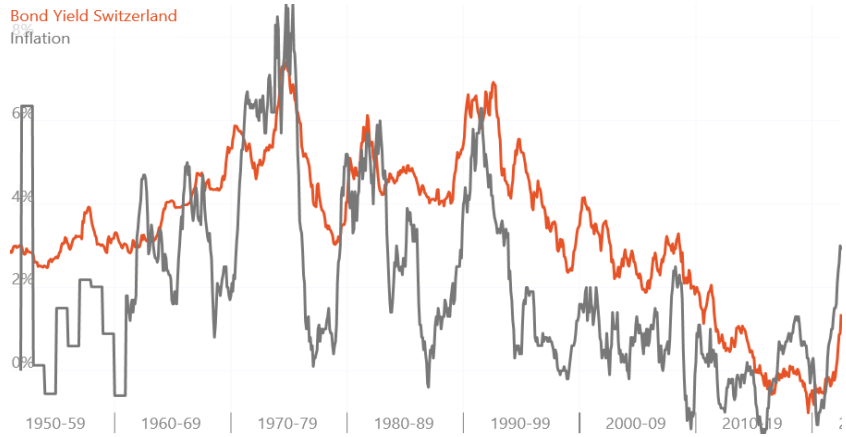
Anlegerbrief

3. Quartal 2022

Fokus: Neue Inflationsflughöhe

Gekommen, um zu bleiben

1950 - 2022



2006 - 2022

- Seit 2021 steigen die Preise und liegen in der Zwischenzeit markant über der mittelfristigen Zielsetzung der Notenbanken von 2%. In der ersten Teuerungsphase wurde die erhöhte Inflation auf höhere Rohstoffpreise und Lieferengpässe in der Nachpandemie-zeit zurückgeführt und als vorübergehendes Phänomen taxiert.
- Seit dem Ukrainekrieg hat der Preisanstieg an Breite gewonnen und wird bei den Lohnverhandlungen zunehmend berücksichtigt. Es droht eine Lohn-Preisspirale und dadurch eine Verstetigung des Inflationsmomentums.
- Die Notenbanken sind von einer Duldung der höheren Inflation zu einer aktiven Bekämpfung übergegangen. Nur Japan entzieht sich noch diesem Trend.
- Die Erfahrung der siebziger Jahre zeigt, dass eine zu hohe Inflation nur mit drastischen Zinserhöhungen bekämpft werden kann. Orientiert man sich an der Taylor-Rule, müssten die kurzfristigen Zinsen weltweit nochmals um rund 2% ansteigen, um die Ziel-setzungen der Notenbanken zu erreichen. Ein solcher Anstieg würde die Rezessionsgefahr massiv erhöhen und erscheint momentan politisch noch nicht umsetzbar.
- Es ist zu hoffen, dass im 3. Quartal der Inflationstrend durch eine Vielzahl von Faktoren (Wirtschaftsabschwächung, Beseitigung der Lieferkettenengpässe, höhere Zinsen, Beruhigung der Rohstoff-preise) gebrochen werden kann. Die Realzinsen werden aber stark negativ bleiben und unter dem historischen Durchschnitt ver-harren. Sparer werden weiter leiden und an Kaufkraft verlieren.

Quellen: Bloomberg, VI

Taktische Allokation

Gewichtung

	untergewichten	neutral	übergewichten
Liquidität		○	●
Obligationen CHF	○ ●		
Obligationen FW	○ ●		
Aktien Schweiz		●	○
Aktien Ausland		●	○
Immobilien			○ ●
Alternative Anlagen & Infrastruktur	○ ●		

● Aktuelle Gewichtung
○ Gewichtung der Vorperiode

Turbulentes Halbjahr für die Pensionskassen

- Der Zinsanstieg von 1.5% hat im ersten Halbjahr den Diversifikationseffekt wie schon im März 2020 vernichtet. Konservativere und aggressivere Anlagestrategien erzielten ähnliche Performancemuster. Die vorhandenen Reserven können den Kursrückgang vorerst noch locker auffangen.
- Die Gefahr einer Stagflation ist real. Diese würde den Übergang zu einem neuen Anlageregime beschleunigen. In einem solchen Szenario müssten die Ertragserwartungen nach unten korrigiert und den Stellenwert der passiven Anlagen hinterfragt werden.
- Die Anleihen haben bereits deutlich korrigiert, bleiben aber weiterhin überbewertet mit kontinuierlich hohen negativen Realrenditen. Kaufkrafterhaltung wird auf absehbare Zeit nicht mehr möglich sein. Wir halten an einer kürzeren Duration und ebenso an der Untergewichtung fest.
- Wir belassen die Aktiengewichtung auf neutral bis leicht untergewichtet, setzten aber verstärkt auf Qualitätstitel. Um von Marktvolatilitäten profitieren zu können, erhöhen wir den Anteil liquider Mittel auf Übergewichten.
- Der Nachfrageüberhang bei Immobilien bleibt bestehen. Die Bewertungs- und Agiokorrekturen werden sich vorerst in engen Grenzen halten. Stabiler Cashflow und relativer Inflationsschutz veranlassen uns, das bestehende Übergewicht beizubehalten.
- Bei den alternativen Anlagen bleiben wir an der Seitenlinie.

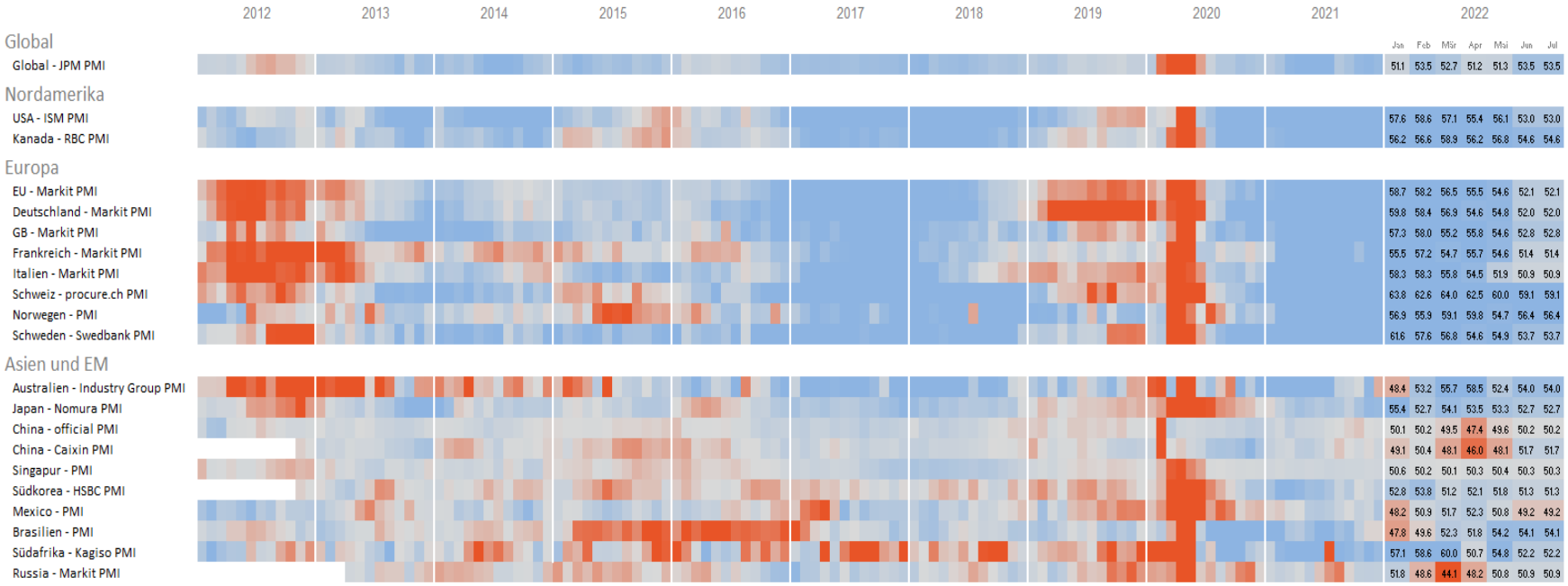
Quellen: VI

Vorauslaufende Indikatoren

Industrie Einkaufsmanager

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

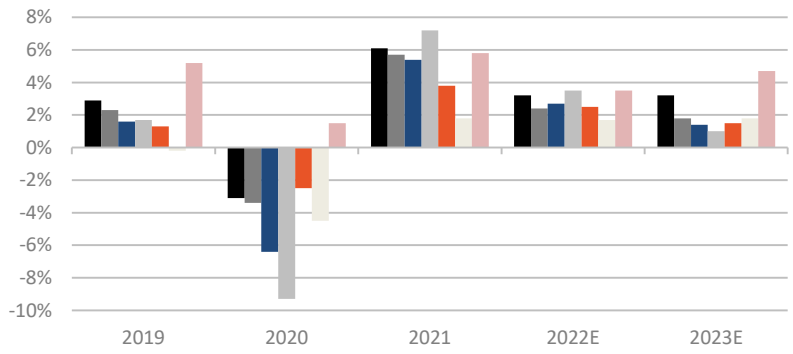
- Erste Schwächezeichen sind sichtbar, obschon die absoluten Zahlen über der Grenze liegen, die Wachstum signalisieren. Die Lage ist noch nicht vergleichbar mit der Entwicklung 2012 - 2015. Die Wirtschaftsentwicklung war damals unübersichtlicher.
- Die Knoten in den Lieferketten wegen Covid in China und der Chipmangel (Automobilindustrie) beginnen sich zu entspannen.
- Der Indikator kann eine zeitliche Verzögerung haben und daher zu positiv sein. Andere Indikatoren zur Geschäftsentwicklung, haben bereits stärker ins Negative gedreht. Die Entwicklung der KPIs müssen genau verfolgt werden.



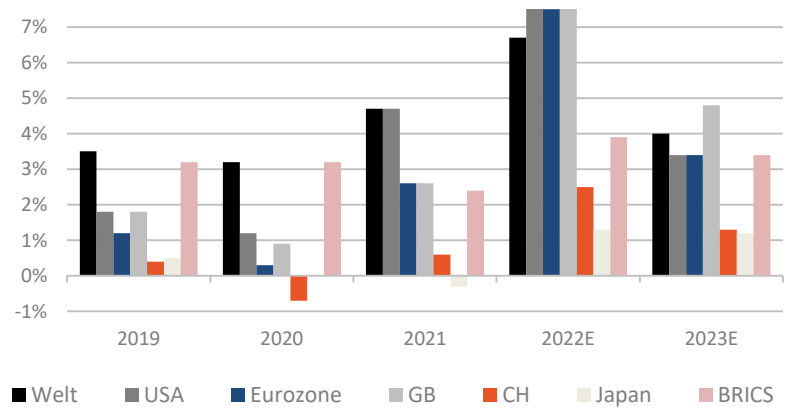
Wachstum und Inflation

Jährliche Veränderungen

Wachstumserwartungen (E)



Inflationserwartungen (E)



Wachstum

- Die aktuelle konjunkturelle Verunsicherung der Anleger übersteigt das Normalmass. Die Mehrheit korrigiert die Wachstumserwartungen nach unten und die Inflationszahlen nach oben. Dank hohem Auftragsbestand, Konsumum-schichtungen nach der Pandemie, Rationalisierungsin-vestitionen und Lageraufbau werden Wachstumszahlen um die 2-3% erwartet. Das Gespenst der Stagflation geht um.
- Die Rezessionsrisiken werden neu auf 30-40% geschätzt. Wohlstandsverluste und unzureichender Inflationsausgleich dämpfen die Konsumnachfrage. Erhöhter Zinsendienst und Dollaranstieg belasten die Nachfrage der Schwellenländer.
- Zahlreiche ökonomische und ausserökonomische Faktoren (Ukraine, Covid , Getreidemangel, Wahlen usw.) sprechen für eine Rezession im Jahr 2023. Vorerst erwarten wir ein Durchwursteln mit einem Soft Landing in den USA.

Inflation

- Die Inflation erreicht in allen westlichen Ländern Rekord-werte und setzt die Währungshüter unter Druck, die Zinsen schnell und stark zu erhöhen. Abgesehen von den USA wird die Inflation zumindest kurzfristig weiter steigen.
- Damit keine Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt wird, müsste in den USA die Arbeitslosigkeit auf rund 4% steigen. Ein schwieriges Unterfangen.
- Durch höhere Zinsen alleine verschwindet die Inflation nicht.

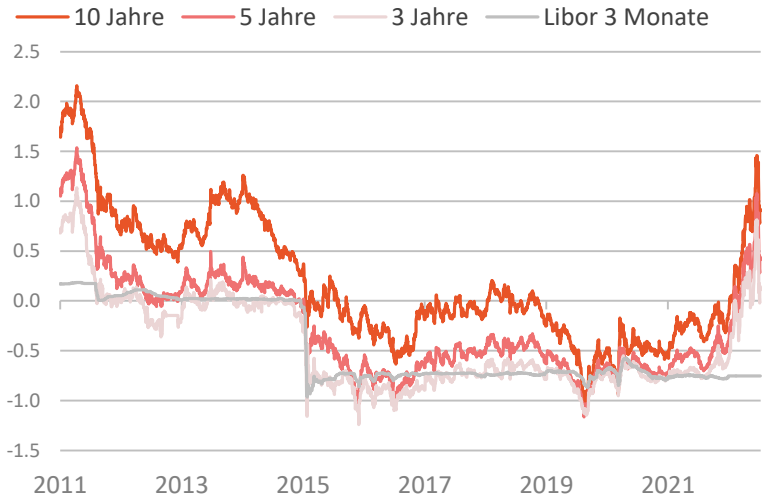
Quellen: Bloomberg 4.04.2022, VI

Obligationen

Schweizer Franken

- Ein weiteres Quartal mit eindrücklichen Zinsbewegungen: Die Rendite steigt von 0.6% auf 1.1 % mit einem Höchst von knapp 1.4%. Rezessionsängste drückten in der jüngsten Vergangenheit das Zinsniveau wieder auf 0.8%.
- Die SNB hebt am 17.6.2022 überraschend den Leitzins auf -0.25%. Die Zinskurve hat sich verflacht. Die Kreditaufschläge haben sich erhöht und der historischen Norm angenähert.
- Der natürliche Zins liegt weiterhin im Bereich von 3.5%. Die Schweizer Obligationen bleiben markant überbewertet. Der jüngste Zinsrückgang dürfte somit nicht nachhaltig sein.

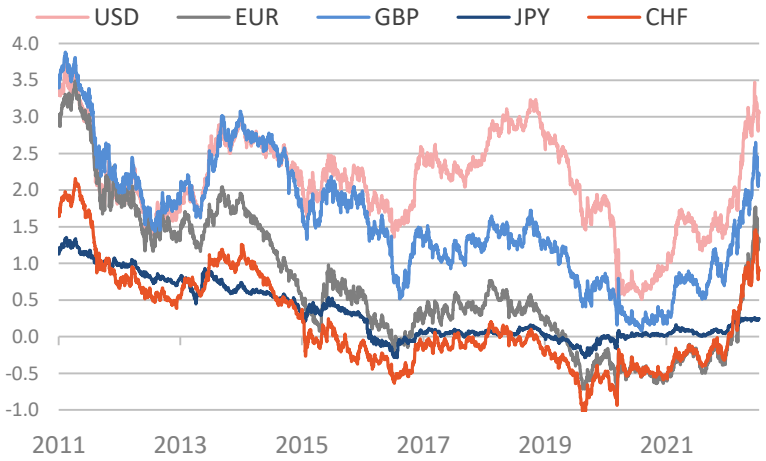
Zinstrend Eidgenossen



Fremdwährungen

- Die FED setzt die Zinserhöhungen fort, um der über Erwarten hartnäckigen Inflation zu entgegnen. Entsprechend steigen die 10-jährigen Treasuries auf knapp 3%. Die höheren Rezessionserwartungen lassen befürchten, dass die FED die Kontrolle über die Zinsentwicklung verloren hat.
- Die EZB lässt sich mit der Normalisierung der Geldpolitik mehr Zeit, um die Wirtschaft nicht abzuwürgen und die der EU inhärente Strukturprobleme nicht aufbrechen zu lassen.
- Asien bleibt auf seinem Sonderweg. In Japan bewegen sich die Zinsen in einem engen Band um 0%. Der schwache Yen ist die Folge davon.

Zinstrend 10j. Regierungsanleihen



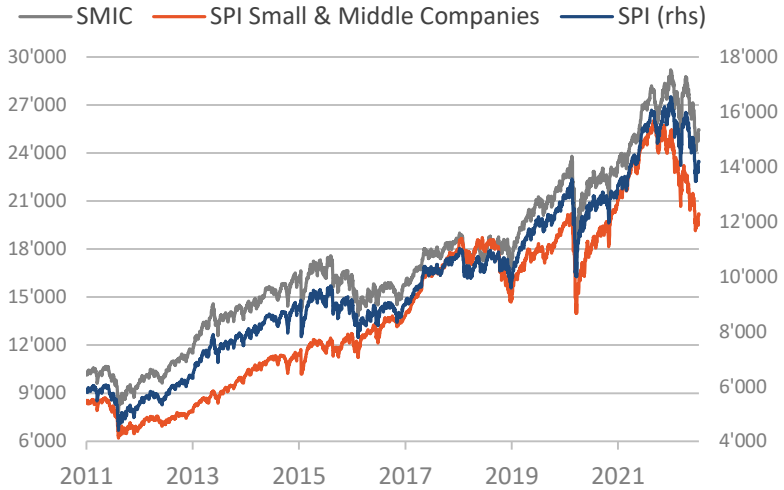
Quellen: Bloomberg, VI

Aktien

Schweiz

- Die Zinswende schickt Schweizer Aktien auf Talfahrt. Besonders zyklische Nebenwerte stehen unter Druck, während defensive Werte deutlich weniger verlieren.
- Ein möglicher Konjunktureinbruch ist noch nicht in den Gewinnschätzungen abgebildet, somit ist weiteres Potential für Kursverluste vorhanden.
- Einzelne Aktien weisen mittlerweile Bewertungen auf, die langfristig orientierte Stock Picker anziehen.
- Unser Fokus bleibt auf defensiven Aktien und attraktiv bewerteten Finanztitel; Untergewicht bei Nebenwerten.

Kurstrend Aktien Schweiz

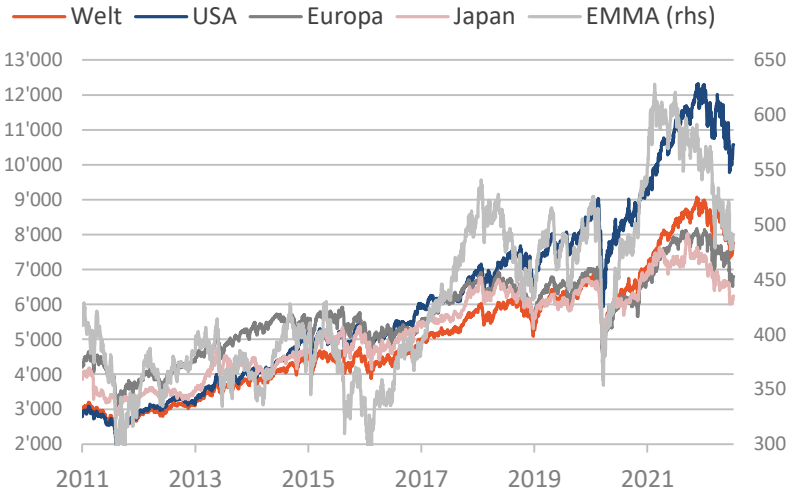


(rhs): Skala rechts

Ausland

- Die in der Rubrik «Aktien Schweiz» erwähnten Rahmenbedingen belasten auch Fremdwährungsaktien.
- Interessanterweise entwickelt sich die relative Performance der Sektoren seit ca. Mitte Juni ähnlich wie im März 2020.
- Die Bewertung der Aktien im Vergleich zur Rendite von BBB Unternehmensanleihen ist insbesondere im USD-Segment nach wie vor relativ hoch.
- Die Unternehmensberichterstattung im 3. Quartal wird massgeblichen Einfluss auf die Aktienkurse ausüben.

Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF



Zeitreihen in CHF, Dividenden netto reinvestiert (rhs): Skala rechts

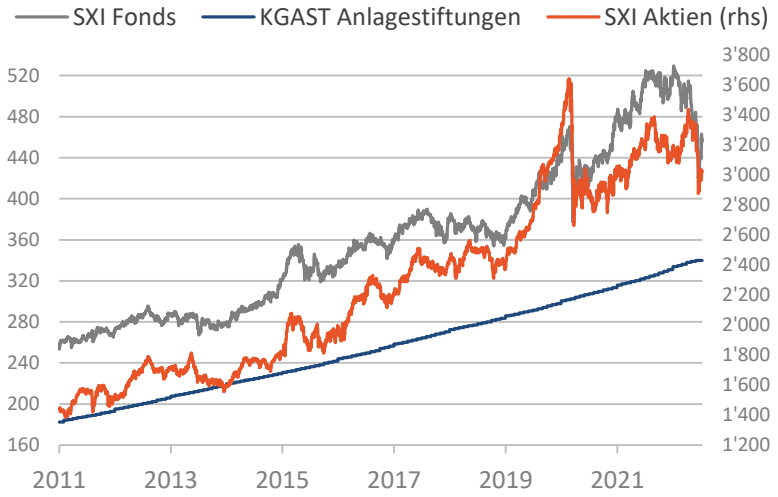
Quellen: Bloomberg, VI

Immobilien

Indirekte Schweizer Immobilienanlagen

- Höhere Zinsen werden die stetige Höherbewertung von Immobilien bremsen. Der anhaltende Nachfrageüberhang stabilisiert den Cash Flow aus Mietzinseinnahmen.
- Immobilien bieten einen guten Inflationsschutz, da im Gewerbebereich die Mietzinsen an die Inflation gekoppelt sind und die Nebenkosten schnell angepasst werden können.
- Der Effekt der geglätteten Zinsen darf nicht unterschätzt werden. Mögliche Bewertungskorrekturen erfolgen schrittweise. Die Agios der Immobilienfonds werden weiter abnehmen. Anlagestiftungen sind die bevorzugten Anlagen.

Kurstrend indirekte Immobilien Schweiz



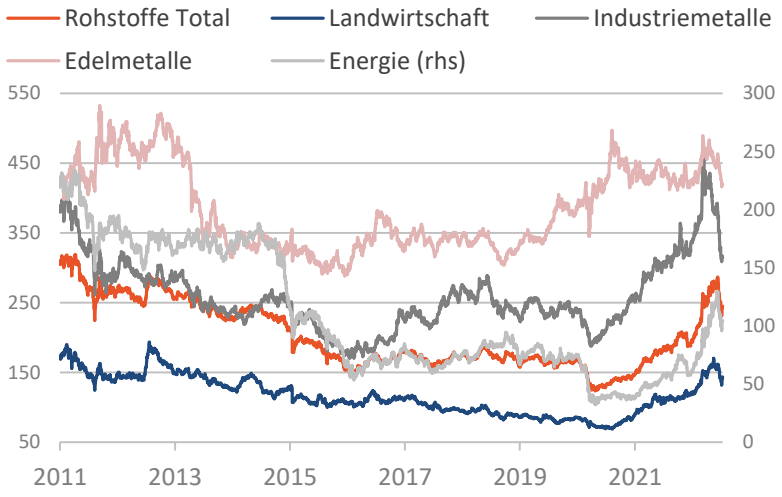
(rhs): Skala rechts

Alternative Anlagen

Korrektur aufgrund konjunktureller Sorgen

- Rohstoffe bieten Kriegs- und Inflationsschutz – beides war gefragt im 1. Halbjahr. Die Juni Gegenbewegungen dürfte im Energiesektor nicht nachhaltig sein. Die Substitution von russischem Gas und der Umbau der energetischen Basis gehen nicht über Nacht und verschieben nachhaltig das relative Preisgefüge. Energie wird strukturell mehr kosten.
- Das Diversifikationspotential der übrigen alternativen Anlagen war im 1. Halbjahr auch nicht überragend. Flucht in den sicheren Hafen, Liquiditätspräferenz, höhere Zinsen und Kreditspreadausweitungen haben dem Segment zugesetzt.

Kurstrend Rohstoffe (DJ/UBS) in CHF



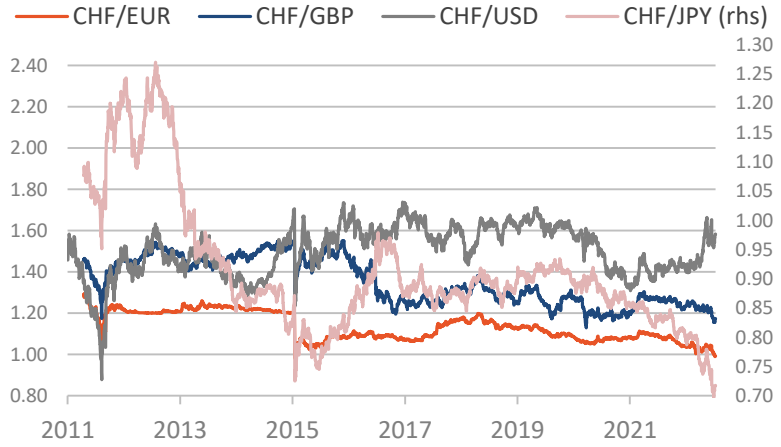
Quellen: Bloomberg, VI

Währungen

Schweizer Franken im Hoch, der Euro im Sturzflug

- Mit der überraschenden Zinserhöhung von 50bps im Juni löst sich die SNB von der EZB. Ihr Fokus liegt neu auf der Inflationsbekämpfung. Eine schrittweise Aufwertung des Schweizer Frankens wird daher zugelassen. Ein Überschiessen der Aufwertung würde hingegen nicht toleriert werden.
- Die EZB dagegen hat sich verrannt. Die angekündigte Zinserhöhung wird die galoppierende Inflation kaum bändigen. Die erhöhte Zinslast und die Spreadausweitungen können die hochverschuldeten Länder nicht tragen. Resultat ist ein schwacher Euro gehandelt unter Parität.
- Der USD bleibt neben dem CHF die Währung der Stunde.

Währungsentwicklung



(rhs): Skala rechts

Fazit

Neues Anlageregime

- Die Preise und Zinsen steigen seit 2021 an. Die Ukrainekrise wirkte in diesem Umfeld nur noch als Brandbeschleuniger. Weitere massive Zinsschritte bis Ende Jahr sind bereits angekündet. Da sich die Inflation auf einem überhöhten Niveau befindet, laufen die Notenbanker dieser Entwicklung hinterher. Nur die BOJ hält die Zinsen konsequent tief.
- Die Strategische Asset Allokation muss sich mittelfristig den neuen Zinsgegebenheiten anpassen. Vorerst müssen die Anlageklassen ihr neues Bewertungsgleichgewicht finden. Bis dahin bleibt die Volatilität hoch. Relativen Schutz bieten erfahrungsgemäss eher Sachanlagen und Qualität.
- Die Märkte haben zusehends eine milde Rezession eingepreist, die eine Minderheit der Ökonomen für die USA im Jahr 2023 auch sieht. Zentral für die Beurteilung der zukünftigen Marktentwicklung dürfte die anlaufende Berichterstattung für das 2. Quartal sein. Diese wird zeigen, ob die höheren Preise der Vorprodukte überwälzt werden konnten.
- Die neuen Bedingungen erfordern einen neuen Anlagestil. Eine eher defensivere Ausrichtung ist angesagt. Liquidität und freier Cash Flow sind zu bevorzugen.
- Umbruchsperioden bringen auch neue Anlagechancen. Der Strukturwandel wird durch die Inflation eher noch beschleunigt. Für aktive Verwalter haben sich die Rahmenbedingungen verbessert.

Quellen: Bloomberg, VI

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 Securites 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