



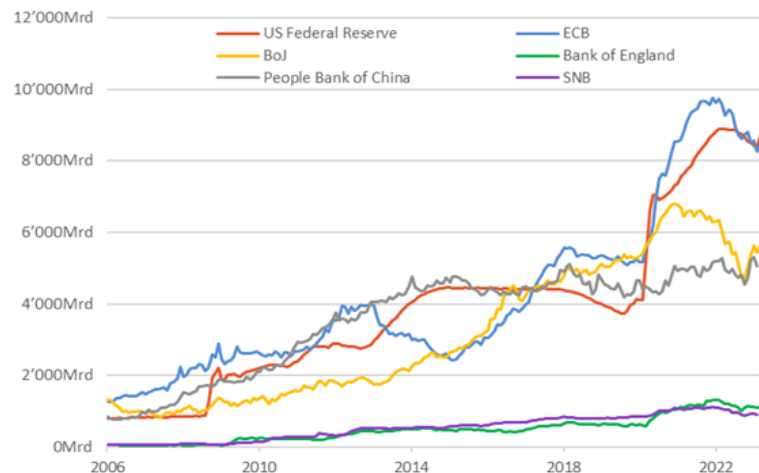
# Anlegerbrief

2. Quartal 2023

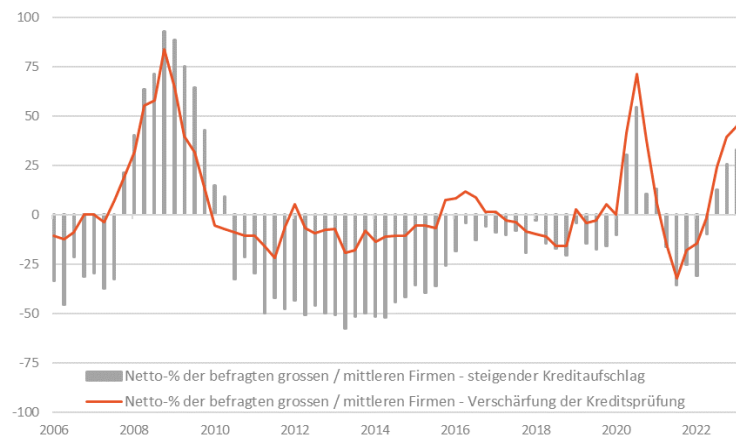
# Fokus: Quantitatives Tightening (QT) – Warten auf Godot?

Die Absicht und die dazu passende Rechtfertigungen sind klar, wie es weitergehen soll weniger

Bilanz ausgewählter Notenbanken (in USD)



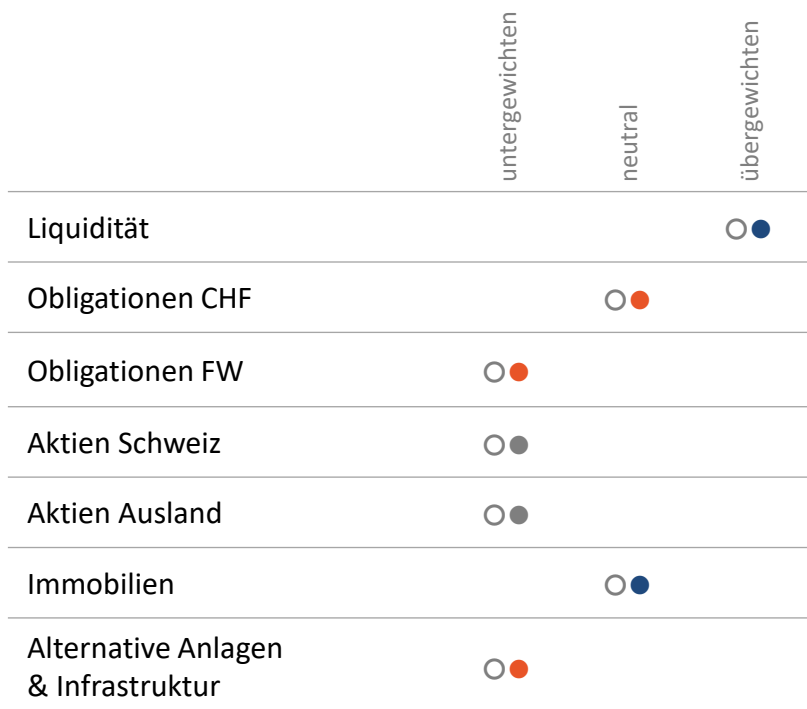
FED-Umfrage US Senior Loan Officers: Verschärfung Konditionen



- Lange war das Konzept des «Quantitative Easing» (QE, unkonventionelle Form der Ausweitung der Geldbasis) nur ein akademisches Gedankenexperiment. Die Bank of Japan implementierte QE als Vorreiter ab 2001. In den Jahren ab der globalen Finanzkrise wurde QE dann weltweit breit umgesetzt.
- Aus monetärer Sicht fand die grosszügig geschaffene Geldmenge ihren Weg in die Anlagemärkte und führte über ihre inflationäre Wirkung zu rekordhohen Bewertungen für Immobilien, Aktien, Obligationen, Private Equity etc. Aber auch für Kunst- und Sammlerobjekte schossen die Preise in die Höhe.
- Nach der letzten grossen Ausweitung der Geldmenge während der Corona-Pandemie stieg der Druck, die inzwischen gigantischen Bilanzen der Zentralbanken wieder zu verkleinern. Die FED und die EZB haben 2022 ihren Schrumpfungsprozess mit Vorsicht eingeleitet.
- China und Japan blieben in ihrer stagnierenden Wirtschaftsdynamik gefangen und folgten der Drosselung der Geldmenge (QT, «Quantitative Tightening») des Westens nicht.
- Die Rettung des englischen Pensionskassensystems im letzten Herbst und die neuerliche Bankenkrise stellen das eingeleitete QT bereits in Frage. Die Liquiditätsverknappung kombiniert mit massiven Leitzinserhöhungen (über-)strapazieren die Wirtschaft.
- Die erneute Unterstützung der Banken durch die Zentralbanken verschiebt die erwünschte Normalisierung der Notenbankbilanzen weiter in die Zukunft.

# Taktische Allokation

## Gewichtung



- Gewichtung der Vorperiode
- Aktuelle Gewichtung

## Keine gesunde Basis für die Finanzmärkte

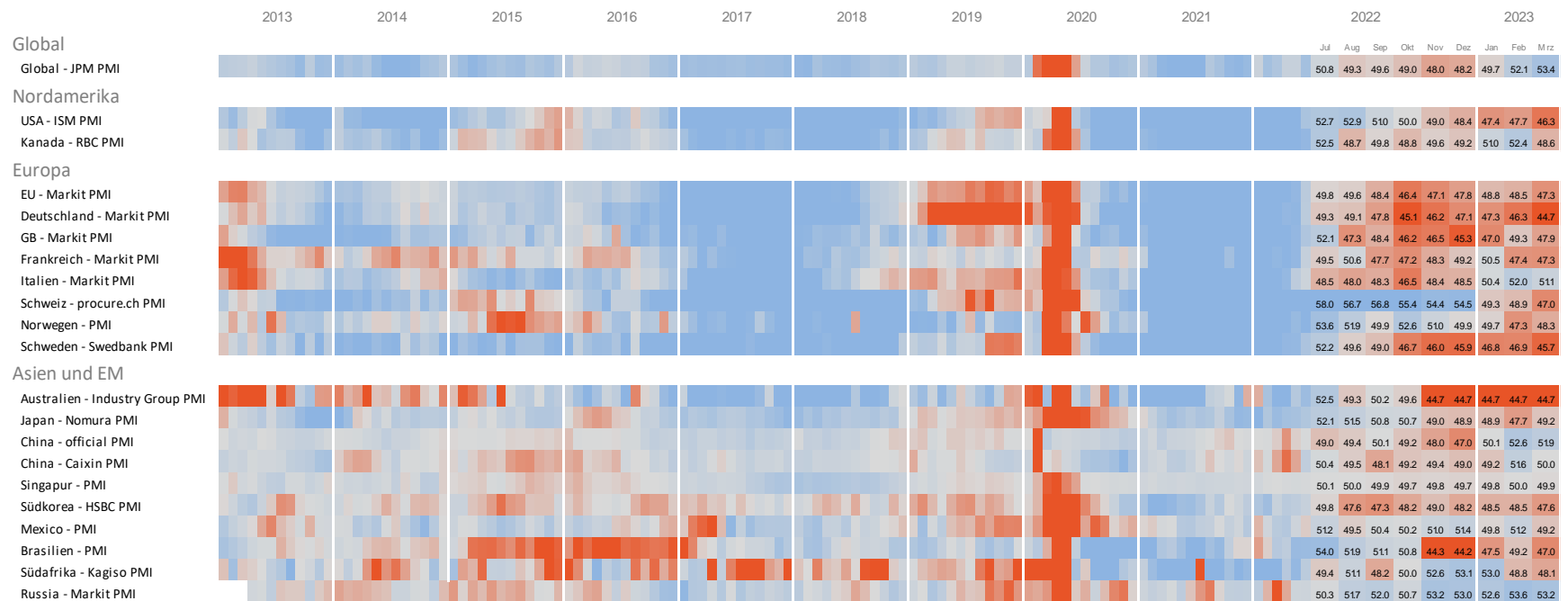
- Der Jahresauftakt ist mehr als gelungen. Dann mischen sich Inflationsbedenken und im März eine Bankenkrise ins Geschehen ein. Vertrauensverlust und die Rückkehr der Volatilität an den Märkten bilden keine gesunde Basis für die Finanzmärkte.
- Die Verunsicherung begünstigt Geldmarktanlagen mit mittlerweile anständiger Verzinsung. Anstatt Geld auf dem Konto zu halten (die Banken geben die positiven Geldmarktsätze nicht oder nur zögerlich weiter), investieren wir auch in kurzlaufende Anleihen mit attraktiveren Renditen.
- Die Zentralbanken halten ihren restriktiven Kurs bei. Obligationen sind wieder anlagefähig. Wir bleiben aber vor dem Ende des Zinserhöhungszyklus vorsichtig bei mittleren und langen Laufzeiten sowie tieferen Bonitäten.
- Bei Aktien sind die Gewinnschätzungen und Bewertungen immer noch zu hoch. In der aktuell unsicheren Phase bleiben wir untergewichtet und fokussieren auf Qualität und defensive Geschäftsmodelle.
- Die Bewertungsübertreibungen bei den Immobilien sind verschwunden. Steigende Diskontierungssätze erhöhen die Risiken, das höhere Mietzinspotenzial die Chancen. Wir schätzen Schweizer Immobilien als relativ stabil ein.
- Den Hebel bei alternativen Anlagen schätzen wir als gefährlich ein.

# Vorauslaufende Indikatoren

## Industrie Einkaufsmanager

Befragung von Einkäufern verschiedener Branchen auf derzeitige Aussichten: rot = Wirtschaft schrumpft / blau = Wirtschaft wächst

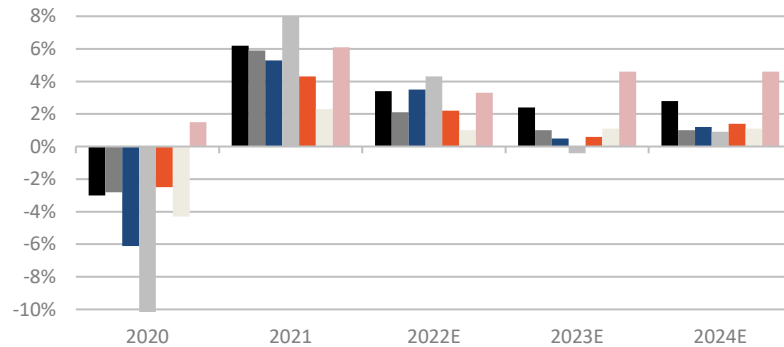
- Die Einkaufsmanager Indices in der Industrie befinden sich noch in einem Wechselbad der Gefühle.
- Auf der anderen Seite legen die PMIs für Dienstleistungen deutlich zu und liegen im Durchschnitt über der 50-Punkte-Linie.
- Generell haben die Stimmungsindikatoren von Konsumenten und Unternehmen im Vergleich zum Vorquartal zugelegt.



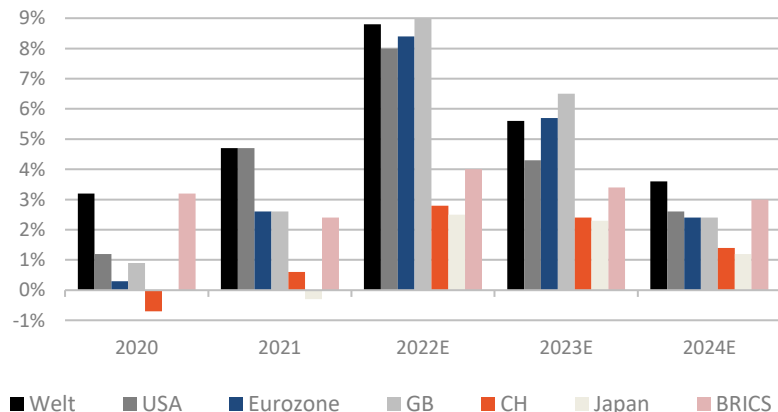
# Wachstum und Inflation

## Jährliche Veränderungen

### Wachstumserwartungen (E)



### Inflationserwartungen (E)



## Wachstum

- Die anfänglichen Rezessionsängste aufgrund der markant hohen Inflation sind abgeklungen. Die Wachstumserwartungen für 2023 wurden nach oben korrigiert und liegen bei den G20-Staaten nur noch für Argentinien, Russland und Grossbritannien im Minus. Allerdings wird die restriktive Geldpolitik ihre dämpfende Wirkung auf das Wachstum behalten.
- Als Wachstumslokomotive wird auf China gehofft. Nach der späten Aufhebung der Corona-Restriktionen wird mit Nachholeffekten beim privaten Konsum gerechnet, wie wir dies in der westlichen Welt gesehen haben.
- Dämpfende Wirkung auf die Konjunktur haben weiterhin Lieferkettenprobleme, der Ukraine-Krieg und möglicherweise die neuerliche Bankenkrise.

## Inflation

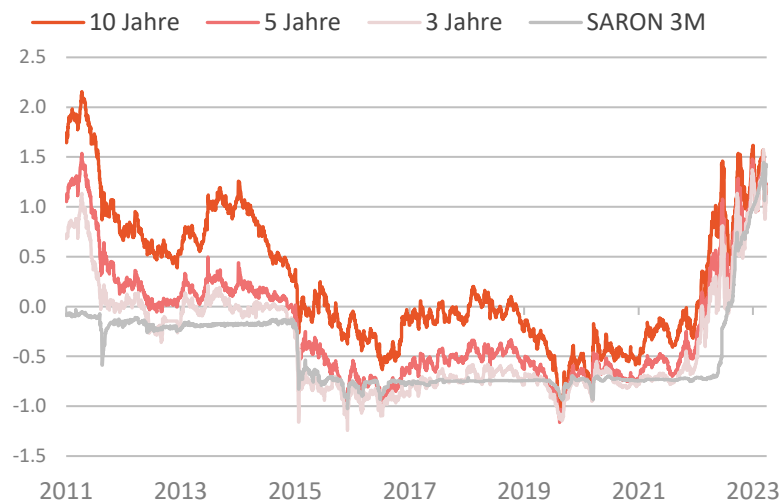
- Das Gegensteuern der Zentralbanken als Antwort auf den Inflationsschock vom letzten Jahr hat das Vertrauen der Konsumenten wieder hergestellt. Die Teuerungserwartungen für 2024 liegen für die westliche Welt um 2.5% oder darunter. Abgesehen vom laufenden Jahr wird also nicht mit einer dauerhaften Erhöhung des Preisniveaus gerechnet.
- Mit der aktuellen Bankenkrise vollbringen die Zentralbanken einen Balanceakt zwischen Finanzstabilität und Inflationbekämpfung. Ihr Fokus liegt zur Zeit auf der Preisstabilität.

# Obligationen

## Schweizer Franken

- Obligationen bleiben im Vergleich zu anderen Anlageklassen attraktiv. Die Bankenkrise hat die Risikoprämien in diesem Segment markant ansteigen lassen. Die Konjunkturrisiken und die Nervosität an den Märkten bleibt hoch, weshalb wir einen Fokus auf gute Schuldnerqualität legen.
- Der Untergang der Credit Suisse hat zu einem Ausfall ihrer nachrangigen Anleihen im Format «AT1» geführt. Erstmals in der Schweiz verlieren die Gläubiger via Notrecht ihren Einsatz obwohl noch genügend Eigenkapital zur Deckung vorhanden gewesen wäre.

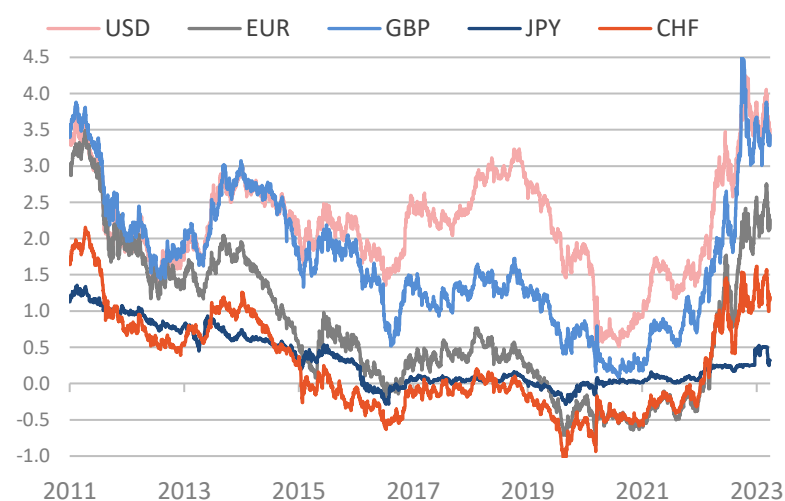
Zinstrend Eidgenossen



## Fremdwährungen

- Aufgrund der inversen Zinskurvenstruktur und fehlender Laufzeitenprämien bevorzugen wir kürzere Laufzeiten. Wenn sich der Zinserhöhungszyklus der Zentralbanken dem Ende zuneigt, werden die mittleren und längeren Laufzeiten wieder attraktiver.
- Die Bankenkrise hat zu einer starken Erhöhung der Volatilität an den Zinsmärkten geführt. Das aktuell tiefere Zinsniveau erachten wir als nicht nachhaltig und erwarten wieder leicht höhere Zinsen auch im Hinblick auf die Inflationenkämpfung der Zentralbanken.

Zinstrend 10j. Regierungsanleihen

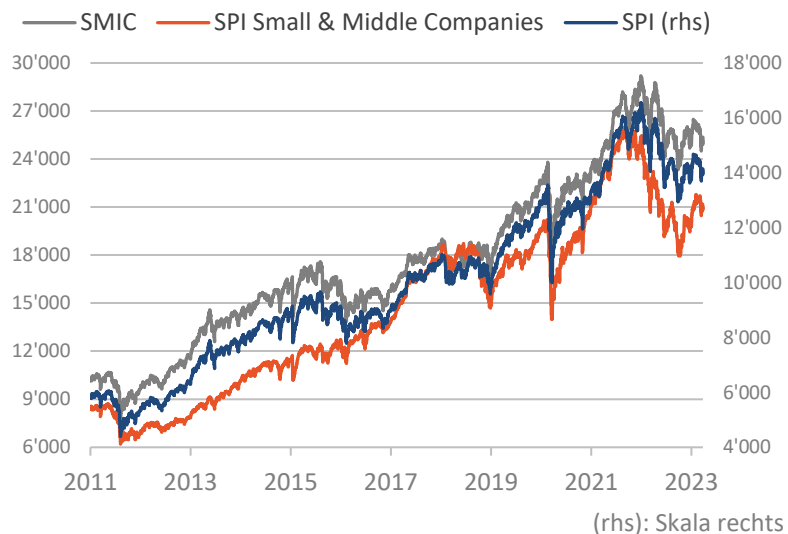


# Aktien

## Schweiz

- Die vom Bund verordnete Zwangsübernahme der CS durch die UBS verhinderte eine Finanzkrise. Der Schweizer Aktienmarkt übersteht das CS-Debakel erstaunlich gelassen.
- Die Jahresabschlüsse der Unternehmen zeigen, dass die Inflation zwar auf die Marge drückt, aber das wirtschaftliche Umfeld weiterhin dynamisch bleibt.
- Angesichts der gestiegenen Zinsen sind die Bewertungen eher hoch.
- In den aktuell unsicheren Zeiten streben wir eine eher defensive Ausrichtung ohne klare Ausprägung an.

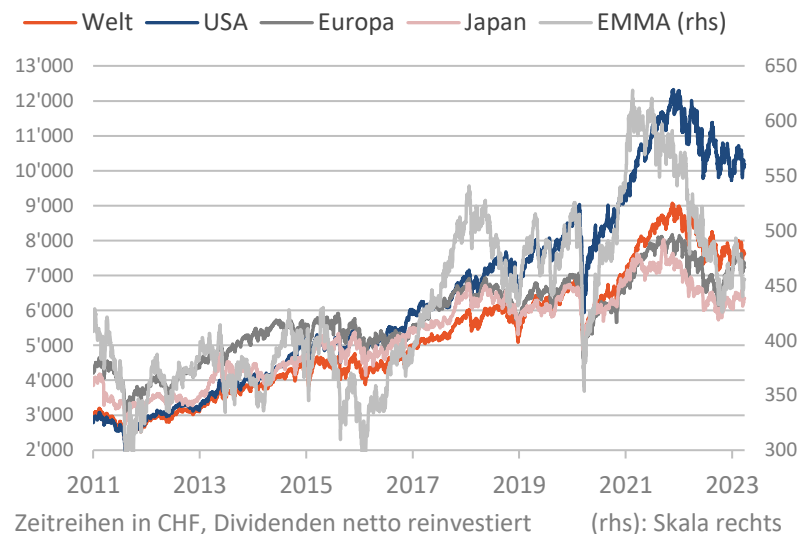
### Kurstrend Aktien Schweiz



## Ausland

- Das erste Quartal war von stark gegensätzlichen Meinungen zu Inflation und Rezession geprägt.
- Hoffnungen auf eine sanfte Landung, keinen weiteren Stress im Finanzmarkt und das Ausbleiben von Gewinnrevisionen, ordnen wir als sehr optimistisch ein.
- Die veränderte globale Zinsdynamik wirkt sich langsam auf die Wirtschaft aus. Schwachstellen in einzelnen Branchen kommen ans Licht und werden an den Märkten abgestraft.
- Die Abgeltung für Risiken bleibt weiter spärlich. Unser Fokus bleibt auf Qualitätstiteln.

### Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF

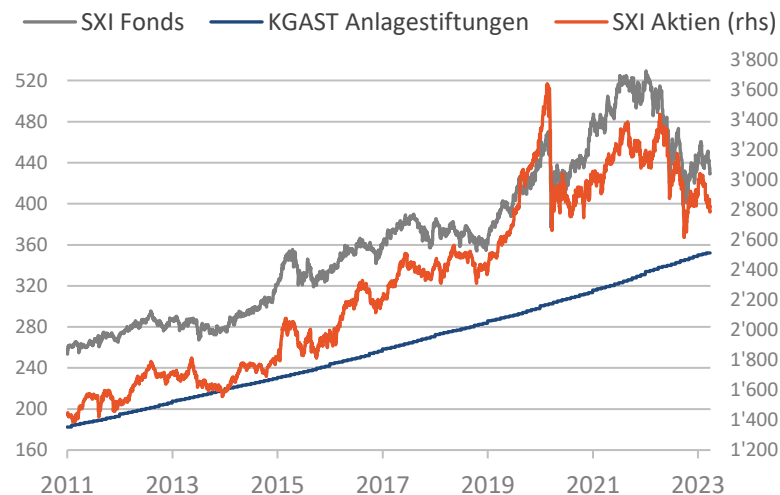


# Immobilien

## Fokus auf Schweizer Immobilien

- Die Übertreibungen auf der Bewertungsseite sind verschwunden. Immobilien-Fonds und v.a. -Aktien weisen z.T. grosse Abschläge auf.
- Die Zinswende bringt für Mieter und Eigentümer höhere Kosten. Tiefere Diskontsätze gehören der Vergangenheit an.
- Im Gegensatz zum Ausland erwarten wir in der Schweiz eine weiche «Landung». Der Schweizer Markt gilt aufgrund der Nettozuwanderung, der Wohnungsknappheit, der rückläufigen Bautätigkeit und einem eher geringen Zins- und Inflationsanstieg als robust.

### Kurstrend indirekte Immobilien Schweiz

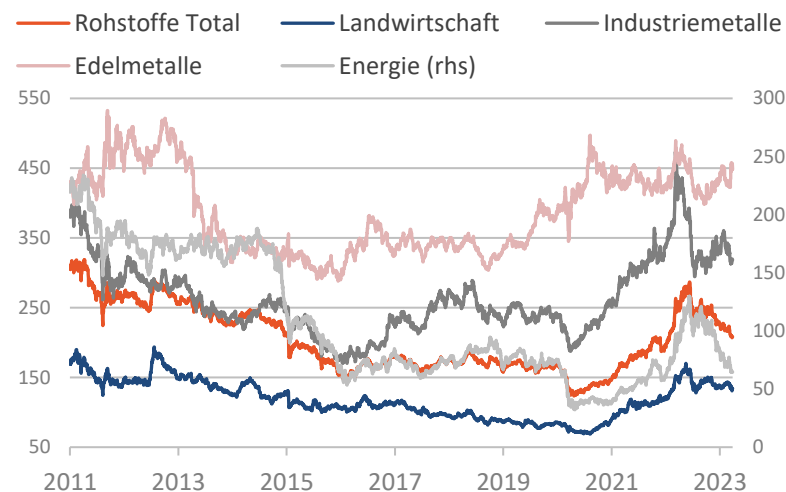


# Alternative Anlagen

## Hebel als Risiko

- Das Thema Hebel ist ein Risikofaktor. Um Renditeanforderungen zu befriedigen, wurde der Fremdfinanzierungsgrad in der Vergangenheit in vielen Gefässen markant erhöht. Die steigenden Zinsen sind nun zu einem Risiko geworden.
- Die dämpfende Wirkung der restriktiven Geldpolitik auf die Wirtschaft drückt auf die Rohstoffpreise. Einzig die Öffnung Chinas könnte die Preise wieder beleben.
- Kurzfristig konnte das Gold und Kryptowährungen von der Vertrauenskrise im Bankensektor profitieren. Wir sehen diese Bewegung aber nicht als nachhaltig an.

### Kurstrend Rohstoffe (DJ/UBS) in CHF



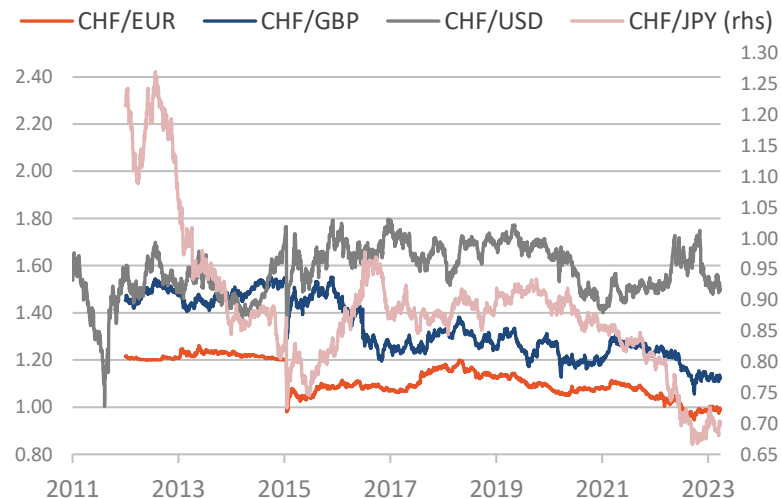


# Währungen

## Baldiges Ende der Zinserhöhungen in den USA

- Die zwischenzeitliche Schwächephase des CHF, ausgelöst durch den Untergang der Credit Suisse, ist vorüber. International schätzt man den Schweizer Franken wieder als sicherer Hafen ein.
- Der globale Zinsanstieg löst auch in Japan Umschichtungen von Anlagen aus. Die wiedergewonnene Attraktivität führt zu Repatriierungen von im Ausland angelegten Geldern. Wir rechnen mit einer Aufwertung des JPY.
- In den USA wird der Zinserhöhungszyklus bald erreicht werden. Der USD könnte entsprechend unter Druck geraten.

## Währungsentwicklung



(rhs): Skala rechts

# Fazit

## Gefährdete Finanzstabilität durch höhere Zinsen

- Der aktuelle Vertrauensverlust im Finanzsektor gefährdet die Finanzstabilität und die Wirtschaftsdynamik.
- Nach dreissig Jahren sinkender Zinsen erinnern sich die Marktteilnehmer nicht mehr an die Auswirkungen steigender Zinsen.
- Leicht verdientes Geld (über Kapitalgewinne) der Banken mit Zinsinstrumenten werden durch die schnell steigenden Zinsen ausgelöscht und verwandeln sich in Buchverluste. Abschreibungsbedarf steht an.
- Die Buchverluste bei den Banken haben Niveaus erreicht, die das Vertrauen der Kunden strapazieren. In der Folge ziehen diese Gelder ab und verschärfen das Problem via Liquiditätsengpässen.
- Im Gegensatz zu 2008 sind die Banken heute besser kapitalisiert und es würde ein Regelwerk zur Abwicklung von Problemfällen bestehen. Dennoch löst die Vertrauenskrise bei einigen Instituten eine Katastrophe aus. Die Schweiz bleibt nicht verschont. Das verlorene Vertrauen in die Credit Suisse löst deren Untergang aus.
- Wir schätzen die aktuelle Bankenkrise als beschränkt, den Finanzmarkt allerdings als nervös ein.
- Das Thema Refinanzierung könnte weitere Probleme aufwerfen.

# Disclaimer

## Haftungsausschluss

Die Angaben in diesem Dokument dienen lediglich der Information und stellen keine Anlageberatung dar. Die Daten werden ausschliesslich zum persönlichen Gebrauch sowie zu Informationszwecken bereitgestellt und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die VI VorsorgeInvest AG (VI) übernimmt keine Gewährleistung für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der publizierten Daten und schliesst jegliche Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art aus der Benutzung dieser Informationen aus. Die VI legt eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson nahe.

Die publizierten Informationen stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen allein aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide gefällt werden. Dieses Dokument ist kein Prospekt im Sinne von Artikel 652a resp. 1156 des schweizerischen Obligationenrechts oder Artikel 27 ff. des Kotierungsreglementes der SIX Swiss Exchange AG. Die Informationen wurde nicht im Sinne der von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse zusammengetragen und unterliegen daher nicht diesen Richtlinien.

Diese Informationen dürfen nicht an US-Personen nach Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 verteilt werden. US-Personen umfassen natürliche und juristische Personen, Unternehmen, Firmen, Kollektivgesellschaften und sonstige Gesellschaften, die nach amerikanischem Recht gegründet wurden.

## Performance

Die zukünftige Performance von Anlagevermögen lässt sich nicht aus der aufgezeigten Entwicklung ableiten. Der Wert und die Rendite von Anlagen können fallen und steigen. Sie werden durch die Marktvolatilität sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die VI garantiert keine Werterhaltung oder Wertsteigerung des investierten Kapitals. Die Wert- und Renditeentwicklung von Fonds berücksichtigt keine Kosten und Gebühren, die beim Kauf, Rückkauf und/oder Umtausch der Anteile anfallen.

## Quellenangaben

Die Daten basieren auf öffentlich zugänglichen Informationen und von Bloomberg Finance L.P. . Verwendete Grafiken und Bilder stammen von Shutterstock.com und von der VI VorsorgeInvest AG.



VI VorsorgeInvest AG  
Bahnhofstrasse 64  
8001 Zürich

T +41 44 215 51 67  
F +41 44 215 51 61

info@vivorsorge.ch  
www.vivorsorge.ch