

Anlagebericht IV. Q 2022

Dr. Giuseppe Benelli
Oktober 2022

www.benelli-consulting.ch

Wirtschaft

- **Das Ende einer Illusion**
- **Die Inflation ist der Preis für die Monetarisierung der Staatsschulden**
- **Steigende Zinssätze erhöhen das Risiko einer Schuldenkrise**
- **Ist Frankreich schlechter dran als Italien?**
- **Der Weg aus der Schuldenkrise: Unterschiede zwischen den USA und Europa**
 - Die US-amerikanische Geldbehörde hat das Problem erkannt
 - In Europa haben wir ein Problem
 - Dilemma für die EZB

Finanzmärkte

- **Die Finanzmärkte reagieren auf die Inflation**
- **Die Inflation entwertet die Vermögensanlagen**
- **Die Folgen der geldpolitischen Wende werden unterschätzt**
- **Aussichten**
- **Anleihe-Anlagen**
- **Aktienanlagen**
- **Alternative Anlagen**
- **Währungen: Starker USD und CHF, Vertrauensverlust gegenüber dem Euro**

Konkurrenzvergleich

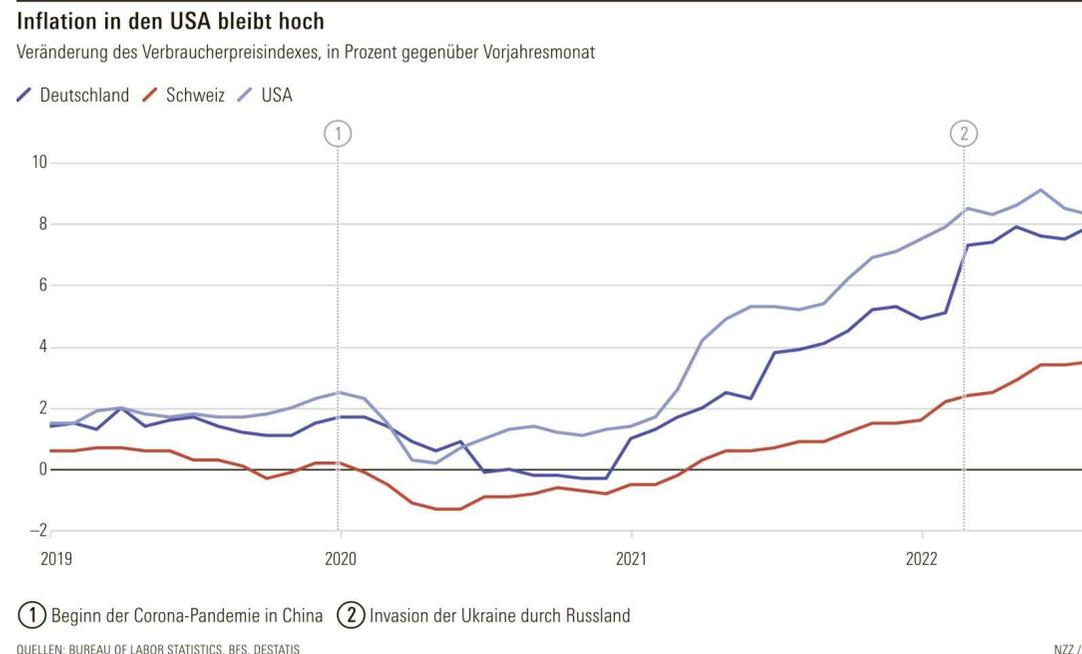
- **BofA-Umfrage September 2022**
- **Umfrage zeigt vollständige Kapitulation der Anleger vor Pessimismus**

Das Ende einer Illusion

Die Inflation ist der Preis für die Monetarisierung der Staatsschulden

Die grösste Illusion der letzten Jahre war wohl die Vorstellung, die Geldmenge könne beliebig ausgeweitet werden, ohne Inflation auszulösen. Dank des unbegrenzten Gelddrucks schien alles finanzierbar zu sein. Verschiedene staatliche Hilfsmassnahmen haben die Verschuldung rund um den Globus wachsen lassen. Da praktisch nirgends Steuern erhöht wurden, musste das Geld für diese staatlichen Interventionen letztlich von den Zentralbanken neu geschaffen werden. Eine Zeit lang führte die Geldschöpfung tatsächlich nicht zu Preissteigerungen, da das neue Geld ausschliesslich innerhalb des Finanzsystems zirkulierte.

Irgendwann jedoch fand es seinen Weg in die Realwirtschaft und von diesem Moment an begannen die Preise zu steigen. Damit verliert das neue Geld an Kaufkraft. Inflation und höhere Zinssätze sind die neue Realität und die Folgen des Versuchs, die Staatsschulden zu monetarisieren. Die Geldillusion ist nun vorbei und in einigen Ländern wird eine wirtschaftliche Rezession immer wahrscheinlicher.



NZZ / Ist.

Steigende Zinssätze erhöhen das Risiko einer Schuldenkrise

In den letzten 15 Jahren hat sich die öffentliche Verschuldung angesichts zahlreicher Krisen angehäuft, angefangen mit der globalen Finanzkrise von 2008, gefolgt von der Eurokrise und der Corona-Pandemie. Hinzu kommt nun ein Krieg auf europäischem Boden, dessen langfristige Folgen noch nicht absehbar sind.

Jedes Mal waren die Regierungen gezwungen, riesige Summen an Geld bereitzustellen. Niedrige oder sogar negative Zinssätze bedeuteten, dass das benötigte Geld praktisch zum Nulltarif verfügbar war. Das Versprechen, die zusätzlichen Schulden nach erfolgreicher Bekämpfung der Krise schnell zurückzuzahlen, wurde nicht eingehalten. Allein im ersten Jahr der Pandemie stieg die Staatsverschuldung in den Industrieländern von 104 % auf 123 % der Wirtschaftsleistung - ein Anstieg, der zuvor nur während der beiden Weltkriege zu verzeichnen war.

Ungute Entwicklung

Globale Staatsverschuldung und Zinszahlungen (in \$)



Steigende Zinssätze erhöhen das Risiko einer Schuldenkrise

Der Internationale Währungsfonds (IWF) rechnet nicht damit, dass die Schuldenquote der Industrieländer in naher Zukunft wieder das Vor-Pandemie-Niveau erreichen wird.

Die Inflation verteuert jedoch die Kreditaufnahme. Im Kampf gegen die Inflation werden die Zentralbanken die Zinssätze weiter anheben müssen. Das Ende der Niedrig- oder gar Negativzinsen ist also in Sicht und mit steigenden Zinsen wachsen auch die Schuldendienstkosten.

Die Ausweitung des staatlichen Einflusses wiederum hat ihren Preis. In einer Marktwirtschaft ist es völlig normal, dass hoch verschuldete Länder höhere Zinsen für ihre Schulden zahlen müssen als Länder mit einer soliden Finanzierung. Diese Tatsache wurde jedoch im Zusammenhang mit den niedrigen Zinssätzen vergessen und die anstehende Anpassung wird für einige Länder schmerzhaft sein.

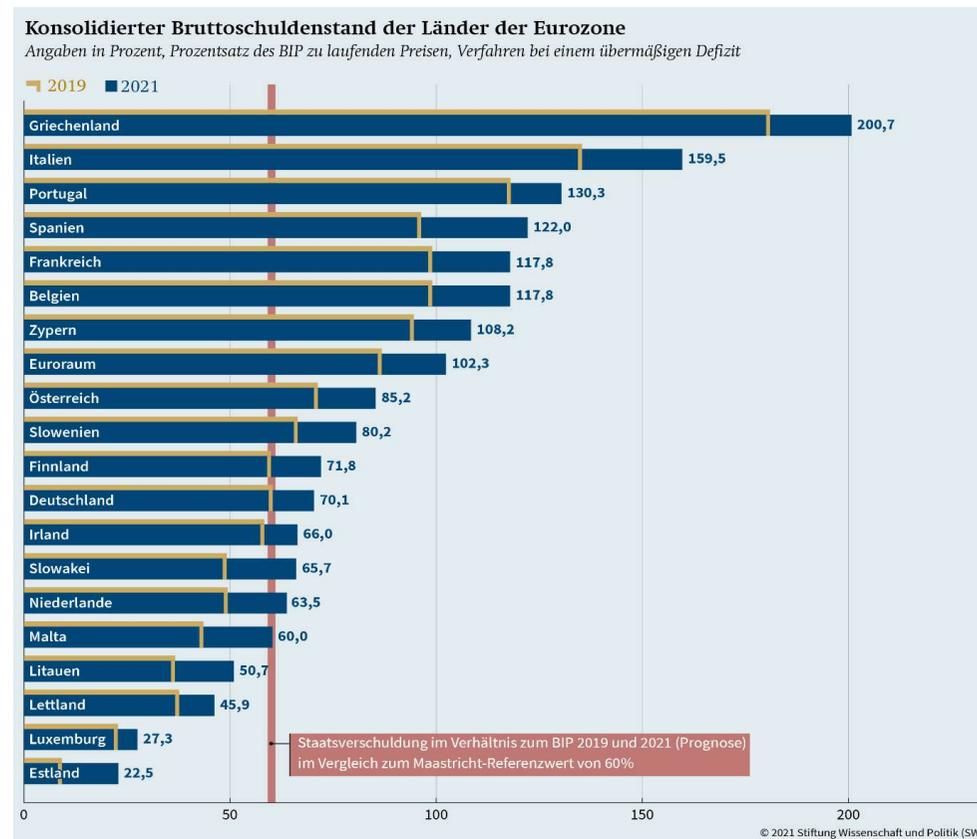
European Bond Yield Spreads, 10yr, 26/09/2022

Country	Yield	Spread*	Close†	Change‡
 Germany (0% 15 Feb 2032)	1.73	-	1.60	0.14
 France (0% 25 May 2032)	2.38	+65	2.20	0.18
 Belgium (0.35% 22 Jun 2032)	2.46	+73	2.28	0.18
 Italy (2.50% 01 Dec 2032)	4.23	+250	4.02	0.21
 Spain (2.55% 31 Oct 2032)	3.20	+146	3.02	0.17

* Spread To Benchmark † Day Close Yield Value (at 16:00 CEST) ‡ Daily Yield Change

Ist Frankreich schlechter dran als Italien?

Die Corona-Pandemie wurde auch als Vorwand benutzt, um die dringend notwendige Konsolidierung der öffentlichen Finanzen in den EU-Mitgliedstaaten zu verschieben. Die meisten EU-Länder sind weit entfernt von tragfähigen öffentlichen Finanzen. Reformen zur Ausgabenkürzung sind nun unerlässlich.



Ist Frankreich schlechter dran als Italien?

Das EU-Nachhaltigkeitsranking 2021 gibt einen umfassenden Überblick über die Gesamtbelastung durch die öffentliche Verschuldung. Neben der expliziten und sichtbaren Staatsverschuldung werden auch die absehbaren künftigen Defizite der öffentlichen Haushalte (implizite Verschuldung) berücksichtigt, die vor allem aus einem überproportionalen Anstieg der demografisch bedingten Ausgaben für Renten, Gesundheitsversorgung und Langzeitpflege resultieren, dem kein ausreichendes Einnahmenwachstum oder keine finanziellen Reserven gegenüberstehen. Nach dieser Berechnung stehen Länder wie Frankreich oder sogar Deutschland bedeutend schlechter da als Italien.

EU-Nachhaltigkeitsranking 2021

Nachhaltigkeitslücke in Prozent des jeweiligen BIP

		Explizite Schulden	+	Implizite Schulden	=	Nachhaltigkeitslücke 2021 (Gesamtschulden)
1	Griechenland	181		-355		-175
2	Estland	8		-85		-77
3	Kroatien	73		-121		-48
4	Portugal	117		-98		19
5	Dänemark	33		-4		29
6	Lettland	37		-6		31
7	Bulgarien	20		28		49
8	Litauen	36		20		56
9	Zypern	94		-5		89
10	Schweden	35		83		118
11	Italien	135		11		145
12	Deutschland	60		105		164
13	Spanien	96		102		198
14	Frankreich	98		113		210
15	Finnland	60		186		246
16	Österreich	71		182		252
17	Niederlande	49		225		274
18	Polen	46		245		291
19	Malta	42		285		327
20	Irland	57		299		356
21	Belgien	98		274		372
22	Tschechien	30		347		377
23	Ungarn	66		320		385
24	Slowenien	66		436		502
25	Luxemburg	22		495		517
26	Rumänien	35		653		688
27	Slowakei	48		674		722
Ø	EU-Durchschnitt	79		112		192

Quelle: Forschungszentrum Generationenverträge.

Der Weg aus der Schuldenkrise: Unterschiede zwischen den USA und Europa

Die US-amerikanische Geldbehörde hat das Problem erkannt

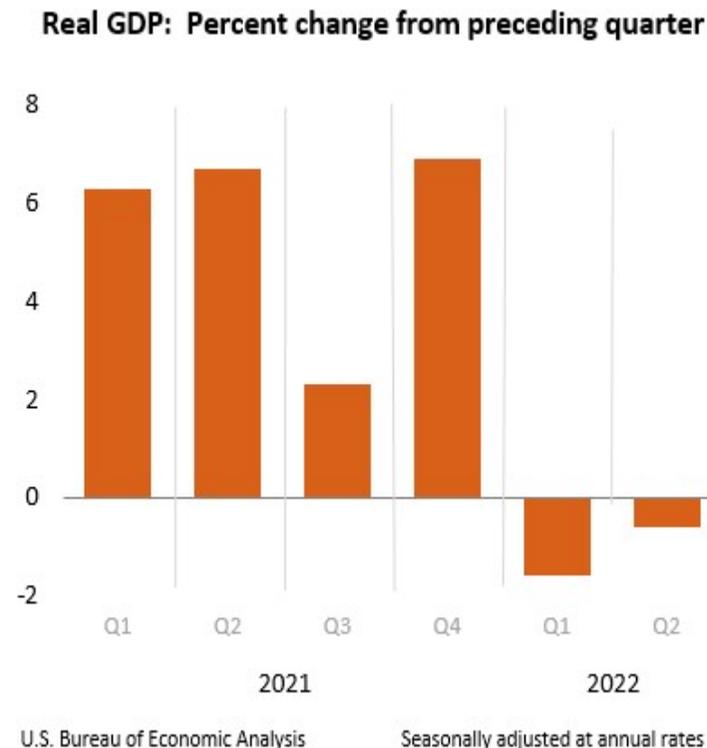
Angesichts der höchsten Inflation seit 40 Jahren hat die Fed mit der dritten Zinserhöhung um 75 Basispunkte das Zielband für die US-Leitzinsen auf 3 bis 3,25 Prozent angehoben. Darüber hinaus wird nun prognostiziert, dass der Leitzins im Jahr 2023 auf 4,6 Prozent steigen wird. Eine niedrige, stabile Inflation ist wichtig für die Wirtschaft und die Fed räumt ein, dass der Kampf gegen die Inflation zu einem Verlust von Arbeitsplätzen und zu Nachteilen für die Haushalte führen könnte.

Um die Preisstabilität wiederherzustellen, wird es erforderlich sein, den geldpolitischen Kurs für einige Zeit beizubehalten. Das Erreichen einer Zielinflationsrate von zwei Prozent ist nun wieder das übergeordnete Anliegen der Zentralbank, auch wenn Verbraucher und Unternehmen wirtschaftlichen Gegenwind spüren. Eine weitere Anhebung des Leitzinses auf der Oktober-Sitzung ist sehr wahrscheinlich. Trotz des positiven nominalen Wachstums könnten die hohen Inflationszahlen in den USA auch zu einer vorübergehenden technischen Rezession, gemessen am realen BIP, führen.

Der Weg aus der Schuldenkrise: Unterschiede zwischen den USA und Europa

Die US-amerikanische Geldbehörde hat das Problem erkannt

Mit der Zeit könnte die Inflation das Schuldenproblem der USA lindern. Um dies zu erreichen, wird die Fed versuchen, die Zinssätze unter dem Wirtschaftswachstum und der Inflation zu halten. Dadurch wird sich die Schuldenquote bzw. die Schuldenlast allmählich verringern. Die Zinsen werden zwar steigen, aber langsamer als die Preise, so dass die Realzinsen wahrscheinlich niedrig bleiben werden. Dies wäre zwar gut für die Unternehmen, die sich günstig refinanzieren und ihre Preise erhöhen können, aber schlecht für die Sparer, die weiterhin durch die sogenannte finanzielle Repression enteignet werden.



Der Weg aus der Schuldenkrise: Unterschiede zwischen den USA und Europa

In Europa haben wir ein Problem

Im Vergleich zur US-Notenbank hat die Europäische Zentralbank (EZB) viel zu lange damit gewartet, die Inflation ernst zu nehmen und zu bekämpfen. Sie hat sich in der Vergangenheit vor allem um günstige Finanzierungsbedingungen für die Mitgliedsländer der Währungsunion gekümmert und in den letzten Jahren mit neu geschaffenem Geld Staatsanleihen im Wert von insgesamt rund 4,3 Billionen Euro aufgekauft. Mit diesem Geld finanzierte die Zentralbank zeitweise die gesamte Nettoneuverschuldung der Mitgliedsstaaten und schützte sie vor marktgerechten Zinsen. Doch mit steigenden Inflationsraten geriet auch die EZB unter Druck. Nach langem Zögern kündigte sie im Sommer eine erste Anhebung der Leitzinsen an. Angesichts der Rekordinflation in der Eurozone musste die EZB im September erneut reagieren und die grösste Zinserhöhung der Geschichte (+ 0,75 Prozentpunkte) durchsetzen. Die EZB ist nun dem Trend der US-Notenbank gefolgt, wenn auch mit deutlicher Verzögerung.

Anziehende Inflationsraten in Verbindung mit der Beendigung der Staatsanleihekäufe und der Aussicht auf höhere Leitzinsen liessen die Zinsen an den Kapitalmärkten deutlich ansteigen. Gleichzeitig vergrösserten sich die Zinsdifferenzen gegenüber deutschen Staatsanleihen (Spreads) für die hoch verschuldeten Mitgliedsstaaten. In der Folge beschloss der EZB-Rat das sogenannte Transmission Protection Instrument (TPI), das der Zentralbank gezielte und unbegrenzte Anleihekäufe einzelner hochverschuldeter Länder ermöglicht. Es kann aktiviert werden, um einer ungerechtfertigten und ungeordneten Marktdynamik entgegenzuwirken, die ein ernsthaftes Risiko für die Transmission der Geldpolitik im gesamten Euro-Währungsgebiet darstellt. Auf diese Weise will die EZB eine Zinsfragmentierung des Euroraums, d. h. eine übermässige Streuung der Zinssätze, verhindern. Zur Begründung führt die Zentralbank an, dass die von den Anlegern geforderten Risikoprämien über das durch die Fundamentaldaten eines Landes gerechtfertigte Mass hinaus ansteigen könnten.

Der Weg aus der Schuldenkrise: Unterschiede zwischen den USA und Europa

In Europa haben wir ein Problem

Es bleibt jedoch unklar, wann Marktdynamiken ungerechtfertigt sind. So könnte das TPI zu einem neuen Geldautomaten werden und das falsche Signal senden, dass unsolide Finanzpolitik belohnt wird. Die EZB hat nur weiche Kriterien für den Einsatz des TPI gesetzt und solche Fehlanreize lenken den Euroraum immer stärker in Richtung einer Schuldenunion, die nur noch von der Solidität einiger weniger Staaten zusammengehalten wird. Die Verschuldung wird weiter steigen und die fiskalische Dominanz der PIIGS-Staaten (Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien) in Europa sich weiter erhöhen.



Der Weg aus der Schuldenkrise: Unterschiede zwischen den USA und Europa

Dilemma für die EZB

Die Staatsverschuldung belastet die Stabilität der Währungsunion und erschwert die Inflationsbekämpfung.

Für die EZB wird es schwierig sein, die Geldpolitik zu straffen, um die Inflation zu bekämpfen, und gleichzeitig das neue Kaufprogramm zur Stabilisierung der Spreads zu finanzieren. Das Dilemma wird immer grösser und Europa wird es schwerer fallen als den USA, aus dem Schuldenproblem herauszukommen. Die Politik wird weiterhin Druck auf die EZB ausüben, um zu verhindern, dass sich die Zinssätze oder die Spreads zwischen den Mitgliedsländern im Einklang mit dem Markt entwickeln. Aber man kann nicht gleichzeitig auf die Bremse treten, um die Inflation zu senken, und Gas geben, um eine Euro-Schuldenkrise zu verhindern.

Langfristig werden die Verzerrungen auf den Kapitalmärkten das Wirtschaftswachstum untergraben und bei steigenden Preisen zu einer Stagflation führen, d. h. zu einer Situation mit geringem Wirtschaftswachstum und hoher Arbeitslosigkeit bei gleichzeitiger Inflation. Auch Europa droht eine Rezession. Längerfristig werden die Wachstumsraten in Europa trotz steigender Inflation niedriger bleiben als in den USA



The Economist

Die Finanzmärkte reagieren auf die Inflation

Hohe Inflation, steigende Zinsen und Rezessionsängste haben die Volatilität an den Finanzmärkten erhöht. Anlagen sowohl in Aktien als auch in Anleihen mussten seit Anfang des Jahres Verluste verzeichnen. Die Hoffnung vieler Bankberater, dass sich die Kurse von Aktien und Anleihen in entgegengesetzte Richtungen entwickeln würden und eine Diversifikation in beiden Anlageklassen grosse Verluste verhindern würde, hat sich in der heutigen Konstellation erwartungsgemäss nicht erfüllt.

Die Inflation entwertet die Vermögensanlagen

Seit Jahren werden keine Sparzinsen mehr gezahlt und die steigende Inflation treibt den Realzins in den negativen Bereich. Das Vermögen wächst nicht nur nominal nicht mehr, sondern seine Kaufkraft nimmt sogar ab. Dadurch wird das angesparte Vermögen buchstäblich entwertet.

Wir müssen also andere reale Werte finden, mit denen wir unser Vermögen für die Zukunft erhalten können. Die reale Rendite von Anleihen (Zinssatz minus Inflation) bleibt negativ. Viele entscheiden sich für Immobilien oder Aktien. Aber selbst wenn Aktien langfristig rentabel sind, bleibt das Risiko eines kurzfristigen Verlusts erheblich.

Der eigentliche Wertverlust für die Sparer liegt in der Logik der Inflation. Sie zahlen für Staatsausgaben, die nicht durch Steuern finanziert wurden, und für die künstlich niedrigen Zinssätze, die die Zentralbanken dank der reichlich geschaffenen Liquidität in letzter Zeit durchgesetzt haben. Dies macht deutlich, wie wichtig Preisstabilität als wirtschaftliches Ziel ist. Sie schützt vor allem Kleinanleger vor erheblichen Verlusten. Ohne sie wird es für viele Menschen praktisch unmöglich sein, ihr Vermögen in Zukunft sicher anzulegen.

Die Inflation entwertet die Vermögensanlagen

Selbst in der Schweiz, wo die SNB ihren Leitzins wieder in den positiven Bereich anhebt, bleiben die Sparer de facto in einem Negativzinsregime gefangen. Bei einer Inflation von 3,5 Prozent und Sparzinsen nahe 0 Prozent schwindet die Kaufkraft der Ersparnisse schneller als je zuvor in den letzten 40 Jahren.

Grösster Verlust seit 40 Jahren

Reale, inflationsbereinigte Verzinsung des Sparkontos



Quelle: SNB, BfS

Die Folgen der geldpolitischen Wende werden nun wahrgenommen unterschätzt

Wir haben den Zentralbanken schon lange vorgeworfen, den starken Anstieg der Inflation verschlafen und fälschlicherweise nur für eine vorübergehende Erscheinung gehalten zu haben. Sie haben viel zu spät reagiert und auf einen Bremskurs umgestellt. Zuerst kündigten die Bank of England (BoE) und die US-Notenbank eine deutlichere Korrektur des geldpolitischen Kurses an. Viel später beschloss auch die EZB einen weiteren grösseren Zinsschritt, die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist Ende September nachgezogen. Die Wiederherstellung der Preisstabilität wird wohl noch einige Zeit einen restriktiven geldpolitischen Kurs erfordern. Angesichts der angeschlagenen Glaubwürdigkeit der Zentralbanken schienen die Anleger zunächst nicht von der Nachhaltigkeit des Kurswechsels überzeugt zu sein und die Reaktion der Märkte erfolgte mit Verzögerung. Wir glauben, dass die Anleger falsche Erwartungen haben, wenn sie beispielsweise bereits im nächsten Jahr auf eine Lockerung der geldpolitischen Bedingungen setzen.

Aussichten

Unseres Erachtens bleiben die Risiken aufgrund eines problematischen Szenarios mit anhaltender Kerninflation, weiteren Zinserhöhungen und einer möglichen Konjunkturabschwächung in den kommenden Jahren hoch. Die Unternehmensgewinne dürften bis 2023 um rund 10 % sinken. Der Hauptgrund für diese pessimistischeren Aussichten ist, dass das reale bzw. inflationsbereinigte Geldmengenwachstum in den USA und Europa inzwischen rückläufig ist, was die Unternehmensbilanzen, das Vertrauen der Unternehmen und die Investitionen belastet. Frühindikatoren für das Wirtschaftswachstum (wie Auftragseingänge, Konsum und die Aktivität am Immobilienmarkt) haben sich verschlechtert. Die Verflachung der Renditekurve in den USA ist ein weiteres Anzeichen für das Risiko einer Rezession. In den nächsten 12 - 18 Monaten ist damit zu rechnen, dass die Staatsausgaben und die Wirtschaftsleistung in den USA und den grossen Volkswirtschaften Europas zurückgehen und die Arbeitslosigkeit steigen wird. Durch die Straffung der Geldpolitik wird es zu einer globalen Wirtschaftsabschwächung kommen. Die Frage ist nur, wie gravierend sie ausfallen wird.

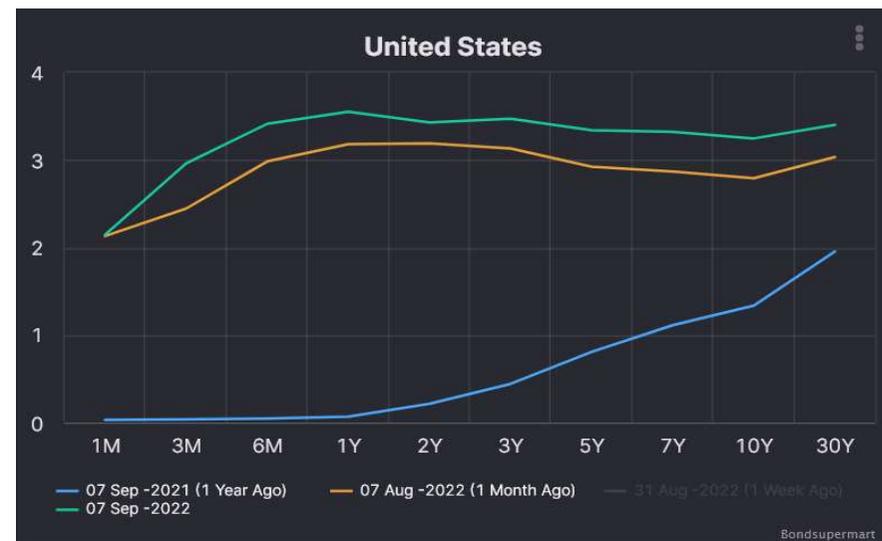
In Anbetracht der bevorstehenden Zinserhöhungen bleiben wir gegenüber traditionellen Obligationenanlagen negativ eingestellt. Was die Aussichten für die Aktienmärkte in diesem Jahr anbelangt, sind wir vorsichtig, obwohl die Realzinsen weiterhin negativ oder niedrig sind. Auch gibt es hier starke regionalen Unterschiede. Trotz der gegenwärtigen Unsicherheit an den Finanzmärkten bleiben Aktien auf längere Sicht, d. h. auf fünf bis zehn Jahre, attraktiver als Anleihen. Aufgrund der erhöhten Volatilität bleiben wir für Gold und Rohstoffe zuversichtlich. Der Schweizer Franken profitiert von der zunehmenden Unsicherheit.

Anleihe-Anlagen

Inflation und steigende Zinssätze machen Anlagen in Anleihen unattraktiv. Investitionen in traditionelle Anleihen sehen wir weiterhin negativ. Nur variabel verzinsliche Anleihen wie Floating Rate Notes (FRN) oder Insurance-Linked Securities (ILS) sind immun gegen Zinssteigerungen. Inflationsgeschützte Anleihen wie US-TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) erscheinen ebenfalls günstig, d. h. der Markt erwartet, dass die Inflation in den nächsten zwei Jahren unter 3 % liegen wird, was unseres Erachtens zu optimistisch ist. Die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen haben sich in letzter Zeit eingengt und sind angesichts der sich abzeichnenden Risiken einer Konjunkturabschwächung nicht attraktiv. Wir empfehlen eine Untergewichtung von Unternehmensanleihen, da sich die Kreditspreads in den nächsten 6 - 12 Monaten wahrscheinlich ausweiten werden.

Längerfristig (im Jahr 2023 und darüber hinaus) würde eine Rezession oder Wachstumsverlangsamung in den USA und eine Stagflation in Europa Staatsanleihen mit langen Laufzeiten für institutionelle Anleger wie Versicherungsgesellschaften attraktiver machen, die aufgrund ihrer Asset-Liability-Management-Politik nach Buy-and-Hold-Positionen mit einer Laufzeit von zwei bis drei Jahren suchen.

Government Bond Yield USA



Aktienanlagen

Was Aktien betrifft, bleiben wir zurückhaltend. Aufgrund der anstehenden Zinserhöhungen ist im besten Fall mit einer volatilen Seitwärtsbewegung zu rechnen. Ein Gewinnrückgang ist auf den aktuellen Niveaus noch nicht kapitalisiert und eine weitere Korrektur ist noch vor Ende dieses Jahres und Anfang 2023 möglich. Die jüngsten Tiefststände vom Juni könnten in den kommenden Monaten wieder erreicht werden.

Eine zu restriktive Liquiditätspolitik der Zentralbanken bleibt ein grosses Risiko für die Aktienmärkte. Sie würde einen Anstieg der inflationsbereinigten Realzinsen und eine weitere Inversion der Zinskurve nach sich ziehen. Tatsächlich haben Inflation und Zinssätze unterschiedliche Auswirkungen auf die Aktienbewertungen. Einerseits bedeuten steigende Zinssätze, dass künftige Unternehmensgewinne mit einem höheren Diskontsatz bewertet werden, was sich negativ auf die heutigen Aktienkurse auswirkt. Andererseits kann dieser Effekt durch die Inflation ausgeglichen werden, zumindest solange die Unternehmen ihre Preise anpassen und damit ihre Gewinne steigern können. Nur wenn der Zinsanstieg höher ist als die Inflation, d. h. wenn die Realzinsen steigen, überwiegt der negative Effekt, da der Anstieg der Realzinsen den Barwert der Aktien erodiert. Derzeit sind sie jedoch noch negativ und befinden sich auf einem historischen Tiefstand.



The Economist

Aktienanlagen

Was die Anlagetaktik anbelangt, so kann die Aktiengewichtung des Portfolios im Falle einer Markterholung verringert werden; es besteht aber auch die Möglichkeit, bei einem Marktrückgang in diesem und im nächsten Jahr Aktien hinzuzufügen. Es ist nicht ratsam, in Indexprodukte zu investieren, die den gesamten Markt abdecken. Stattdessen sollte man sich auf Sektoren und Unternehmen konzentrieren, die eine echte Chance haben, die Preise ihrer Produkte mit der Inflation zu erhöhen.

USA: nominal interest rate 1-year US Treasury bond, inflation rate, real interest rate



Alternative Anlagen

Während Inflation und Konjunktursorgen die Finanzmärkte beunruhigen, steigen auch die Energiepreise. Nur ein Ende der geopolitischen Krisen und/oder eine Erhöhung des Angebots der ölproduzierenden Länder, z. B. der OPEC, würden die Situation entspannen. Rohstoffe wie Öl und Gas bleiben volatil, aber längerfristig attraktiv. Mit den steigenden Zinsen verlieren Immobilienanlagen an Attraktivität.

Gold sorgt in diesen unsicheren Zeiten für Stabilität im Portfolio. Wenn Aktien und Anleihen gleichzeitig fallen, steigt die Nachfrage nach dem Edelmetall. Auch der Krieg in der Ukraine erhöht das Bedürfnis nach einem sicheren Hafen. Gold profitiert längerfristig von der Inflation und wird erst dann an Attraktivität verlieren, wenn die Realzinsen steigen.

Boom über 20 Jahre

**Schweizer Immobilienfonds:
Der Peak war 2021 erreicht.**



Quelle: Zürcher Kantonalbank, Bloomberg

Währungen: Starker USD und CHF, Vertrauensverlust gegenüber dem Euro

Die neue Anti-Inflationspolitik der US-Notenbank stützt den US-Dollar mit höheren Zinssätzen. Dagegen ist die EZB mit ihren Zinserhöhungen noch weit zurück, was gegen eine Erholung des Euro gegenüber dem Franken oder dem US-Dollar spricht. Neben den niedrigen Zinssätzen, der hohen Inflation und der Energiekrise belasten die Schuldenberge in Südeuropa die europäische Wirtschaft und den Euro.

Angesichts der zu erwartenden Stagflation in Europa ist es unwahrscheinlich, dass die Peripherieländer ihre Schuldenberge abbauen können. Anders als der Euro sind der Schweizer Franken und der US-Dollar sichere Häfen in unsicheren Zeiten.



The Economist

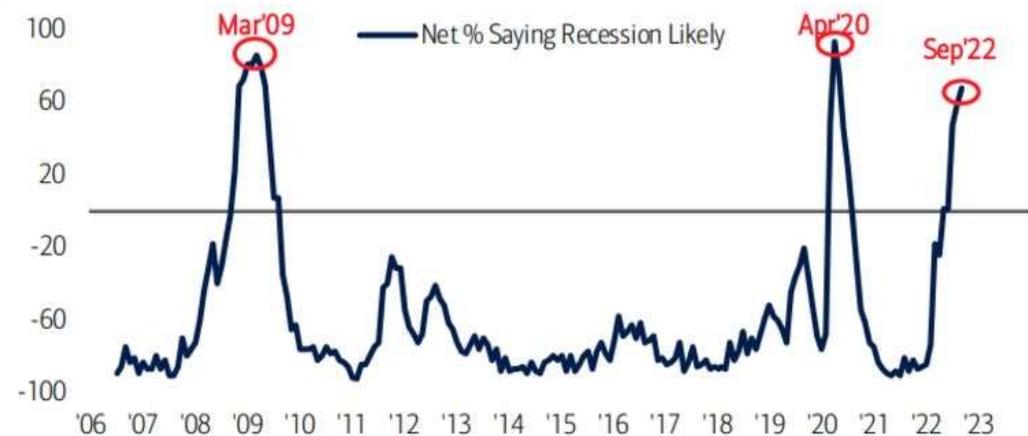
BofA-Umfrage September 2022

Die Umfrage zeigt vollständige Kapitulation der Anleger vor Pessimismus

Die Fondsmanagerumfrage vom 8. September umfasste 212 Teilnehmer mit einem verwalteten Vermögen von 616 Milliarden US-Dollar. Sie hat ergeben, dass die Anleger eine Rezession befürchten und aus Aktien flüchten. Demzufolge liegt die Aktienquote auf einem Rekordtief und die Liquidität auf einem Allzeithoch.

Ein historisch hoher Anteil von 52 % der Befragten gab an, dass sie Aktien untergewichten, während 62 % der Befragten Liquidität übergewichten. Da die Sorgen um die Wirtschaft eskalieren, hat die Zahl der Anleger, die eine Rezession erwarten, den höchsten Stand seit Mai 2020 erreicht. 42 % der Anleger weltweit sind in europäischen Aktien untergewichtet, was die grösste Position dieser Art in der Geschichte darstellt.

Chart 5: Recession odds still rising for FMS investors
Net % Saying Recession Likely



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

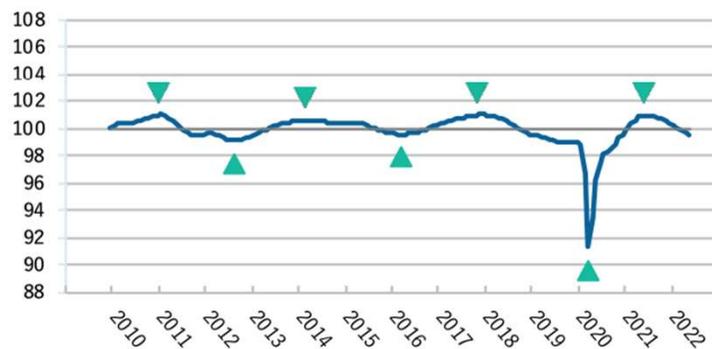
Die Umfrage zeigt vollständige Kapitulation der Anleger vor Pessimismus

Weitere Ergebnisse der September-Umfrage waren unter anderem folgende:

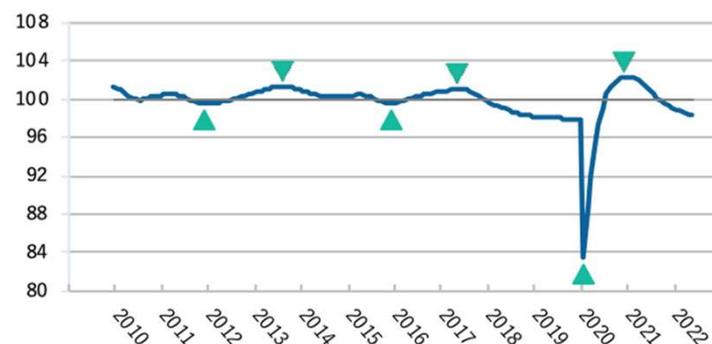
- Am stärksten vertreten sind Long-Positionen in US-Dollar, Öl und Rohstoffen, ESG-Anlagen, Wachstumswerte und Cash sowie Short-Positionen in US-Staatsanleihen.
- 79 % der Teilnehmer erwarten in den nächsten zwölf Monaten eine langsamere Inflation und 36 % sind der Meinung, dass die Fed die Zinsen im zweiten Quartal 2023 nicht mehr erhöhen wird.
- Ein grosser Anteil der Anleger ist der Ansicht, dass das monetäre Risiko bestehen bleibt.
- Fast 70 % der Teilnehmer glauben, dass die Energiekrise in Europa die regionale Wirtschaft in eine Rezession stürzen wird.

OECD Composite Leading Indicators 9 August 2022

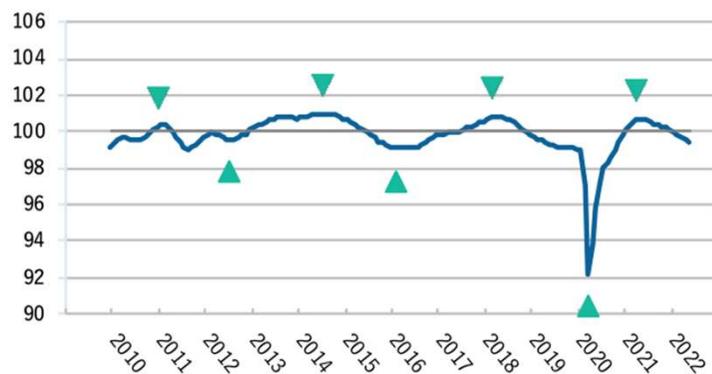
**OECD area:
Growth losing momentum**



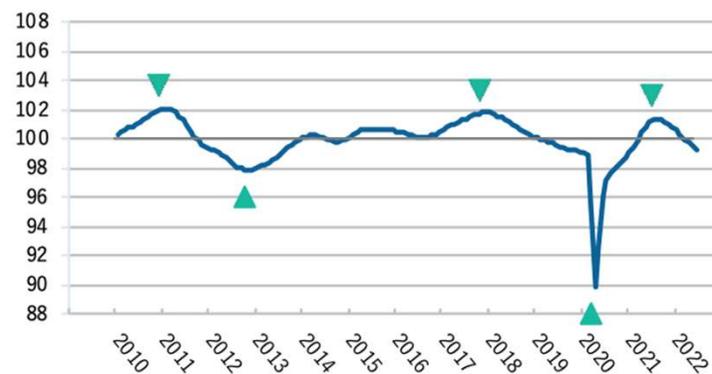
**China:
Signs of stabilising growth momentum**



**United States:
Growth losing momentum**



**Euro area:
Growth losing momentum**



Anhang 1

	Interest rates, %	
	3-month latest	10-years gov't bonds, latest
United States	3.628 (2.184)	3.50 (3.50)
Japan	-0.021 (-0.027)	nil (0.3)
Euro area	1.530 (0.500)	1.90 (1.60)
Switzerland	0.320 (-0.250)	1.20 (1.40)

() previous quarter

Der Inhalt dieser Ausarbeitung ist vertraulich und nur zur Nutzung durch den Adressaten bestimmt. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck – auch auszugsweise – bitten wir um Quellenangaben.

Einige Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten sind auf unserer Website unter der Rubrik "Current Topics" zu finden:

www.benelli-consulting.ch