation, in Europa wird Krieg geführt, in Asien mit den Säbeln gerasselt. Die Träume des ewigen Friedens, einer globalisierten Wirtschaft in einer demokratischen Welt und einer kostenlosen Energiewende, sind geplatzt.**

«Verwirrung und Desorientierung» nennt man «Delir». Kein Wunder, haben die aktuelle Verunsicherung

und steigende Zinsen zu scharfen Bewertungskorrekturen geführt. Die Zeiten fühlen sich mulmig an – zu viele bewegliche Puzzlesteine. Folgende Entwicklungen zeichnen sich ab:

**1. Geopolitik in der Führungsrolle**  
Die beiden Pole der Geopolitik bilden China und USA. Das ist problematisch für die Weltwirtschaft und noch mehr für das globale Problem des Klimawandels. Letzteres kann man nur gemeinsam angehen. Hinter den



USA scharen sich die westlichen Demokratien, hinter China scharft sich kaum jemand, aber manch einer will es mit der kommenden Grossmacht und ihrem riesigen Wirtschaftsraum nicht verderben. Ob sich die Taiwanfrage über die Zeit analog der Handhabung von Hongkong klärt oder ob es zur militärischen Auseinandersetzung kommt, weiss niemand. Klar ist, mit dem russischen Einmarsch in die Ukraine und den darauf im Westen getroffenen Sanktionen resultiert ein neues Weltwirtschaftsregime. Welches, das steht noch in den Sternen.

## 2. Ende der unkonventionellen Geldpolitik

«Unkonventionelle Geldpolitik» war immer eine schwierige Wortkombination. Es ist auch still geworden um die Verfechter der «Modernen Geldtheorie» (MMT), die besagt, der Staat könne immer Geld ausgeben und Schulden machen, bis die Inflation das stoppt. Die Inflation ist hier! Dass der Staat jetzt weniger ausgeben soll, ist jedoch bei vielen Regierungen noch nicht angekommen. Somit bleibt die Inflationsbekämpfung allein Aufgabe der Zentralbank. Während die US-Fed es ernst zu meinen scheint, fuchtelte die Europäische Zentralbank mit ihrem Zauberstab und sucht nach weiteren Häschen im Hut. Früher oder später wird sie die Wahl treffen müssen, ob sie die Inflation bekämpfen will, was die Eurozone in eine neue Überlebenskrise stürzen wird, oder ob sie den Zusammenhalt der Eurozone höher gewichtet, was den EUR zur «Lira» werden lässt. Und was macht die Schweizerische Nationalbank? Wir sind mitten in Europa. Sie wird kaum mehr tun können, als den CHF über Zinserhöhungen und/oder Bilanzreduktionen im Umfang der hohen ausländischen Inflation aufwerten zu lassen.

## 3. Richtungswahl der Fiskalpolitik

Viele Jahre konnten die Staaten über ihre Verhältnisse leben und mit neuen Schulden praktisch beliebige Programme finanzieren. Die unkonventionelle Geldpolitik der Zentralbanken überdeckte 2008 die Finanz-, dann 2012 die Euro- und 2020 die Corona-Krise – stets vermeintlich zur Bekämpfung einer drohenden Deflation. Nun hat der Wind gedreht und weht scharf. Es bedeutet das Ende des staatlichen Schlaraffenlandes. Die Regierungen werden wieder ins Korsett von Budgetrestriktionen gezwängt. Sie müssen wählen, wofür sie Geld ausgeben wollen: Für Bildung, Sicherheit, Energie, Infrastruktur, Umwelt oder Sozialtransfers? Und sie werden sich fragen müssen, wie sie das finanzieren können – über Steuern oder erneut über zusätzliche Schulden? Und wenn über Letzteres, wer soll diese Staatsanleihen zu welchem Zins bei der hohen Inflation kaufen? Die Zentralbanken fallen als Käufer wohl für längere Zeit aus.

## 4. Energiewende in Gefahr

Die Dekarbonisierung der Wirtschaft ist eine der grossen Aufgaben unserer Zeit. Europa will hier vorangehen. Gaskraftwerke waren als Back-up für die Dunkelflauten (weder Sonne noch Wind) vorgesehen. Mit dem russischen Ukraine-Einmarsch wurde jedoch die Friedenszeit in Europa beendet. Durch die unter amerikanischer Führung beschlossenen Sanktionen wurde die geplante Energiewende in eine Energiekrise verwandelt. Die Energieimportpolitik liegt in Trümmern, ein Ausweg und damit tiefere Energiepreise sind nicht in Sicht. Im Zentrum des Sturms: Deutschland. Es geht nicht nur um den Preis, sondern ob man überhaupt Energie hat. Die bisherigen Massnahmen mit Subventionen und Rationierungen sind Symptombekämpfung. Nötig wären jedoch investitionsfreundliche, also angebotsorientierte Reformen. Dazu gehört Technologieoffenheit. Vor allem aber auch die Sicherheit, dass die entscheidenden Akteure nicht mit Sondersteuern um die Früchte ihrer Arbeit gebracht werden.

### Was wäre, wenn...

**... ein Gasstopp tatsächlich kommt?** Das wäre ein Riesenproblem für Europa, ein Schock, eine inflationäre Depression, die Finanzmärkte würden nochmals einbrechen: Wahrscheinlichkeit 20%.

**... der Ukraine-Krieg und die Sanktionen beendet würden?** Das wäre eine grosse Erleichterung, vor allem für Europa mit potenzieller Aufbruchstimmung. Die Finanzmärkte würden stark steigen: Wahrscheinlichkeit 20%.

**... es so weitergeht wie seit Anfang Jahr?** Dann wird die Welt sich weiter um die zwei Pole scharen, die Inflation dürfte persistent sein, eine Art Wiederauflage der 70er-Jahre mit einer Lohn-Preis-Spirale, wie sie in den USA bereits zu beobachten ist. Es kommt zu einem «Auf und ab» der Inflationsraten, was mit entsprechender «Stopp-and-Go»-Politik der Notenbanken und Regierungen beantwortet wird: Wahrscheinlichkeit 60%.

### Zu lange zu hohe Inflation

Wegen der erhöhten Unsicherheit werden die Bewertungen generell tiefer liegen und es sind ähnliche Empfehlungen wie in den 70ern naheliegend: also wenig langfristige Nominalanlagen, dafür Aktien von Unternehmen mit wenig preissensitiven Geschäftsmodellen, v.a. Dividendenperlen. Ebenfalls positiv war «Cash» in Hartwährungen, das waren damals DEM und CHF. Und heute? Evtl. Gold und zumindest relativ noch immer der CHF.



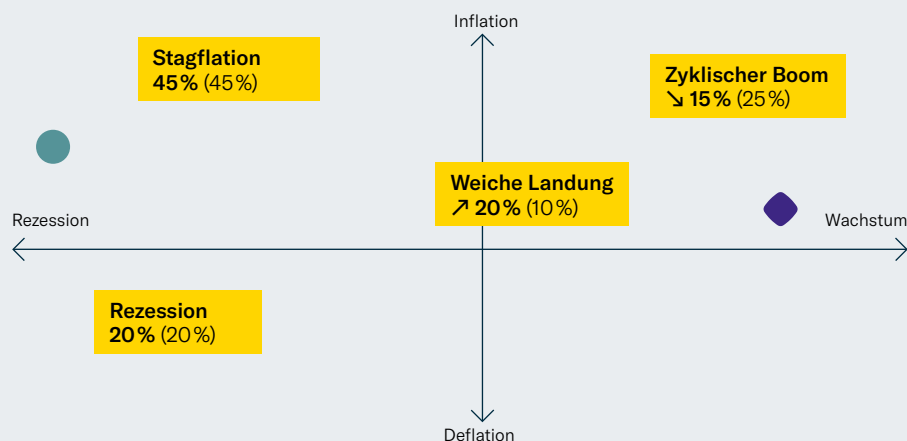
Christof Reichmuth  
unbeschränkt haftender Gesellschafter

# Szenarien und Anlagekonsequenzen

Was wäre, wenn...? Auf Extremszenarien vorbereitet sein.

Das geopolitische Umfeld ist so fragil wie schon lange nicht mehr. Die Szenariolandschaft gestaltet sich dynamischer und regional unterschiedlich. Spezifische Ereignisse können grossen Einfluss auf die Finanzmärkte haben.

**Fokus auf zwei gegenteilige Entwicklungen: Wie könnten sie aussehen und was wären die Anlagekonsequenzen?**



Szenarien – geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, in Klammern Wert letzter Publikation

## ● Inflationäre Depression

Während die Fed bestrebt ist, die finanziellen Bedingungen zu straffen sowie die Realwirtschaft abzukühlen, um die langfristigen Inflationserwartungen in Schach zu halten, kann die Politik der EZB bestenfalls als «Zinskosmetik» bezeichnet werden. Die EZB kann die Zinsen nicht stark anheben, weil dadurch die EUR-Peripherieländer mit ihren hohen Schuldenständen in eine ausweglose Krise gedrückt würden. Putin bringt durch den Totalausfall russischer Gaslieferungen das erfolgreiche deutsche Wirtschaftsmodell an seine Grenzen. Aufgrund des kollektiven politischen Versagens kann Europa die Konfliktparteien nicht zu einem Waffenstillstand bewegen, was als Grundvoraussetzung für eine Entspannung der Energiekrise gilt. Europa schlittert in eine wirtschaftliche Depression mit hartnäckig hoher Inflation in Kerneuropa. Der Energieangebotsschock lässt sich nicht von der Zentralbank lösen; hier wäre staatsmännische Grösse gefragt.

### Was wären die Portfoliokonsequenzen?

- Festverzinsliche Anlagen in Europa sind nicht investierbar – Inflation und Währungsverluste
- Generell wenig Aktien – insbesondere europäische Aktien meiden (Binnenmarkt)
- Defensive Sektoren wie Basiskonsum und Gesundheit
- Breite Diversifikation mit alternativen Anlagen
- Sichere Währungshäfen ansteuern (USD, CHF, SGD)
- Gold als Krisen- und Inflationshedge weiter erhöhen

## ◆ Aufbruchstimmung

Durch die Pandemie sind die globalen Lieferketten aus den Fugen geraten. Gleichzeitig hat sich in dieser Zeit viel Nachfrage aufgestaut. Auf der Angebots- wie auch auf der Nachfrageseite zeichnet sich eine Entspannung ab. Gepaart mit dem Ende der Zero-Covid-Politik in China, normalisieren sich die Inflationsraten weltweit schnell. In Europa wird der Inflationsrückgang durch einen Waffenstillstand zwischen Ukraine und Russland begünstigt. Die Frage der Energiesicherheit in Europa kann gelöst werden. Infolgedessen kann eine langwierige und schmerzhaftes Lohn-Preis-Spirale verhindert werden. Der Margendruck bei Unternehmen nimmt ab und die Gewinnschätzungen können erreicht bzw. übertroffen werden. Dies ermöglicht es den Zentralbanken, den eingeschlagenen Zinserhöhungszyklus frühzeitig zu beenden. Der strukturelle Aufwärtstrend bei den Vermögenswerten setzt sich fort.

### Was wären die Portfoliokonsequenzen?

- Kreditanlagen wie High-Yield-Anleihen sind Staatsobligationen vorzuziehen
- Aktien übergewichten – insbesondere Qualitäts- und Wachstumstitel holen die Korrektur schnell auf, aber auch Zyklischer und Nebenwerte profitieren; Europa
- Schwellenländer – sowohl Anleihen wie Aktien mit attraktivem Aufwärtspotenzial
- USD abbauen

# Bärenmarkt-Rally?

## Schwächere Konjunktur und persistente Inflation

**Die Inflationszahlen scheinen einen Höhepunkt erreicht zu haben. Zumindest wenn man der Marktentwicklung der letzten Wochen Rechnung trägt: Zinserwartungen sind rückläufig, Aktienmärkte mit starkem Rebound. Das fundamentale Bild hat sich aber nicht geändert: Die Notenbanken setzen den restriktiven Kurs fort, die Konjunktur kühlt sich ab, Lohn- und Margendruck akzentuieren sich und die Geopolitik bleibt unberechenbar. Für eine signifikante Erhöhung der Risikoallokation ist es aus unserer Sicht zu früh.**

### Konjunktureller Winter in Europa

Die globale Konjunktur hat sich in den vergangenen Monaten abgeschwächt. Die Vorlaufindikatoren zeigen keine Trendwende an – das Wachstum dürfte sich weiter verlangsamen, insbesondere in Europa. Wie stark die Abschwächung ausfallen wird, hängt von verschiedenen Faktoren ab: Für Europa wird der Zugang zu russischem Gas entscheidend sein. Geht Europa das Gas (und der Strom) aus, droht eine tiefgreifende Rezession. Dagegen wäre auch die Schweizer Wirtschaft nicht immun. Die USA stehen bezüglich Energie deutlich besser da und sind nicht auf das Ausland angewiesen. Grösstes Risiko ist hier die Geldpolitik. Falls sich das Fed gezwungen sieht, die Zinsen zwecks Inflationsbekämpfung stärker zu erhöhen, als allgemein erwartet wird, könnte dies die Wirtschaft in den nächsten zwei Jahren in eine scharfe Rezession drücken. Von den drei grossen Wirtschaftsräumen zeigen sich die USA in der besten Verfassung. Chinas Wirtschaft

ist bereits seit einigen Quartalen in einer Schwächephase. Die Zero-Covid-Politik erweist sich als Wachstumskiller und auch Probleme im Immobilienmarkt belasten das Wachstum. Unberechenbar bleibt der Taiwan-Konflikt – eine schnelle Lösung ist hier nicht in Sicht, dafür ist Taiwan als Chipproduzent für beide Seiten zu wichtig.

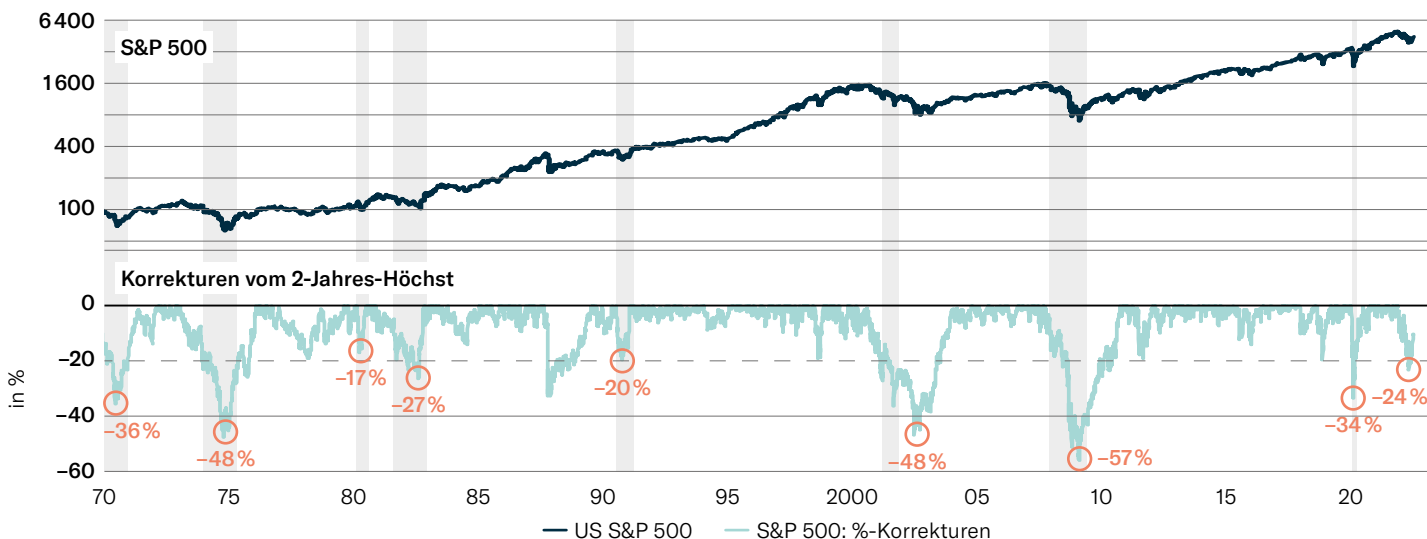
### Ende der USD-Stärke?

Die Geldpolitik ist in allen westlichen Regionen restriktiver geworden und die Leitzinsen steigen durchs Band. Im Zinserhöhungszyklus hinken zwar alle Zentralbanken der Inflation hinterher, allerdings sind Länder wie die USA oder auch Australien im Erhöhungszyklus schon deutlich weiter fortgeschritten. Dies zeigt sich auch in den Wechselkursen. Während der USD in den ersten acht Monaten des Jahres stark war, sind Währungen von Zentralbanken mit zögerlicher Haltung unter Druck (z.B. der EUR). Da aber die Zinsdifferenz zwischen einzelnen Währungsräumen nicht beliebig steigen kann, gehen wir davon aus, dass die USD-Stärke nachlassen wird. Währungsräume mit tieferen Inflationszahlen dürften favorisiert sein. Dazu zählt insbesondere der CHF.

### Persistente Inflation

Die Inflation ist nach wie vor sehr hoch. Die Arbeitsmärkte in den USA zeigen bis dato keine Anzeichen von Schwäche und auch die Löhne sind am Steigen. Dennoch hält sich am Markt die Erwartung, dass sich die Inflation sehr schnell normalisieren wird und die Notenbanken die

## HISTORISCHE AKTIENMARKT-RÜCKSCHLÄGE IN REZESSIONSPHASEN



Zinsen wieder senken können. Ein Rückgang aufgrund von Basiseffekten und etwas Entspannung bei den Energiepreisen ist realistisch, aber eine Normalisierung der Inflation auf Prä-Covid-Zustände innerhalb der nächsten zwei Jahre halten wir für unwahrscheinlich: Die im Inflationkorb hochgewichteten Mieten steigen. Aufgrund der Hitzeperiode und Dürre in weiten Teilen der Welt bleibt die Nahrungsmittelinflation angespannt und höhere Löhne werden wo immer möglich auf die Preise überwälzt. Deshalb wird es zunehmend unwahrscheinlicher, dass die Zentralbanken in absehbarer Zeit die Zinsen bereits wieder senken.

### Kredit- vs. Zinsrisiken

Wir erachten es als verfrüht, die Duration in den Portfolios zu erhöhen. Dennoch haben Anleihen mit den Renditeanstiegen etwas an Attraktivität gewonnen. Nicht nur der Zins ist gestiegen, sondern auch die Kreditaufschläge sind von den Tiefstständen 2021 auf das langjährige Mittel angestiegen. Damit rentieren hochverzinsliche Anleihen im USD-Raum rund 7.5% und werden somit zu einer Alternative zu Aktien, deren Gewinnschätzungen immer noch hoch erscheinen angesichts der sich abschwächenden Wirtschaft. Wir präferieren aktuell Kreditrisiken gegenüber den Zinsrisiken.

### Europa und China mit Bewertungsabschlag

Bei Aktien sind wir weiterhin untergewichtet. Eine deutliche Erhöhung der Aktienquote drängt sich u.E. erst auf, wenn ein Ende der Leitzinserhöhungen absehbar ist (USA), die Energiepreise deutlich korrigieren (Europa), der USD schwach wird (Schwellenländer) oder die Bewertungen generell unterschossen. Letzteres wäre in China und in Europa der Fall. Aber angesichts der geopolitischen Herausforderungen warten wir noch zu. Je näher der Winter

rückt, desto stärker dürfte der Druck auf die europäische Politik werden, auf einen Waffenstillstand in der Ukraine zu drängen. Da dies aber kaum ohne Gesichtsverlust vonstattengehen wird, ist eine klare politische Mehrheit alles andere als sicher. Wir bleiben darum in Europa untergewichtet.

### Erholungsrally in einem Bärenmarkt

Neben Energieaktien (siehe Seite 6) bevorzugen wir auf Sektorebene nach wie vor Gesundheit. Die grossen Pharmafirmen haben in der Korrektur dank dem defensiven Charakter mehrheitlich gut abgeschnitten. Mit der Korrektur in der 1. Jahreshälfte erscheinen uns auch die Bewertungen bei Qualitäts- und Wachstumsunternehmen (auch ausserhalb von Gesundheit) vernünftiger. Mit einer leichten Entspannung bei den Inflationzahlen dürfte die aktuelle Erholung noch etwas anhalten. Im zyklischen Bereich haben insbesondere Nebenwerte stark korrigiert. Die steigenden Kosten sind eine grosse Herausforderung. Dennoch wurden einige Segmente übermässig abgestraft. Wer sich langfristig in diesem Thema engagieren möchte, für den bietet sich auf den aktuellen Levels erste Zukaufsmöglichkeiten. In Summe sehen wir aber das die aktuelle Erholungsrally an den Märkten als eine Gegenbewegung in einem Bärenmarkt, der noch nicht abgeschlossen ist, und halten an der defensiven Ausrichtung fest.



Patrick Erne  
Leiter Research

KURZ  
NOTIERT

## Wie diversifizieren?

Im 1. Halbjahr 2022 haben Aktien und Anleihen ähnlich korrigiert. Bis Mitte Jahr notierte ein 50% Aktien / 50% Obligationen-Portfolio in etwa wie ein 100%-Aktien-Depot. Wo findet sich heute noch Diversifikation? Drei konkrete Möglichkeiten, die viele oft zu wenig beachten:

#### 1. Alternative Anlagen beimischen:

Im 1. Halbjahr 2022 erzielten bspw. aktive Macro- oder Trendfolge-Strategien positive Performancebeiträge. Sie konnten u.a. von steigenden Zinsen und Rohstoffen profitieren. Noch immer erachten wir eine Beimischung als attraktiv.

#### 2. Illiquide Anlagen:

Bei illiquiden Anlagen sind vielfach keine täglichen Bewertungen verfügbar und sie stabilisieren ein Anlageportfolio. Infrastruktur und Farmland sind zwei attraktive Kategorien, in denen es im aktuellen Umfeld interessante Lösungen gibt.

#### 3. Integrale Planung:

Es ist essentiell, ob ein Kurseinbruch in einer Anlage realisiert werden muss, da man Geld benötigt, oder ob man die Baisse aussitzen kann. Daher sind stets Handlungsoptionen einzuplanen – das hilft zudem, Steuervorteile zu nutzen.

Gerne besprechen wir diese und weitere Möglichkeiten im persönlichen Gespräch. Rufen Sie uns an.

# Energie – ein Dekadenthema

## Von der Vision «Green Deal» zur Energiesicherheit

**Europa wollte der erste klimaneutrale Kontinent werden und bis 2050 keine Nettotreibhausgase mehr ausstossen. Das Blatt hat sich gewendet. Energiesicherheit ist das dominierende Thema und dürfte Politik und Gesellschaft noch auf Jahre hinaus beschäftigen.**

### Zu tiefe Gewichtung im Index

Die Nachfrage nach Energie wächst, insbesondere in Schwellenländern. Kurz- bis mittelfristig geht es um Zugang zu fossilen Ressourcen wie Öl und Gas, mittel- bis längerfristig um den Ausbau der erneuerbaren Energien. Umso erstaunlicher ist es, welches Gewicht Energiefirmen heute im Weltaktienmarktindex einnehmen. Gerade einmal 5%. Demgegenüber steht der Technologiesektor, welcher aktuell 22% Gewichtung erhält. Rückblickend gab es einige Argumente, die ein so tiefes Gewicht rechtfertigten. Russland schätzten viele als einen zuverlässigen Energielieferanten ein, Investitionen flossen primär in andere Bereiche mit höheren Wachstumsraten und mit zunehmendem Klimabewusstsein verbannten viele institutionelle Anleger fossile Energiefirmen aus ihren Portfolios. Einem aktiven und zukunftsgerichteten Investor erscheint die aktuell tiefe Gewichtung für die nächsten Jahre nicht schlüssig.

### Chancen für die Energiewende

Für kotierte Energiefirmen sprechen neben der günstigen Bewertung u.a. die hohen laufenden Ausschüttungen (Dividenden und Aktienrückkaufprogramme). Die Cashflows der Firmen scheinen auf die nächsten Jahre gesichert, da das Angebot kaum ausgeweitet werden kann. Alternativen wie Nuklearenergie sind (noch) nicht politisch mehrheitsfähig und andere zukunftssträchtige Technologien zu wenig ausgereift. Mittel- bis längerfristig dürften die grossen Energiefirmen auch im erneuerbaren Bereich zu dominanten Playern heranwachsen. Bis es so weit ist,

empfehlen wir, auch gezielt in erneuerbare Energien zu investieren. Zulieferer profitieren von gefüllten Auftragsbüchern. Insbesondere Firmen, die sich auf Energieeffizienz fokussieren, dürften gefragt sein (z.B. Gebäudetechnik, Klimasteuerung etc.).

### Finanzierung der Infrastruktur

Für langfristig orientierte Anleger empfehlen wir eine Allokation in spezialisierte Infrastrukturanlagen. Der Ausbau und die Modernisierung der Infrastruktur im Energiebereich benötigen riesige Beträge, die kaum ein Staat allein finanzieren kann – und daher auf externe Investoren angewiesen ist. Diesen winkt im Gegenzug ein langfristiger, vertraglich gesicherter Ertrag, welcher in vielen Fällen auch an die Inflation angepasst wird.






### Regionale und individuelle Präferenzen

Der Zugang zu Energie wird immer stärker zu einem Wettbewerbsfaktor. Europa ist hier in den nächsten Jahren klar im Nachteil. Die hohe Energieabhängigkeit könnte zum Standortnachteil werden. Energiesicherheit wird somit auch ein wichtiger Faktor für die regionale Asset Allokation und spielt nicht nur bei der Titelauswahl eine Rolle. Besonders wichtig bei Anlagen im Energiesektor sind die persönlichen Nachhaltigkeitspräferenzen. Hier kann man bei der Titelauswahl einen klaren Fokus legen. Gerne stimmen wir unsere besten Anlageideen im Energiebereich auf Ihre individuellen Bedürfnisse ab.



**Silvan Betschart**  
Research,  
Leiter Anlagepolitik

### Chancen entlang der Wertschöpfungskette

	 <b>kritische Rohstoffe</b>	 <b>Energieeffizienz und -management</b>	 <b>Alternative Energien</b>	 <b>Ölproduzenten</b>	 <b>Infrastrukturanlagen</b>
Warum	Schlüsselrolle in der Energiewende	Technik für Effizienzsteigerung	Steigende Nachfrage und staatliche Anreizstrukturen	Angebot kann kurzfristig nicht ausgeweitet werden, steigende Nachfrage	attraktive, private Investitionen in Transport, Fernwärme oder Wind-/Wasserkraft
Chancen	Kapazitätsengpässe wirken preistreibend	attraktive Nischen mit strukturellem Wachstum	hohes Wachstum und politisch gestützt; guter CO <sub>2</sub> -Abdruck	hohe laufende Ausschüttungen und attraktive Bewertung	Realwerte mit politischem Rückenwind & stabilen Cashflows
Risiken	teilweise konjunktursensitiv oder in politisch instabilen Ländern	oft teuer bewertet oder nicht in Reinform zu finden	Zuverlässigkeit (Dunkelflaute); Skalierbarkeit	Potentielle Zusatzsteuern; Energieumbau und tiefe Ölpreise	Zinssensitivität, Regulierung

# Inflation bewegt das Zinsgefüge

Was bedeutet das für Sie?

**Die Schweizerische Nationalbank hat erstmals seit 15 Jahren im Juni ihren Leitzins erhöht und Negativzinsen gehören bald der Vergangenheit an. Ein Blick auf verschiedene Zinsszenarien und deren Auswirkungen lohnt sich.**

## Wo werden sich die Zinsen einpendeln?

Im historischen Vergleich bewegen wir uns auf sehr tiefen Zinsniveaus, sowohl bei den Leit- wie auch bei den 10-Jahres-Zinsen. Noch markanter ist der reale Vergleich, wenn man die Zinsen um die Inflationsraten bereinigt. Realer Werterhalt ist für Nominalwertanlage in weiter Ferne.

Daten per 24.8.2022	CHF	EUR (DE)	USD
Leitzins	-0.25%	0.5%	2.5%
10-Jahres-Zins	0.7%	1.3%	3.0%
langfristiger Ø	1.9%	3.7%	6.1%
Inflation	3.4%	8.9%	8.5%
Realrendite aktuell	-2.7%	-7.6%	-5.5%

Auch wenn ein Teil der aktuellen Inflation transitorischer Natur ist, spricht vieles dafür, dass sich die Inflation auch über die nächsten Jahre auf einem überdurchschnittlichen Stand hält. Pendelt sich die Inflation in der Schweiz bspw. bei 2% ein, wären im historischen Kontext Langfristzinsen von 3–4% zu erwarten. Rechnet man mit 1–2% positiver Realverzinsung als faire Entschädigung für die Inflations- und Laufzeitriskien, dann würden sich die Leitzinsen wohl leicht darunter im Bereich von 2–3% einpendeln.

## Wie beeinflussen höhere Zinsen die Bewertungen?

Der Zins spielt eine zentrale Rolle bei der Bewertung von Finanzanlagen. Über den Diskontierungssatz werden die zukünftigen Cashflows aller Arten von Anlagen abdiskontiert und so der «faire» rechnerische Wert ermittelt. Je tiefer der Diskontierungssatz, desto höher die abdiskontierte, zukünftigen Cashflows und somit die aktuelle Bewertung – und vice versa. Allerdings baut der Diskontierungssatz oft auf verschiedene Faktoren, wie bspw. der Struktur der Finanzierungsseite bzw. Fälligkeiten etc.

## Was bedeuten höhere Zinsen für Immobilienanlagen?

Immobilieninvestoren konnten sich u.a. aufgrund sinkender Diskontierungssätze lange Zeit über Aufwertungsgewinne freuen und Immobilienfonds handelten oft zu Prämien im Vergleich zum inneren Wert. Mit der Zinswende haben diese Prämien korrigiert. Demgegenüber wurden die

Diskontierungssätze für die Bewertungen bei Immobiliengesellschaften noch kaum angepasst. Die Sensitivitätsanalyse einer Schweizer Gesellschaft zeigt: Der durchschnittliche Diskontierungssatz lag per Mitte 2022 bei 3.6%. Ein Anstieg um +0.4% würde den fairen Wert der Liegenschaften mit gut -12% belasten. Der Blick zurück belegt, dass der Satz auch schon höher war – Ende 2010 bspw. bei knapp 5%. Umso zentraler ist es, bei den Immobiliengesellschaften auch die jeweilige Fälligkeitsstruktur der Schulden zu durchleuchten – da gibt es auch positive Effekte.

## Hypotheken jetzt längerfristig anbinden?

Für eine 10-jährige Festhypothek in der Schweiz ist aktuell mit Zinskosten von rund 2% zu rechnen. Jene einer Saron-Hypothek liegen bei 0.8%. Eingangs unterlegen wir einen «theoretischen» 10-Jahres-Zins von 3% (aktuell 0.5%) und erwarten die Leitzinsen bei 2%. Eine Hypothek würde sich in diesem Szenario auf 4.5% für 10 Jahre respektive für Saron-Hypotheken auf 2.8% verteuern. Auf eine Hypothekarschuld von CHF 1 Million wären das rund CHF 20'000–25'000 an zusätzlichen Zinskosten pro Jahr. Deshalb ist die zentrale Frage jene der Tragbarkeit und Risikofähigkeit. Stellen die potentiell zusätzlichen Zinskosten kein Problem dar, dann macht eine Geldmarkthypothek in der Regel mehr Sinn. Wer aber diese zusätzlichen Zinskosten nicht tragen könnte, sollte die Zinsen anbinden. Das bringt zwar in der kurzen Frist entsprechend Mehrkosten im Vergleich zum schwankenden Geldmarktsatz, reduziert aber das Risiko der Finanzierung.

## Was gilt es zu tun?

Wie hoch die Zinsen ansteigen werden, ist von verschiedensten Faktoren abhängig. Wichtig ist daher, sich auf mögliche Szenarien vorzubereiten und die jeweiligen Effekte auf die persönliche Finanzplanung abzuschätzen. Vielfach können auch alternative Finanzierungsmöglichkeiten die Handlungsoptionen erhöhen. Gerne unterstützen wir Sie in diesen Fragen.



Tobias Pfrunder  
Kunden, Partner

# Ruhig, bedacht – mit Blick auf Chancen



Dr. Matthias Ramser, CIO, im Gespräch

## Das Jahr war so weit für die Anleger sehr herausfordernd. Was war speziell aussergewöhnlich?

Pandemiebedingte Lieferengpässe, aber auch aufgestaute Nachfrage haben bereits zu Beginn des Jahres die Güterpreise ansteigen lassen. Mit den Folgen des Kriegs in der Ukraine mussten die Zentralbanken dann einsehen, dass der Inflationsdruck persistenter als lange erwartet bleibt. Die Zinserhöhungen der Zentralbanken haben zu einer heftigen Bewertungskorrektur an den Aktienmärkten geführt. Kursrückgänge von 15–20% sind aber per se nicht aussergewöhnlich, wir beobachten diese durchschnittlich alle 2–3 Jahre. Aussergewöhnlich war aber, dass mit steigenden Zinsen auch Anleihen hoher Qualität deutlich an Wert verloren und damit auch Portfolios mit hohen Obligationenanteilen deutlich ins Minus gezogen haben. In den letzten 20 Jahren haben Obligationen gut diversifizieren können, diese Eigenschaft ist, wie von uns erwartet, verloren gegangen.

## In der Schweiz nähert sich die seit 2015 andauernde Ära der Negativzinsen dem Ende zu, global sind die Zinsen angestiegen. Macht es langsam Sinn, wieder Obligationen zu kaufen?

Ein Käufer von Anleihen muss immer beobachten, was ihm nach Abzug der Inflation bleibt, ob die Kaufkraft erhalten bleibt. Deshalb empfehlen wir, diese in Währungen wie dem CHF zu halten, wo der Inflationsdruck geringer ist. Bei Unternehmensanleihen

im High-Yield-Bereich sehen wir mit angestiegenen Risikoprämien selektiv Opportunitäten, wo wir schrittweise Positionen aufbauen. Generell empfehlen wir aber weiterhin, Diversifikation und Inflationsschutz via Alternative Anlagen in das Portfolio zu bringen. Diese Strategie hat im schwierigen 2022 bereits geholfen.

## Ihr Ausblick für Aktien bleibt also verhalten?

Bis Mitte Juni hat der Weltaktienindex MSCI etwa 20% verloren. In der Folge haben sich die Kurse erholt, da sich die Konjunktur gerade in den USA für den Moment als robuster als befürchtet präsentiert und die Halbjahresergebnisse vom Markt positiv aufgenommen wurden. Schon heute vom Ende des Bärenmarktes zu sprechen halten wir aber für verfrüht. Es muss sich noch zeigen, ob die Bekämpfung der Inflation den Zentralbanken ohne folgende scharfe Rezession gelingen wird.

## Wie reagieren Ihre Kunden auf die höheren Turbulenzen?

Sie – wie allgemein die Anleger an den Börsen – reagierten im 2022 meines Erachtens ruhig und bedacht. Die Krisen der letzten Jahre haben abgehärtet. Viele stellen die langfristige Entwicklung ins Zentrum und wissen, dass kurzfristig Schwankungen dazugehören. Im Treffen mit einer Kundin habe ich kürzlich eine mögliche «Redit-Strategie» besprochen. Sie überlegte sich, nur noch defensive, inlandorientierte Qualitätstitel aus der Schweiz zu halten. Sie hat sich dann

aber dagegen entschieden – es ist auch gefährlich, ausschliesslich auf die Risiken zu fokussieren und die sich bietenden Chancen auszublenden. Denn die gibt es durchaus.

## Wo beispielsweise ganz konkret?

Das Thema Energie, wie auf Seite 6 ausgeführt. Zudem sehe ich im Wachstumssegment und in einigen Schweizer Nebenwerten, die sehr stark abgestraft wurden, wieder attraktivere Bewertungen. Persönlich habe ich in den letzten Wochen Biotechnologieaktien gekauft, die einen attraktiven Zugang zu Wachstum und Innovation bieten.

## Agenda 3. Trimester

### «Marktausblick 2023»:

Unsere traditionellen Privatkundenanlässe finden in diesem Jahr wie folgt statt:

<b>Luzern:</b>	7. Nov., 17.30 Uhr
	21. Nov., 18.30 Uhr
<b>St. Gallen:</b>	17. Nov., 18.30 Uhr
<b>Zug:</b>	9. Nov., 18.30 Uhr
<b>Zürich:</b>	10. Nov., 17.30 Uhr
	15. Nov., 18.30 Uhr
<b>München (DE):</b>	23. Nov., 19.00 Uhr
<b>Essen (DE):</b>	28. Nov., 18.30 Uhr

Die Einladungen werden anfangs Oktober versendet.