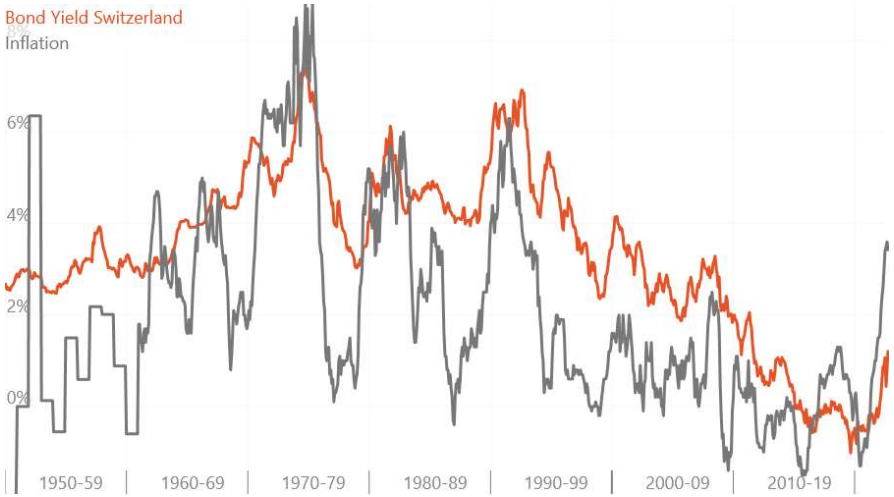
Anlegerbrief

4. Quartal 2022

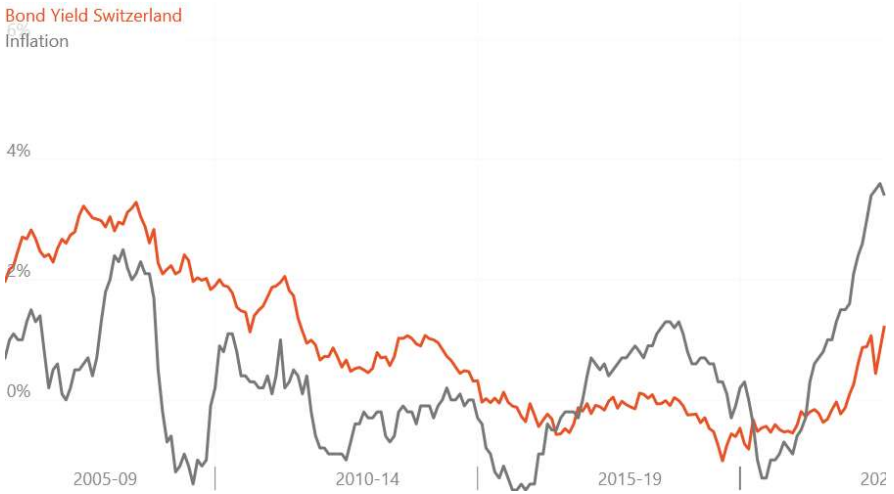
Fokus: Negativzinsen – ein Relikt aus der Vergangenheit

Hartnäckigkeit der Inflation wird immer noch unterschätzt

1950 - 2022



2006 - 2022



- Um das Inflationsmomentum zu brechen heben die Notenbanker die Zinsen stärker an als von vielen Anleger erhofft. Der Zinserhöhungszyklus ist noch lange nicht abgeschlossen. Wir erwarten die kurzfristigen Zinsen im 2023 auf Höhe der Kerninflation (in den USA zwischen 4% - 5%).
- Zudem kündigen die Notenbanker an, die Bilanz zu verkürzen und dem Anleihenmarkt Liquidität zu entziehen. Die Niedrigzinsphase, die nach der grossen Finanzkrise zwecks Wachstumsförderung herbeigeführt wurde, dürfte somit endgültig überwunden sein.
- Die Inflation verschwinden wohl auch durch die höheren Zinsen nicht schlagartig: Eine restriktivere Geldpolitik ist kein geeignetes Instrument zur Lösung von geopolitischen Krisen oder zur Bekämpfung von höheren Energiepreisen.
- Ein Marktumfeld mit einer Inflation, die die Limite von 4% übersteigt, bringt in der Regel tiefere Anlageerfolge für alle Anlagekategorien. Ein Verweis auf die siebziger Jahre sei erlaubt. Darauf sollten sich die Pensionskassen einstellen.
- Das sehr spezielle Anlagejahr 2022 bringt die Kursschwankungsreserven zum Verschwinden. Die eingegangenen Anlagerisiken sind jetzt ungedeckt. Im Gegensatz zu 2003 oder 2009 werden die höheren Zinsen und die klebrige Inflation die Sanierung verzögern. Das Risiko-Management bei den Pensionskassen dürfte daher wieder an Bedeutung gewinnen.

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

Ein Anlagejahr für das Geschichtsbuch

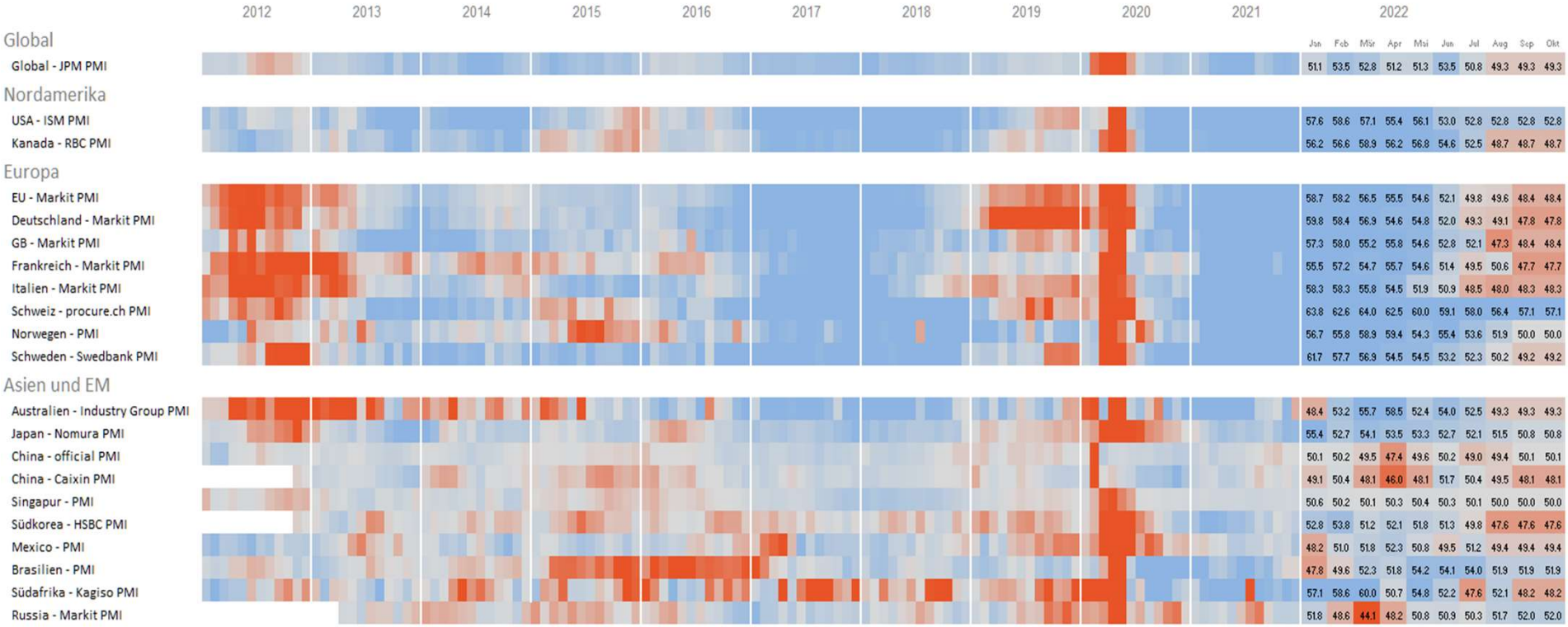
- Zweistellige Verluste sowohl bei den Anleihen als auch bei den Aktien sind historisch seltene Ereignisse. Bis Ende September verbuchen konservative und aggressivere Anlagestrategien ähnliche Performancerückschläge. Der Abbau der Reserven erreicht vielerorts die Schmerzgrenze. Die Unterdeckungen nehmen dabei zu.
- Die Stagflationsaussichten erhärten sich. Ein solches Anlageumfeld würde die Ertragserwartungen für alle Anlagekategorien sinken lassen. Zusätzliche Ertragsquellen müssten gesucht werden. Das geht nicht mit indexierten Anlagen.
- Auch nach den Kurskorrekturen bleiben die Anleihen stark überbewertet. Die Kaufkrafterhaltung kann auf absehbare Zeit mit Anleihen nicht erreicht werden. Wir halten an der Untergewichtung und an der kürzeren Duration fest.
- Wir belassen die Aktiengewichtung weiterhin auf leicht untergewichtet bis neutral. Um von Marktvolatilitäten profitieren zu können, halten wir den Anteil liquider Mittel auf übergewichtet.
- Das Übergewicht bei den Immobilien lassen wir vorerst bestehen. Grössere Selektivität ist auch bei dieser Anlagekategorie angesagt.
- Bei den alternativen Anlagen bleiben wir weiterhin eher an der Seitenlinie. Grössere Diversifikationseffekte sind von dieser Seite nicht zu erwarten.

Vorauslaufende Indikatoren

Industrie Einkaufsmanager

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

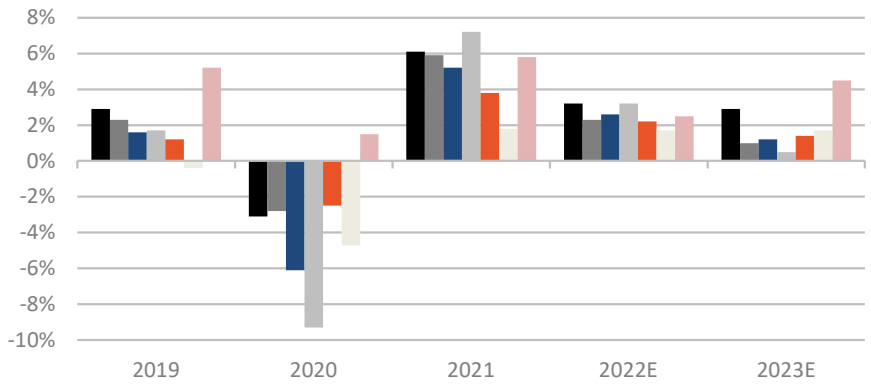
- Die Schwächezeichen nehmen markant zu und die Rezessionsgefahr steigt besonders in Europa. Für die Weltwirtschaft erwarten die meisten Ökonomen immer noch Stagnation verbunden mit Inflation über der historischen Norm.
- Die Schweiz entzieht sich diesem globalen Trend: Auch für 2023 wird ein positives Wachstum erwartet (plus 1.1%).
- Im Jahr 2008 oder 2012 stabilisierte China das Wachstum der Weltwirtschaft. Strukturprobleme in China (Immobilienkrise, langsame Covid Entspannung) dämpfen diesen Faktor jetzt ab.



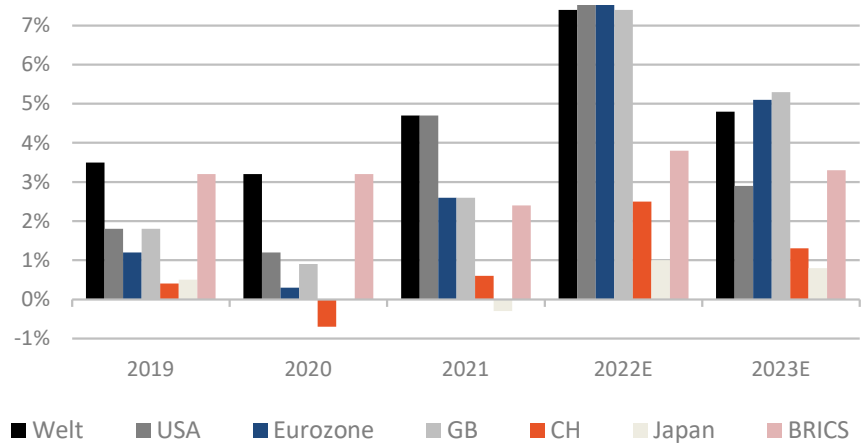
Wachstum und Inflation

Jährliche Veränderungen

Wachstumserwartungen (E)



Inflationserwartungen (E)



Wachstum

- Die Wachstumserwartungen wurden auch im 3. Quartal nach unten korrigiert. Die im Sommer noch positiv gesehenen Faktoren wie der hohe Auftragsbestand, Konsumumschichtungen nach der Pandemie und Lageraufbau beginnen sich ins Negative zu drehen. Das Stagflationsszenario findet breitere Akzeptanz.
- Die Rezessionsrisiken wurden von 30%-40% neu auf 60%-80% angehoben. An erster Stelle steht Europa. Wohlstandsverluste und unzureichender Inflationsausgleich drücken die Konsumnachfrage. Der erhöhte Zinsendienst belastet die Investitionsnachfrage - besonders bei den Immobilien.
- Die geschnürten Fiskalprogramme in den USA und Deutschland sind im Vergleich zur Pandemie noch zu schwach ausgestaltet, um die Konjunktur global zu stützen.

Inflation

- Die Inflation gewinnt trotz tieferer Ölpreise und Zinserhöhungen an Breite. Sie ist nun da, um zu bleiben. Die Lieferkettenprobleme beginnen sich zu entschärfen. Die Kerninflation bewegt sich in den USA im Bereich von 4%-6%, was uns die richtige Bezugsgrösse zu sein scheint.
- Die globale Inflationslandschaft ist dreigeteilt. In Asien bewegt sich die Inflation im moderaten Bereich nahe am Zielbereich der Notenbanken. Den oberen Wendepunkt werden wir in den USA nächstens sehen. Nur in Europa läuft die Entwicklung aus dem Ruder.

Quellen: Bloomberg 06.10.2022, VI

Obligationen

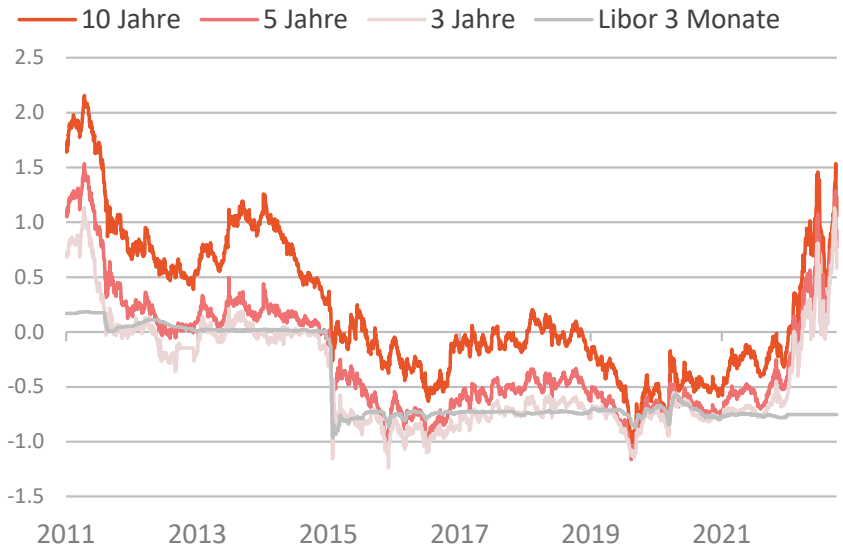
Schweizer Franken

- Ein weiteres Quartal mit eindrücklichen Zinsbewegungen: Die Rendite der 10Jährigen Eidgenossen schwankt im Quartal zwischen 0.34% und 1.58% - getrieben von Inflation einerseits und Rezessionsängsten andrerseits.
- Die SNB hebt am 22.9.2022 den Leitzins von -0.25% auf 0.5%. Die Zinskurve verflacht sich und ist am langen Ende invers.
- Der natürliche Zins liegt über 3%. Entsprechend bleiben die Schweizer-Obligationen überbewertet.

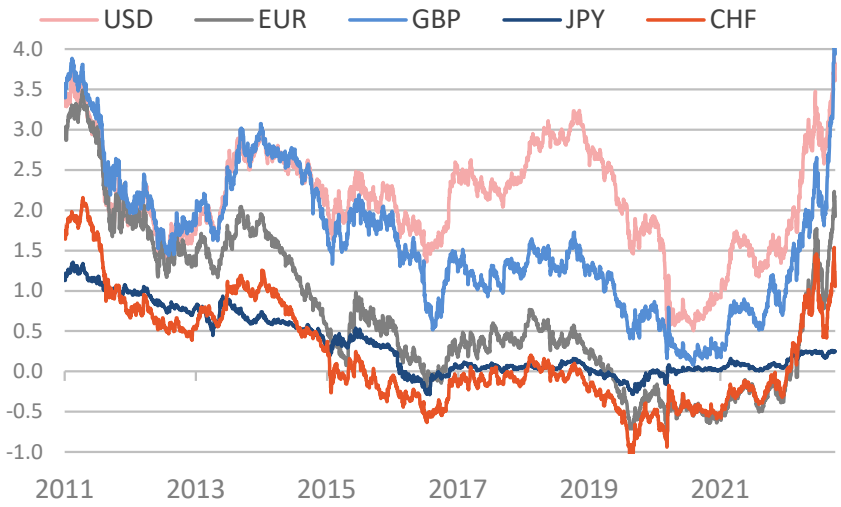
Fremdwährungen

- Die FED setzt die Zinserhöhungen unbeirrt fort, um die Inflation zu bekämpfen. Die Zinskurve wird invers und die 10-Jährigen steigen in der Folge zwischenzeitlich auf 4%.
- Die ECB wartet nicht mehr zu und erhöht die Leitzinsen ebenfalls - um 1.25%. Sie steht zwischen einem Abwürgen der Wirtschaft und einer galoppierenden Inflation.
- Asien bleibt auf seinem Sonderweg. Japan belässt seine Zinsen bei 0.3% und China senkt die Zinsen, um den konjunkturellen Problemen zu begegnen.

Zinstrend Eidgenossen



Zinstrend 10j. Regierungsanleihen



Quellen: Bloomberg, VI

Aktien

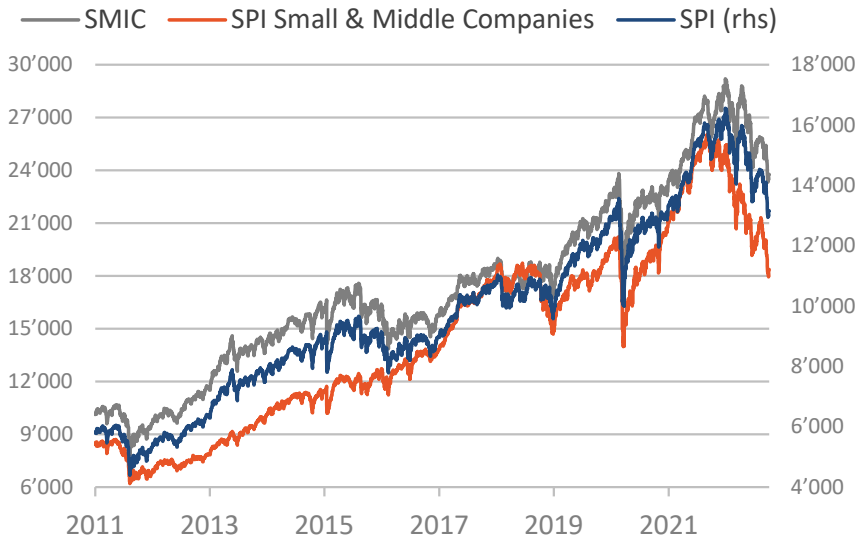
Schweiz

- Nochmals heftige Korrektur im September wegen steigenden Zinsen und drohender Rezessionsgefahr. Der Markt dürfte den Boden wahrscheinlich noch nicht erreicht haben.
- Die Unternehmen weisen robuste Zahlen bei den Halbjahresergebnissen aus. Für die anstehende Berichtsaison sind jedoch Eintrübungen für das dritte Quartal zu erwarten.
- Die Gewinnschätzungen dürften für 2023 immer noch zu hoch sein, vor allem für zyklische Aktien. Es ist noch keine Rezession in den Schätzungen eingerechnet.
- Fokus auf defensive Aktien, Untergewicht bei Nebenwerten.

Ausland

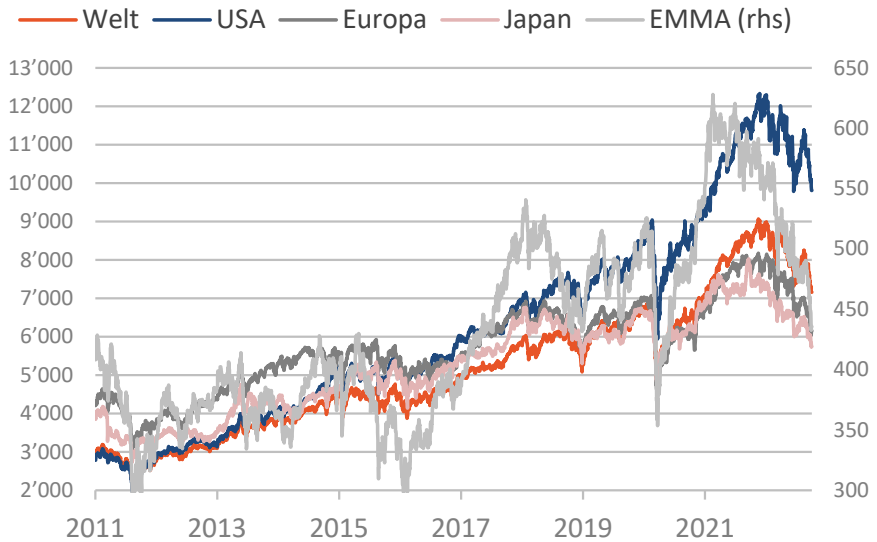
- Die Rallye zu Beginn des 3. Quartals war nur von kurzer Dauer.
- Kommunikationsdienste sowie Immobilienaktien und -Fonds leiden am meisten unter der restriktiven Geldpolitik.
- Die bisherige Marktentwicklung impliziert, dass zahlreiche Unternehmen ihre Gewinnprognosen noch im Verlauf des 4. Quartals revidieren werden.
- Wir erachten es noch als zu früh, um eine defensive Positionierung aufzugeben.

Kurstrend Aktien Schweiz



(rhs): Skala rechts

Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF



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

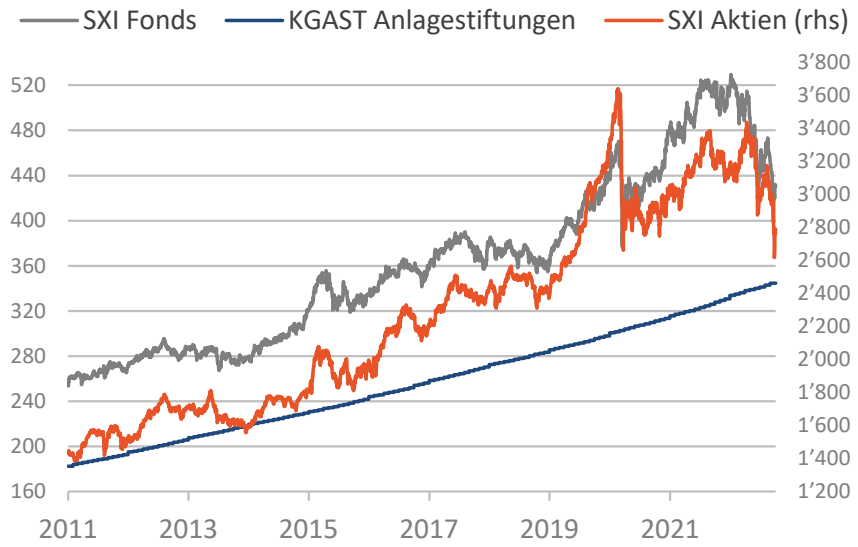
Quellen: Bloomberg, VI

Immobilien

Stabile Ertragslage dank robuster Konjunktur

- Die starke Zuwanderung lässt die Leerstandquote weiter schrumpfen. Zudem können die steigenden Energiekosten gut über den Anstieg der Nebenkosten überwälzt werden. Der relative Inflationsschutz ist einmal mehr real.
- Grössere Bewertungskorrekturen bleiben trotz höheren Hypothekarkosten aus, weil wegen der höheren Inflation die Diskontierungssätze teilweise sinken
- Die indirekten Immobilienanlagen leiden unter der relativ tiefen Marktliquidität. Die Agios sinken im 3. Quartal weiter. Anlagestiftungen bleiben die bevorzugte Anlage.

Kurstrend indirekte Immobilien Schweiz



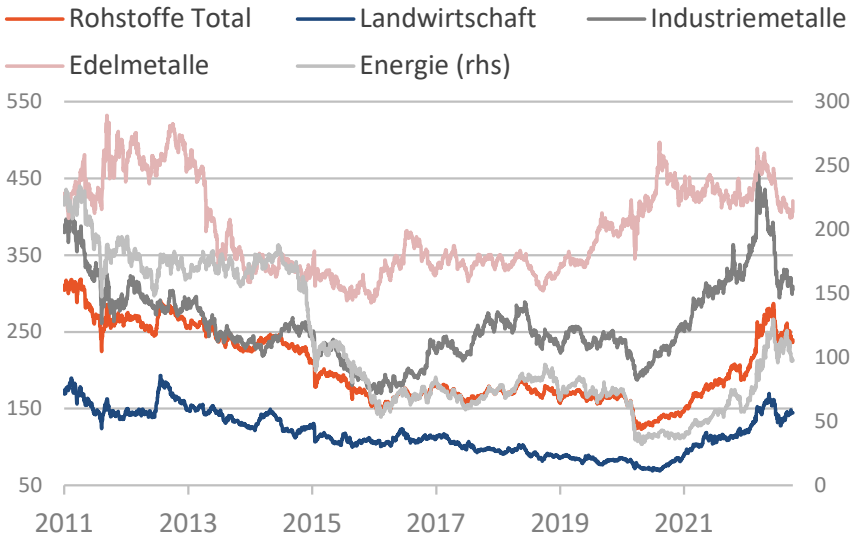
(rhs): Skala rechts

Alternative Anlagen

Anzeichen von Liquiditätsengpässen

- Trotz hoher Inflation bietet Gold bis anhin keinen Inflations- und Kriegsschutz. Steigende Zinsen und positive Geldmarktsätze bieten Anleger eine passable Alternative.
- Massive Korrektur der Industriemetall- und Ölpreise in Erwartung einer globalen Rezession.
- Das Diversifikationspotential der übrigen alternativen Anlagen war in diesem Jahr auch nicht überragend. Liquiditätspräferenz, Flucht in den sicheren Hafen und höhere Zinsen haben dem alternativen Segment zugesetzt. Das gilt auch für Infrastrukturanlagen.

Kurstrend Rohstoffe (DJ/UBS) in CHF



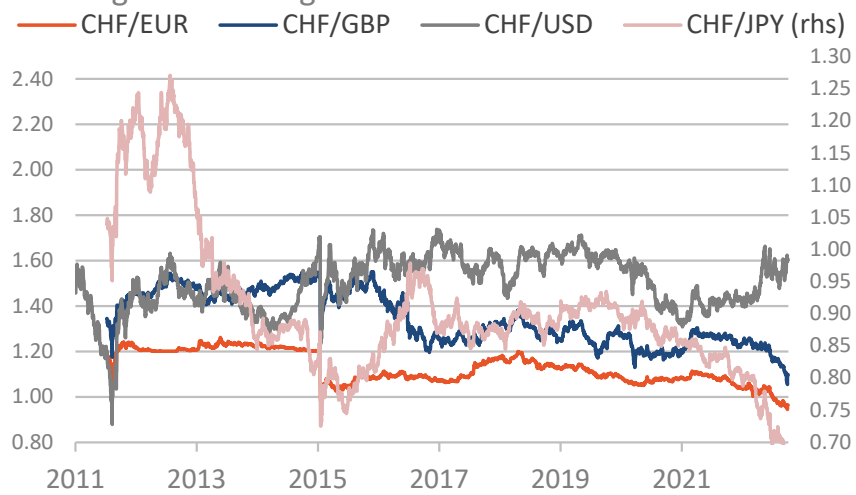
Quellen: Bloomberg, VI

Währungen

USD und CHF bleiben „harte“ Währungen

- Starke Währungen können einen Beitrag zur Inflationsbekämpfung leisten. Die SNB wird diese Karte weiter ausspielen. Ein Überschiessen der Aufwertung wird sie hingegen nicht tolerieren.
- Schwierig bleibt die Lage für die EZB. Zweistellige Inflationsraten werden weitere Zinserhöhungen erzwingen, die wiederum die Konjunktur zusätzlich belasten. Die höhe Verschuldung der südlichen EU-Länder erschwert den mehrgleisigen Auftrag der Notenbank zusätzlich.
- Kriseninterventionen werden eher noch zunehmen. UK ist da nur das jüngste Beispiel. Auch die japanische Notenbank ist bereit, einen zu starken Yen-Einbruch abzuwehren.

Währungsentwicklung



(rhs): Skala rechts

Fazit

Das neue Anlageregime zeichnet sich stärker ab

- Weitere massive Zinsschritte bis März 2023 sind in den USA und Europa bereits angekündigt. Die höheren Geldmarktzinsen werden aber die Inflation nur langsam absenken lassen. Es ist von einer relativen Ineffizienz der Geldpolitik auszugehen. Eine Rückkehr zu einer nachhaltigen Niedrigzinspolitik kann daher eher ausgeschlossen werden.
- Die Strategische Asset Allokation muss sich mittelfristig diesen neuen Zins- und Inflationsbegebenheiten anpassen. Die Suche nach neuen Bewertungsgleichgewichten ist bei allen Anlageklassen noch nicht abgeschlossen. Es ist von einer Periode mit erhöhter Volatilität auszugehen.
- Viele Anleger sind noch von einem «Soft Landing» oder einem Szenario mit einer milden Rezession und einer Rückkehr zu tieferen Zinsen überzeugt. Die anlaufenden Berichterstattung könnte zu einer weiteren Reduktion der Gewinnschätzungen für 2023 führen. Resultate unter den Erwartungen könnten zu heftigen Kurskorrekturen führen.
- Die neuen Bedingungen erfordern einen neuen Anlagestil. Defensivere Ausrichtungen sind weiter angesagt. Freier Cash Flow, starke Bilanzstrukturen und Liquidität sind zu bevorzugen.
- Der Strukturwandel beschleunigt sich durch die höhere Inflation eher noch. Das eröffnet Anlagechancen für aktive Anleger.

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