

Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten

Der Inhalt dieser Beiträge dient nur der Information und als Diskussionsgrundlage. 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: Benelli Consulting – www.benelli-consulting.ch

Contents 2022

IV. Quartal 2022

1. 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.**

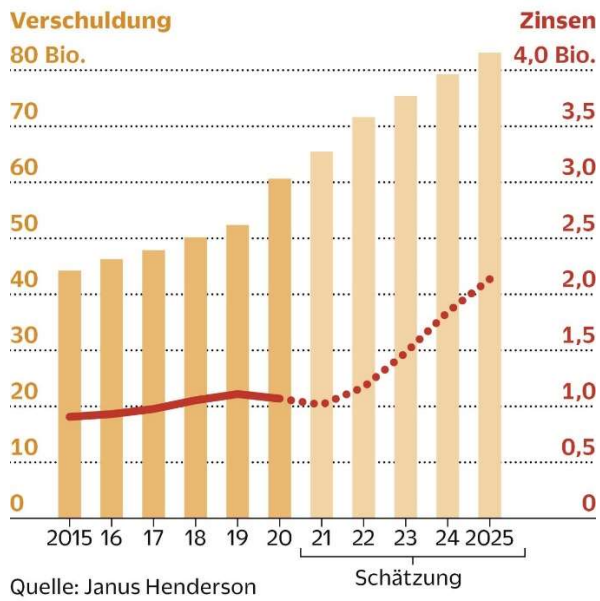
1. Steigende Zinssätze erhöhen das Risiko einer Schuldenkrise

In den letzten 15 Jahren hat sich die öffentliche Verschuldung angesichts zahlreicher Krisen angehäuften, 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 \$)



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.

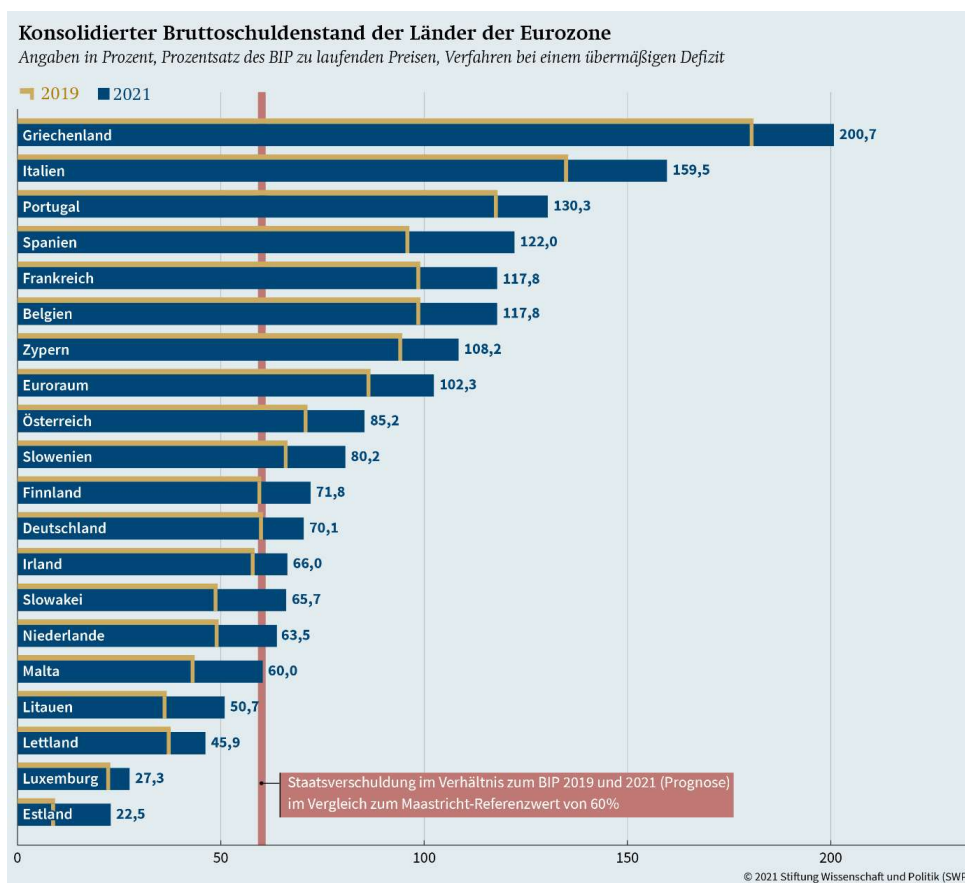
European Bond Yield Spreads

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.



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.

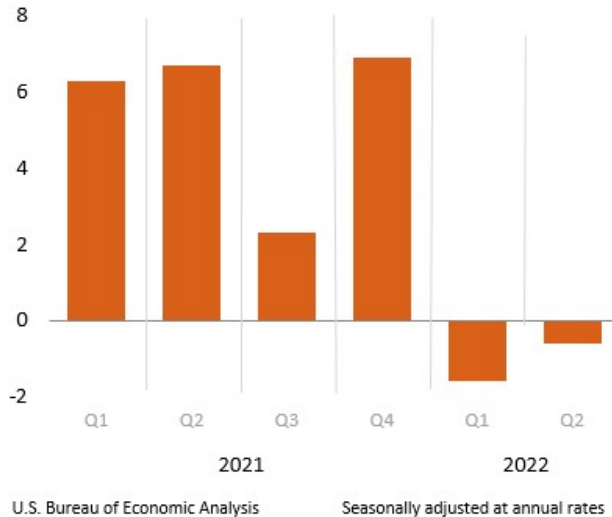
Der Weg aus der Schuldenkrise: Unterschiede zwischen den USA und Europa

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 Inflationzahlen in den USA auch zu einer vorübergehenden technischen Rezession, gemessen am realen BIP, führen.

Real GDP: Percent change from preceding quarter



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.

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.

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.



NZZ

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

III. Quartal 2022

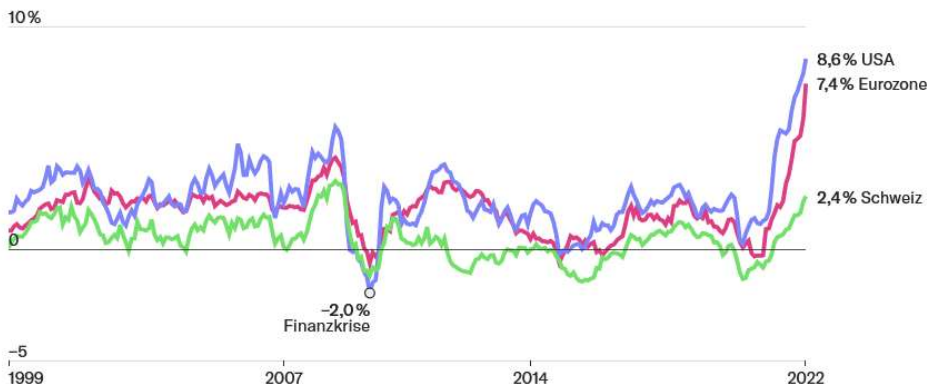
1. Die Inflation ist zurück und wird bleiben
2. Die Zentralbanken haben ihre Glaubwürdigkeit verloren
3. Finanzmärkte: Die Angst vor der Inflation ist angekommen
 - Ist eine Rezession zu erwarten?

1. Die Inflation ist zurück und wird bleiben

Die Preise steigen überall auf der Welt. Dies lässt sich nicht nur mit der Pandemie und dem Krieg in der Ukraine erklären. Vielmehr haben sich die großen Zentralbanken seit Jahren mit der Ausweitung der Liquidität schuldig gemacht.

Inflationsraten in der Eurozone, der Schweiz und den USA

Von der Einführung des Euro 1999 bis März 2022



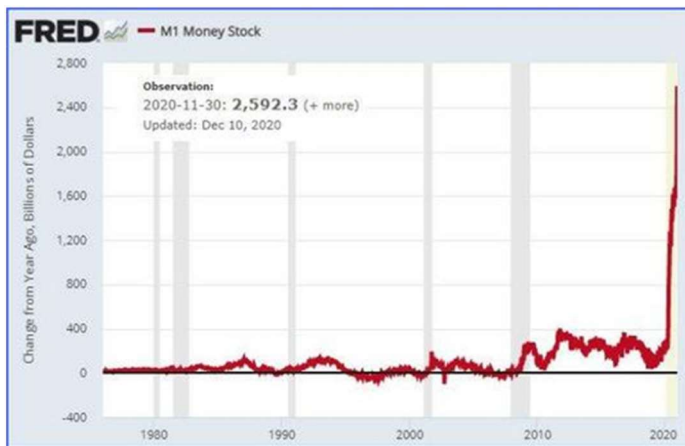
Quelle: [St. Louis Fed](#). Aktuell liegen für alle erwähnten Länder und Regionen die Zahlen bis März 2022 vor.

Wie erwartet, ist die Inflation in den USA und im Euroraum deutlich gestiegen und eine hohe Inflation führt dazu, dass Ersparnisse schnell an Kaufkraft verlieren. Wenn Geld in unbegrenzten Mengen produziert wird und Schuldner durch negative Zinsen sogar dafür bezahlt werden, Geld zu halten, ist es logisch, dass Geld irgendwann an Wert verliert.

Die Zentralbanken wussten, dass die Flutung der Wirtschaft mit immer mehr Geld nicht mit dem Ziel langfristig stabiler Preise vereinbar war, und glaubten, die Situation sofort und reibungslos korrigieren zu können, wenn die Gefahr einer Inflation aufkam. In der Realität wird es jedoch nicht so einfach sein, die Inflation wieder zu senken.

2. Die Zentralbanken haben ihre Glaubwürdigkeit verloren

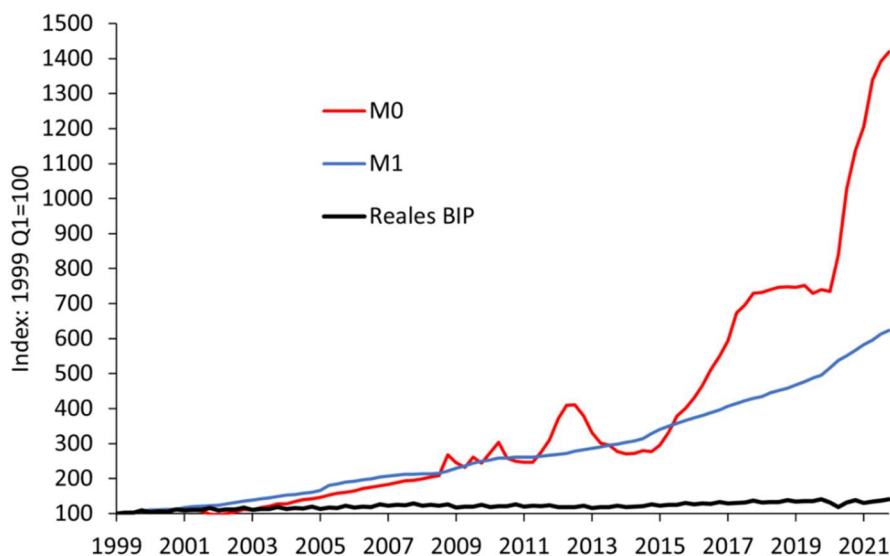
Tatsächlich haben die Zentralbanken die Möglichkeit, Geld zurückzunehmen und die Inflation unter Kontrolle zu halten, doch sie stehen unter politischem Druck. Politiker brauchen Geld für ihre Anliegen und sind an einer möglichst großzügigen Geldpolitik interessiert. Damit haben die Zentralbanken ihre Unabhängigkeit verloren.



Als Fed-Chef Jerome Powell Anfang 2019 die Geldpolitik in den **USA** straffen wollte, drohte ihm Präsident Donald Trump mit Entlassung, und das Bremsmanöver wurde schnell abgebrochen. Angesichts der hohen Inflation hat die amerikanische Finanzministerin Janet Yellen endlich die Fehler früherer Einschätzungen eingeräumt.

In **Europa** wurde die Inflation von EZB-Präsidentin Christine Lagarde lange Zeit systematisch heruntergespielt. Während die Inflationsraten im Euroraum bereits stark anstiegen, wollte sie erst einmal abwarten. Für sie waren günstige Zinssätze für überschuldete Euro-Länder wichtiger als niedrige Inflationsraten. Damit hat die EZB ihre Glaubwürdigkeit verspielt und ihr Preisstabilitätsmandat vernachlässigt. Auch die jüngste Ankündigung einer Zinswende kommt zu spät.

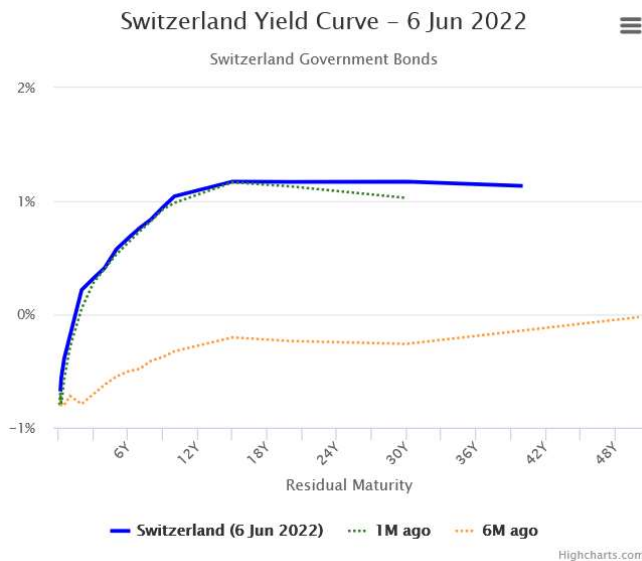
Euroraum: Geldmenge M0, Geldmenge M1 und reales Bruttoinlandsprodukt



Quelle: EZB, Eurostat. Quartalsdaten

3. Finanzmärkte: Die Angst vor der Inflation ist angekommen

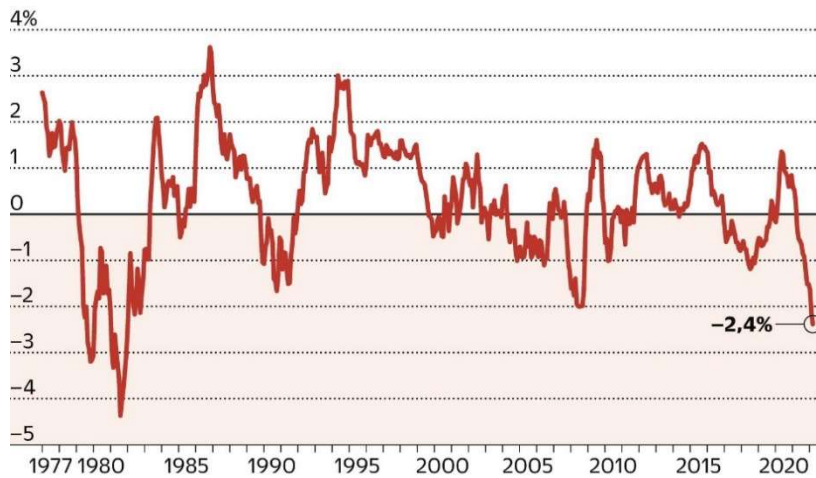
Die Märkte durchleben schwierige Zeiten. Der Krieg in der Ukraine und die Corona-Lockdowns in China, aber vor allem hohe Inflationszahlen und steigende Zinsen setzen die Finanzmärkte unter Druck. Spätestens nach der Ankündigung der Zinswende durch die EZB und die SNB wurde den Anlegern klar, dass die Inflation auch in Europa ein Dauerproblem ist und die Zinsen auch hier steigen werden. Trotz des Interventionismus der EZB werden sich die Zinssätze in Europa den Entwicklungen auf den US-Kapitalmärkten nicht entziehen können.



Wie erwartet sind die Anleihen seit Jahresbeginn stark gefallen, während Aktien als Inflationsschutz nur bedingt geeignet waren. Mit steigender Inflation verlieren jedoch auch Geldanlagen an Kaufkraft. Folglich haben konservative Anleger mit Anleihe-lastigen Portfolios seit Jahresbeginn zum Teil mehr verloren als aggressive Anleger mit diversifizierten Anlagen in Aktien und alternativen Investments. Dies bestätigt unsere frühere Annahme, dass die traditionelle Diversifizierung von Aktien hin zu Anleihen und Bargeld im aktuellen Umfeld nicht von Vorteil ist.

Sparen als Verlustgeschäft

Reale Verzinsung des Sparkontos



Quelle: SNB, BFS

Mit den ersten Zinserhöhungen der Zentralbanken ist ein Anfang gemacht, doch müssen wir in der westlichen Welt auf absehbare Zeit mit hohen Inflationsraten rechnen, die die Menschen ärmer machen und die Finanzmärkte für Aktien, Anleihen und andere Produkte belasten werden.

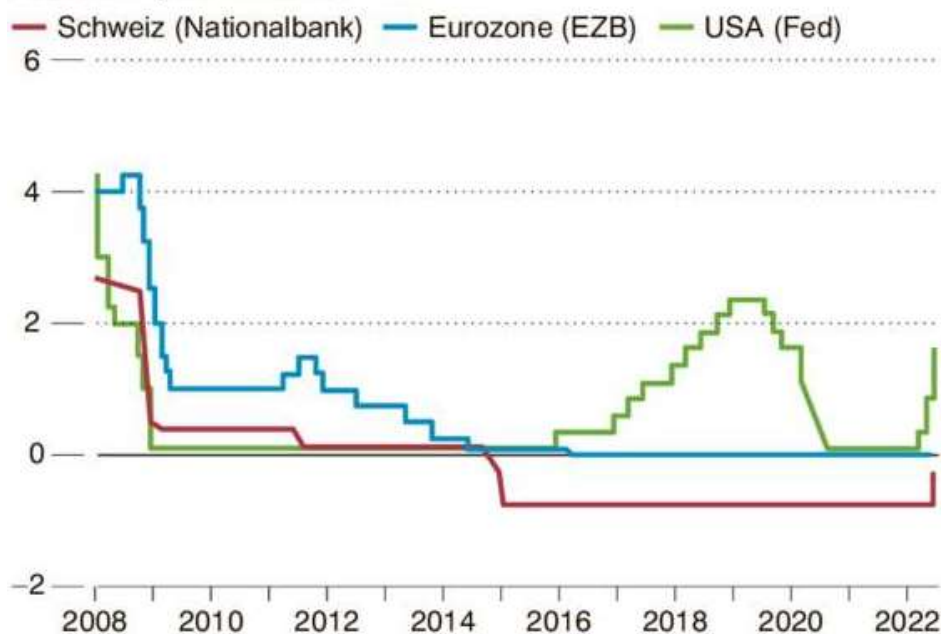
Ist eine Rezession zu erwarten?

Zunächst waren die fallenden Aktienkurse auf die Auswirkungen der steigenden Anleiherenditen zurückzuführen, da die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere auf die Ankündigung der US-Notenbank reagierten, dass die Zinssätze sehr stark und schnell steigen würden. Höhere Zinsen verringern den Gegenwartswert eines Stroms zukünftiger Unternehmensgewinne. Dementsprechend sind insbesondere die Aktienkurse von Technologieunternehmen gefallen, deren Gewinne sich am weitesten in die Zukunft projizieren lassen. Zum Teil sind Aktien jedoch weiter unter Druck geraten, als die Anleiherenditen sich stabilisiert haben. Dieser Trend deutet auf Rezessionsängste hin und bedeutet, dass die Anleger bereits die Unternehmensgewinne in Gefahr sehen.

Wir glauben, dass diese Befürchtungen eher auf die europäischen Finanzmärkte zutreffen könnten. Früher oder später werden sich höhere Zinssätze negativ auf die hoch verschuldeten Mitgliedstaaten auswirken und die Kombination aus schwächerem Wachstum und steigender Inflation könnte zu einer Stagflation führen. In den USA könnte sich das Wachstum zwar auch abschwächen, doch die Wirtschaft ist solider und wird noch eine Weile von negativen Realzinsen profitieren können.

Jahrelange Niedrigzinsen der Notenbanken

Entwicklung der Leitzinse



Nur eine restriktivere Geldpolitik mit höheren Realzinsen und einer Inversion der Zinskurve würde eine Rezession und damit eine weitere Korrektur der Gewinnerwartungen und Aktienbewertungen auslösen.

Nach den vergangenen Kursverlusten bleiben wir für Anleihen negativ. Mit der Straffung der Geldpolitik sind aber auch die Aussichten für die Aktienmärkte in diesem Jahr sehr unsicher, obwohl die Realzinsen immer noch negativ oder niedrig bleiben.

Bei den Aktienmärkten müssen wir auf die regionalen Unterschiede achten. Trotz der derzeitigen Unsicherheit an den Finanzmärkten bleiben Aktien auf längere Sicht, d.h. auf fünf bis zehn Jahre, attraktiver als Anleihen. Aufgrund der erhöhten Volatilität halten wir an unserer zuversichtlichen Einschätzung von Gold und Rohstoffen fest. Der Schweizer Franken profitiert von der wachsenden Unsicherheit.

II. Quartal 2022

1. Eine neue Weltordnung nach dem Ukraine-Krieg

2. Verschärfung der Energiekrise

- Auch die Schweiz ist betroffen
- Die Situation verschärft sich durch den Krieg in der Ukraine

3. Die Kosten hoher Inflation, sozialer Unruhen und Preiskontrollen

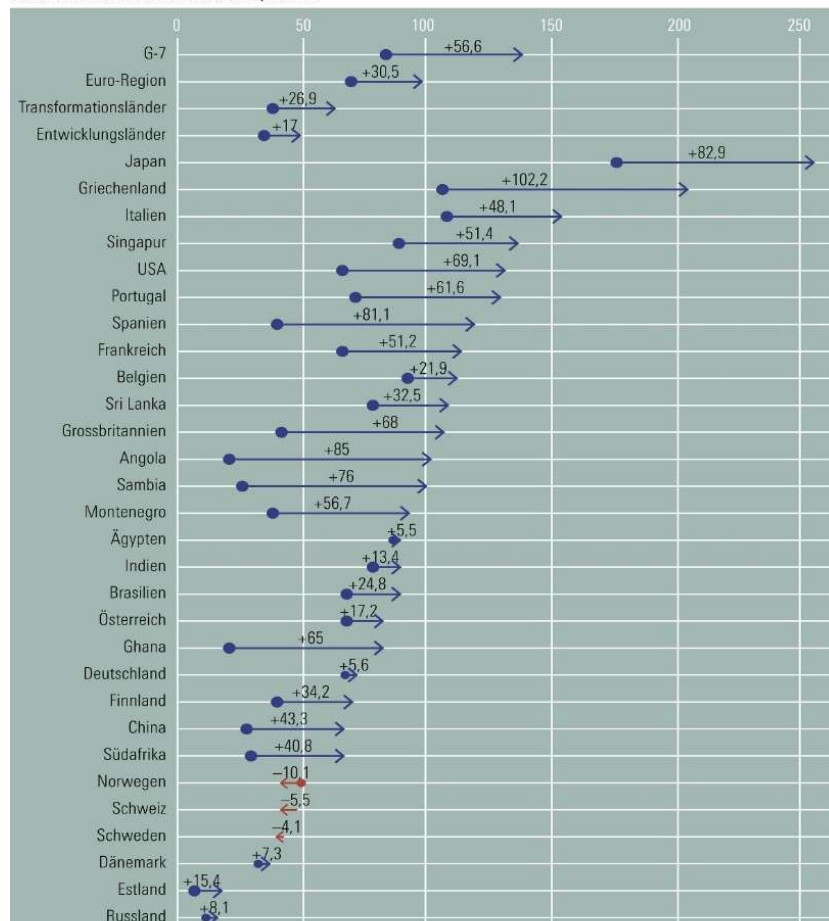
4. Anleihen weiterhin gefährdet

1. Eine neue Weltordnung nach dem Ukraine-Krieg

Schon zu der Zeit, als die Zentralbanken noch von Deflation sprachen, hatten wir auf die Risiken der Reflation hingewiesen. Später, als sie mit steigenden Inflationsraten konfrontiert wurden, unterschätzten die Zentralbanken die Gefahr und stellten die Inflation als vorübergehendes Phänomen dar, während wir die Inflation als dauerhaftes Problem bezeichneten und vor entsprechenden Zinserhöhungen warnten. Heute sind Zinserhöhungen bereits eine Tatsache. Aufgrund der angekündigten Änderung des geldpolitischen Kurses vieler Zentralbanken müssen wir daher nun auch auf das damit verbundene Schuldenproblem hinweisen. Der Ausbruch des Krieges in der Ukraine hat jedoch die Wirtschaftsordnung destabilisiert und wird mit hoher Wahrscheinlichkeit die Prioritäten verschieben. Der Konflikt verschärft den Prozess der fortschreitenden Deglobalisierung. Das neue geopolitische Szenario erzwingt eine kostspielige Umstrukturierung der Wertschöpfungs- und Lieferketten - die Produkte werden teurer, was wiederum die Inflation anheizt. So erhöht der Konflikt in der Ukraine die Gefahr einer Stagflation, verstärkt den Inflationsdruck und erschwert eine ohnehin schon heikle geldpolitische Bremsung

Enorm gestiegene Schuldenlast – auch in einigen Entwicklungsländern

Staatsschulden in % des Bruttoinlandprodukts



QUELLE: IMF FISCAL MONITOR 2021 DATABASE

NZZ / pfi.

2. Verschärfung der Energiekrise

Die Energiefrage ist von zentraler Bedeutung für das künftige Wachstum und von politischer Relevanz. Wenn die Energiepreise weiter steigen, könnten wir echte Wachstumsprobleme bekommen.

Aufgrund der massiven Desinvestitionen im Ölsektor und der aggressiven Klimapolitik war eine hausgemachte Energiekrise bereits vor dem Krieg absehbar. In den letzten Jahren wurde zu wenig in die Verarbeitung und Exploration von Kohle, Gas und Öl investiert.

Die Gasproduktion in Europa selbst - z. B. im Vereinigten Königreich und in den Niederlanden - ist rückläufig und der Kontinent will bei der Stromerzeugung auf Kohle und Nukleartechnologie weitgehend verzichten. Damit bleibt neben dem Ausbau der erneuerbaren Energien nur noch Gas aus dem Ausland, um den Bedarf zu decken. Dies erhöht die Abhängigkeit von externen Lieferanten.

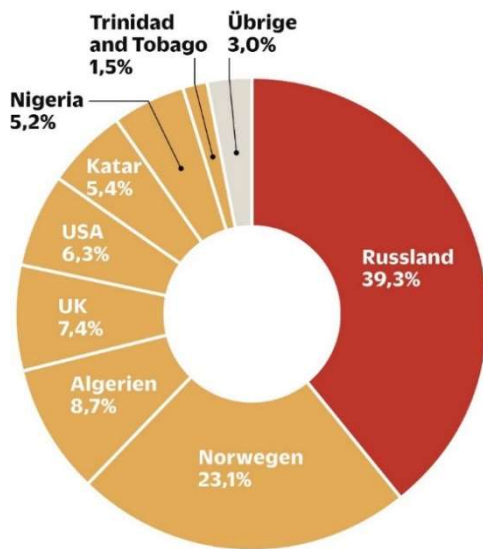
Das angestrebte Ziel einer klimaneutralen Wirtschaft (Netto-Null) wird zu hohen Abgaben durch einen Preis für CO₂-Emissionen führen. Letztendlich werden die Verbraucher diese in Form höherer Preise für Kraftstoff, Gas und Strom bezahlen müssen. Auch die Kosten für andere Güter werden steigen. Dies wirft die Frage auf, wie viel die grüne Revolution in Richtung Netto-Null kosten wird.

Neue Regierungsprogramme, strengere Gesetze und Proteste von Umweltorganisationen erhöhen die Nachfrage nach wichtigen Rohstoffen, die für die grüne Revolution benötigt werden. Besonders betroffen sind Kupfer, Aluminium, Lithium, Nickel und Kobalt. Striktere Vorschriften führen jedoch dazu, dass Investitionen in Minen oder Hütten entweder nicht getätigt oder zurückgefahren werden.

Obwohl die Ölpreise steigen, sind die Investitionen rückläufig. Multinationale Ölgesellschaften und Rohstoffhändler bereiten sich auf ihre neue Rolle als Händler von "sauberer" Energie vor. Die Gasenergiekrise verschärft sich, da Umweltschützer Erdgas weiterhin verteufeln und auf seine Abschaffung drängen, obwohl Gas als Übergangsrohstoff in der energieintensiven Stahlproduktion mit Hilfe von "grünem" Wasserstoff benötigt wird.

Hohe Abhängigkeit

Wichtigste Herkunftsländer des in Europa verbrauchten Erdgases

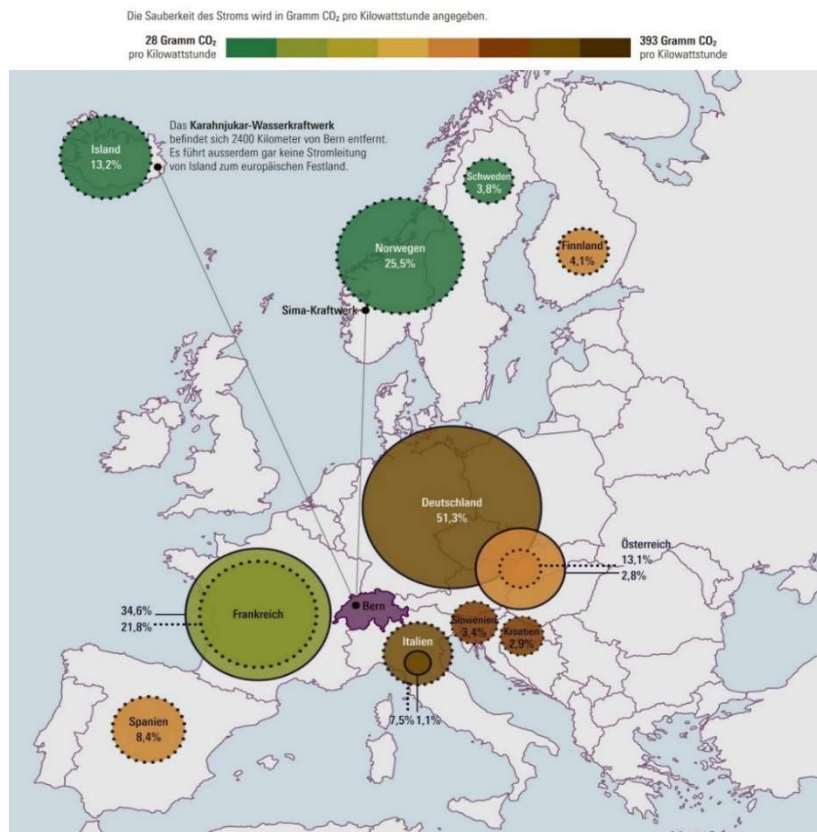


Quelle: Eurostat, Europa-Parlament

Auch die Schweiz ist betroffen

Ab 2025 dürfte die Situation für die Schweiz ungemütlich werden. Von da an müssen alle europäischen Übertragungsnetzbetreiber mindestens 70 % ihrer grenzüberschreitenden Netzkapazitäten für den Stromhandel innerhalb der EU freihalten. Wie diese Forderung umgesetzt werden soll, ist noch nicht klar definiert. Es besteht jedoch die Gefahr, dass die 70%-Regel die Importkapazitäten der Schweiz erheblich einschränken wird.

Sollte die Schweiz bis dahin weder ein Stromabkommen mit der EU noch technische Abkommen mit einzelnen EU-Ländern haben, könnte es dazu kommen, dass die Nachfrage nach Haushaltsstrom zeitweise nicht mehr gedeckt werden kann.

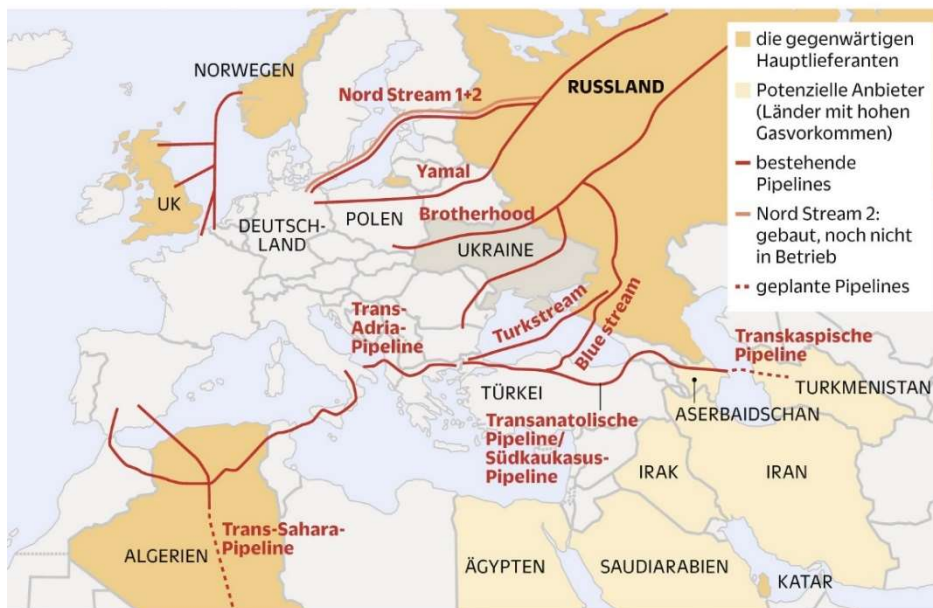


Die Situation verschärft sich durch den Krieg in der Ukraine

Wegen des Krieges in der Ukraine ist davon auszugehen, dass das Angebot an russischem Erdgas reduziert wird - entweder weil Russland kein Erdgas mehr liefert oder die westliche Wirtschaft nicht mehr mit russischem Erdgas beliefert werden will. Dies wird den Ölpreis weiter in die Höhe treiben, was das Risiko einer Energiekrise erhöht. Wenn die Nachfrage relativ stabil bleibt, wird die Verringerung des russischen Energieangebots zu höheren Heizkosten führen und sich in den Preisen von Produkten niederschlagen, die von Erdgas abhängig sind. Darüber hinaus dürfte der Krieg in der Ukraine die öffentlichen Ausgaben in vielen Ländern explodieren lassen. Europa ist vom Ausbruch und der Schwere des Krieges überrascht worden und reagiert geschlossen mit umfangreichen staatlichen Hilfen. Deren Finanzierung könnte auch die Inflation weiter anheizen, zumal viele Staatskassen nach der Corona-Pandemie bereits stark überschuldet sind.

Dichtes Geflecht aus Pipelines

Die wichtigsten Gaslieferanten für Europa (Länder) und die wichtigsten Pipelines



3. Die Kosten hoher Inflation, sozialer Unruhen und Preiskontrollen

Die massive Liquiditätspolitik der Zentralbanken ist die Hauptursache der Inflation und die steigenden Energiepreise verschärfen das Problem noch. Eine hohe Inflation wird den Lebensstandard in der westlichen Welt senken und zu Umverteilungseffekten führen.

Die Inflation wirkt wie eine Steuer auf den allgemeinen Verbrauch, da sie das verfügbare Einkommen verringert. Ausserdem reduziert sich die Kaufkraft des angesparten Vermögens. Eine jährliche Inflation von 2 % halbiert den Wert des Geldes in 35 Jahren. Und bei einer Inflation von 5 % schmilzt es im gleichen Zeitraum auf weniger als ein Fünftel seines ursprünglichen Betrags.

So macht eine hohe und unerwartete Inflation das Sparen weniger attraktiv und fördert die Verschuldung oder den Konsum. Sie führt zu Ineffizienzen auf dem Markt und erschwert Verbrauchern und Unternehmen eine langfristige Planung. Die Inflation kann sich auf die Produktivität auswirken, da die Unternehmen gezwungen sind, ihre Ressourcen von Produkten und Dienstleistungen abzuziehen, um sich auf die Bewältigung der Inflation zu konzentrieren.

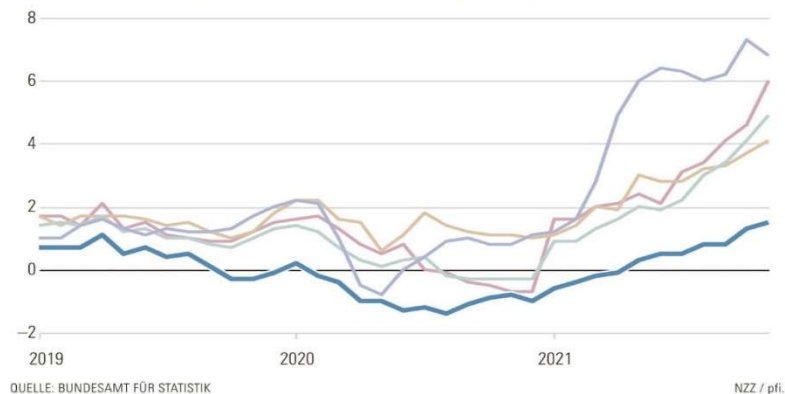
Die Inflation trifft jedoch nicht nur die Sparer, sondern vor allem Menschen mit geringem Einkommen. Bei hoher Inflation wird die Kaufkraft von Menschen mit festem Nominaleinkommen auf Menschen mit variablem Einkommen umverteilt, da deren

Einkommen besser mit der Inflation Schritt halten kann. Wenn die Preise schneller steigen als die Nominallöhne, haben die Arbeitnehmer einen Inflationsverlust, da ihre Reallöhne sinken. Eine hohe Inflation ohne Lohnerhöhungen könnte im schlimmsten Fall zu sozialen Unruhen in Europa führen..

Die Inflation steigt ausserhalb der Schweiz schneller an

Veränderung der Konsumentenpreise im Vergleich zum Vorjahresmonat laut harmonisiertem Verbraucherindex (HPIV)

USA Euro-Zone Österreich Deutschland Schweiz



Die hohe Inflationsrate wird daher zunehmend zu einem politischen Thema. Angesichts anziehender Preise wird hier und da gefordert, dass der Staat mit "strategischen Preiskontrollen" eingreift. Preiskontrollen sind für Politiker besonders attraktiv, da sie glauben, der Inflation per Dekret ein Ende setzen zu können. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass Preiskontrollen selten ihre Ziele erreichen und eher zu einem Rückgang von Wachstum und Beschäftigung führen.

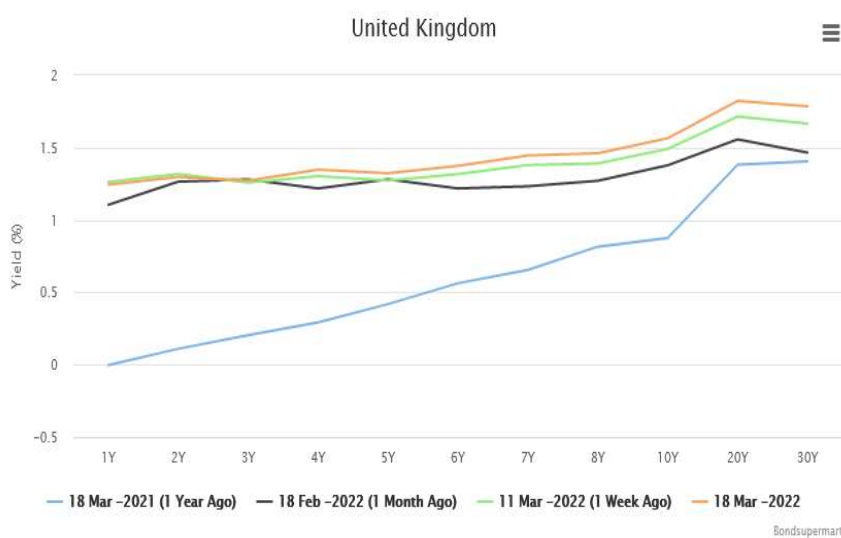
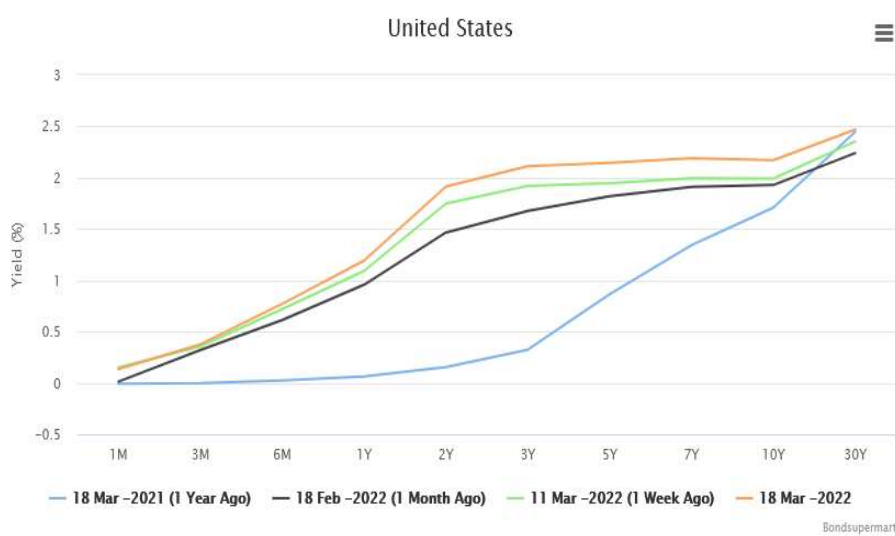
4. Anleihen weiterhin gefährdet

Wir gehen davon aus, dass der Inflationsdruck hoch bleiben und die Kapitalmärkte weiter belasten wird. Der Konflikt in der Ukraine könnte den Zinserhöhungsprozess der Zentralbanken vorübergehend unterbrechen, da die Gefahr einer Abschwächung des Wirtschaftswachstums oder gar einer Stagflation in Europa besteht. Langfristig werden die Zentralbanken jedoch auf die steigende Inflation reagieren und auch die kurzfristigen Zinssätze anheben müssen. US-Staatsanleihen würden im derzeitigen Umfeld eine gewisse Sicherheit bieten. Die Preise könnten jedoch unter Druck geraten, wenn die US-Notenbank die Zinsen wieder anhebt.

Ein Blick auf die Renditekurven der USA und des Vereinigten Königreichs zeigt, was passieren könnte. Höhere Inflationszahlen oder -erwartungen haben die langfristigen Zinssätze in den

USA bereits nach oben getrieben und infolgedessen ist die Renditekurve steiler geworden. Die Bank of England befindet sich in einer fortgeschritteneren Phase des geldpolitischen Zyklus und hat bereits mit einer Anhebung der Leitzinsen auf den starken Anstieg der Inflation reagiert. Infolgedessen sind auch die kurzfristigen Zinssätze im Vereinigten Königreich gestiegen, was insgesamt zu einer parallelen Aufwärtsverschiebung bzw. leichten Verflachung der Renditekurve geführt hat. Dasselbe ist in den USA nach den Zinserhöhungen der Fed zu erwarten.

Wie in der Vergangenheit empfehlen wir aufgrund des Inflations- und Zinsrisikos inflationsgeschützte Anleihen wie TIPS und variabel verzinsliche Anleihen wie FRNs.



I. Quartal 2022

1. Wachstum oder Stagflation in 2022?

- Anhaltende Inflation und das Dilemma der Zentralbanken
- Inflation und höhere Zinssätze in den USA
- Stagflation in Europa

2. Finanzmärkte im Jahr 2022 angesichts von Inflation, höheren Zinssätzen, finanzieller Repression und Stagflationsrisiken

1. Wachstum oder Stagflation in 2022?

Das Auftreten der neuen Virusmutation Omikron und das Risiko einer Energiekrise setzen die Weltwirtschaft unter Druck. Allerdings bleiben auch im neuen Jahr die Geldpolitik und die extreme weltweite Verschuldung die entscheidenden Faktoren für das Wirtschaftswachstum.

Die Gefahr der Inflation wurde lange Zeit unterschätzt

Die Zentralbanken unterstützten die Politik und glaubten, dass sie Geldpolitik machen können, ohne das Risiko einer künftigen Inflation berücksichtigen zu müssen. Lange Zeit lag der Schwerpunkt auf der Ankurbelung der Wirtschaft, der Unterstützung des Staatshaushalts und der Erreichung wirtschaftspolitischer Ziele, während der Gefahr einer künftigen Inflation zu wenig Beachtung geschenkt wurde.

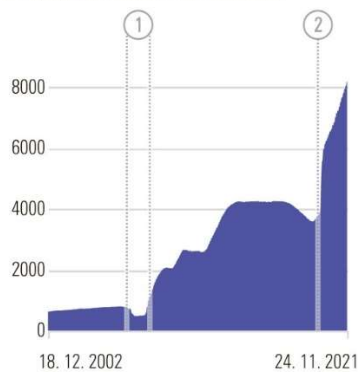
Diese Politik kann nicht unbegrenzt fortgesetzt werden, da sie unweigerlich einen neuen Inflationsprozess mit verheerenden Folgen für die Wirtschaft auslösen könnte. Ein Ausstieg aus der super expansiven Geldpolitik wird dann angesichts der enormen Verschuldung von Staat und Privatsektor politisch schwierig sein.

Anhaltende Inflation und das Dilemma der Zentralbanken

Die Federal Reserve (Fed): Die Inflation in den USA ist zurzeit viel höher als in jeder anderen fortgeschrittenen Wirtschaft und der Inflationsanstieg wird nun endlich als dauerhaft erkannt. Die Herausforderung für die Fed besteht darin, die Inflation zu dämpfen, die derzeit den höchsten Stand seit mehr als drei Jahrzehnten erreicht hat. Bevor sie die Zinssätze anhebt, hat sie sich praktisch verpflichtet, die monatlichen Anleihekäufe zu beenden, die in den letzten 20 Monaten zur Wiederbelebung der Wirtschaft beigetragen haben. Die Fed hat begonnen, ihre Anleihekäufe zu reduzieren und wird sie Ende März 2022 ganz einstellen. Das bedeutet, dass eine erste Zinserhöhung noch mindestens ein Vierteljahr entfernt ist. Die Zentralbank erwartet drei Zinserhöhungen im Jahr 2022, drei weitere sind für 2023 geplant, gefolgt von zwei im Jahr 2024.

Hohe Wertpapierkäufe in den vergangenen Monate

Wertpapierbestände des Fed (Mrd. \$)



① Finanzkrise ② Corona-Krise

QUELLE: FED

NZZ / cri.

Die Europäische Zentralbank (EZB): Die Situation in der Eurozone ist ganz anders. Eigentlich müsste auch die EZB handeln, denn die Inflation in der Eurozone liegt bereits deutlich über ihrem langfristigen Ziel. Die Zentralbank behauptet jedoch nach wie vor, die hohe Inflation sei nur vorübergehend. Sie hat ihre Inflationsprognose für 2022 auf fast das Doppelte, d. h. 3,2 %, angepasst, verfolgt aber weiterhin eine sehr expansive Geldpolitik.

Seit sieben Jahren liegen die Leitzinsen in der Eurozone bei null und die EZB verlangt von den Banken zudem Negativzinsen für bei ihr geparktes Tagesgeld. Seit 2015 kauft sie Staats- und Unternehmensanleihen, um die Zinssätze auch für längere Laufzeiten zu drücken. Somit sind in den verschiedenen Mitgliedstaaten der Währungsunion die Zinssätze historisch niedrig und laden die Finanzminister dazu ein, die Verschuldung zu erhöhen. Ausserdem haben sich Privatanleger zunehmend risikoreichen Anlageklassen zugewandt, um noch einen einigermaßen erträglichen Zinssatz für ihr Geld zu erhalten, was wiederum die Aktien- und Immobilienpreise in die Höhe treibt.



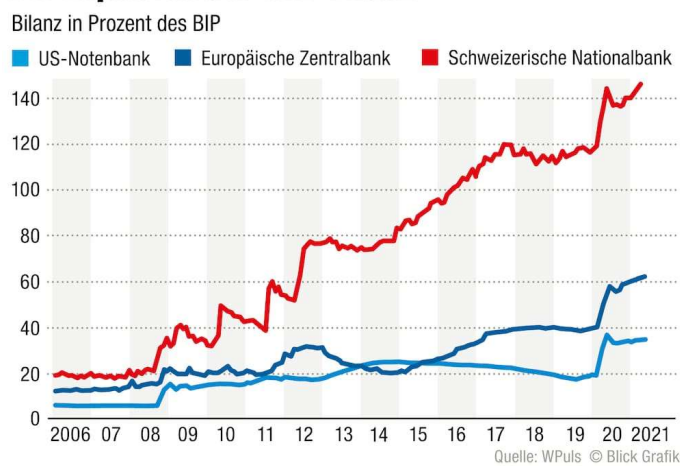
Da die EZB jedoch nicht nur für die Preisstabilität, sondern auch für die Finanzstabilität und die Bankenaufsicht zuständig ist, gerät sie zunehmend in einen Interessenkonflikt mit ihrer

eigenen Geldpolitik. Nach Ansicht der EZB sollten die nationalen Behörden die Gefahren ihrer lockeren Geldpolitik durch makroprudenzielle Regulierung eindämmen, indem sie z. B. die Kapitalpuffer für Banken erhöhen und von Hauskäufern mehr Eigenkapital verlangen.

Die EZB sollte jedoch den Risiken ihrer eigenen Politik entgegenwirken und endlich von ihrer einseitigen Ausrichtung auf niedrige Zinsen zu einer ausgewogenen Geldpolitik zurückkehren. Andernfalls wird eine Korrektur der Finanzmärkte durch starke Zinserhöhungen kaum zu vermeiden sein.

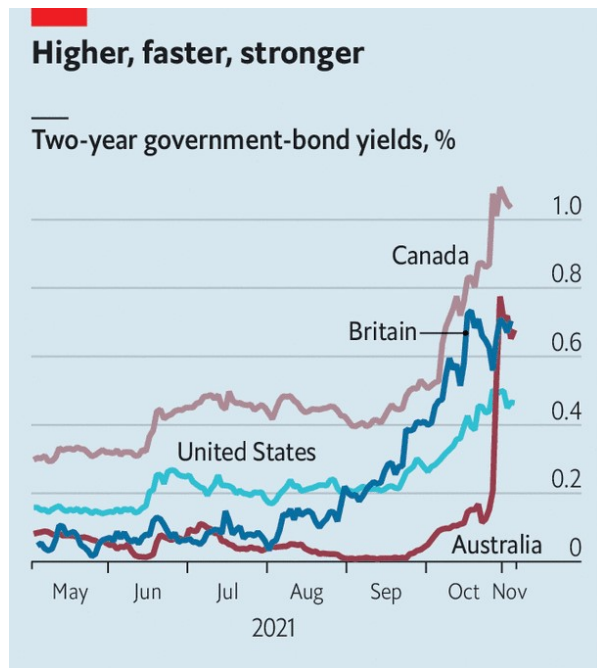
Die Schweizerische Nationalbank (SNB): Um den Schweizer Franken zu stabilisieren, kaufte die SNB keine inländischen Staatsanleihen, investierte jedoch rund 100 Milliarden Dollar und Euro in ausländische Anleihen und Aktien. Mit dieser expansiven Liquiditätspolitik wurde die Bilanz massiv ausgeweitet und die Zinssätze fielen stark in den negativen Bereich. Diese Strafzinsen haben das gesamte Finanzsystem zunehmend belastet und private Anleger in risikoreichere Anlageklassen wie Aktien und Immobilien getrieben. Nun warnt die SNB vor Übertreibungen auf dem Schweizer Immobilienmarkt, die sie selbst verursacht hat. Die Inflation ist hierzulande noch relativ niedrig, und die SNB kann einen unerwünscht starken Anstieg der Inflation verhindern, indem sie eine gewisse Aufwertung des Schweizer Francs zulässt. Auf diese Weise werden Importe billiger, was dem Preisanstieg entgegenwirkt. Ein nachhaltiger Anstieg der Konsumentenpreise würde aber auch die SNB unter Druck setzen.

Die Explosion der SNB-Bilanz



Was geschieht nun, wenn die Zinssätze zusammen mit der Inflation weiter steigen?

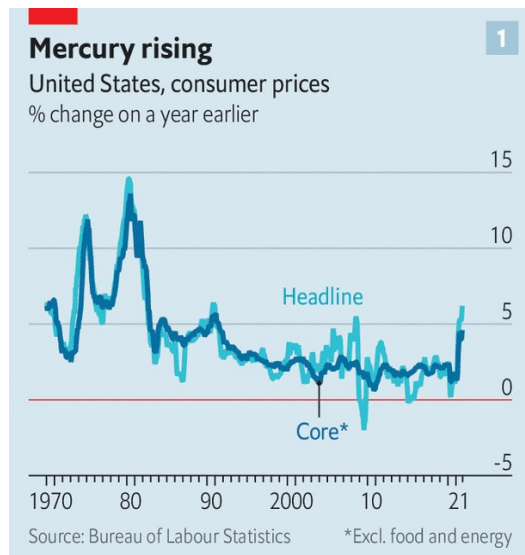
Als die Zentralbanken noch von Deflation und Rezession sprachen, wiesen wir bereits auf die Inflationsrisiken hin. Während einige Zentralbanken die Inflation heute noch als vorübergehendes Phänomen herunterspielen, erwarten wir im neuen inflationären Umfeld weitere Zinserhöhungen



Inflation und höhere Zinssätze in den USA

Mit der Inflation steigen auch die US-Zinsen. Während die kurzfristigen Zinssätze vorerst niedrig bleiben, werden die langfristigen Zinssätze steigen, was zu einer weiteren Versteifung der Zinsstrukturkurve führen wird. Erst später im Jahr wird die Fed auch die kurzfristigen Zinssätze anheben.

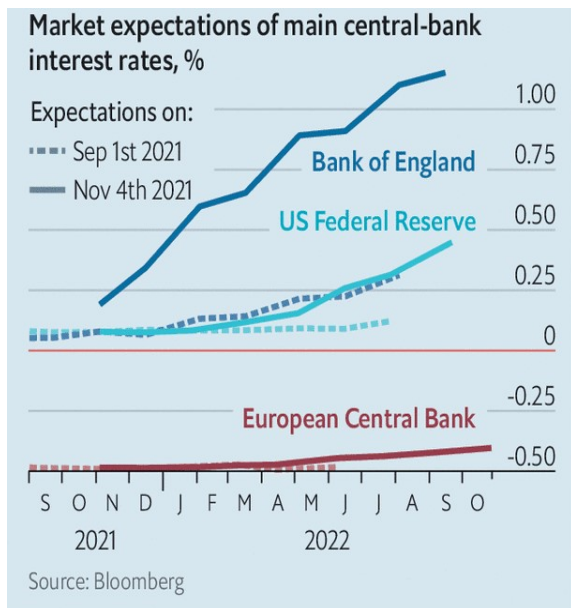
Mit der Zeit wird die Inflation das Schuldenproblem lindern. Um dies zu erreichen, wird die US-Regierung dafür sorgen, dass das reale Wirtschaftswachstum und die Inflation deutlich über dem gezahlten Zinssatz liegen. Dadurch wird die Schuldenquote bzw. Schuldenlast im Laufe der Zeit verringert. Gleichzeitig werden durch eine Normalisierung der Kapitalmärkte die heute bestehenden Verzerrungen reduziert. In dieser Konstellation dürften die Zinsen zwar steigen, aber in geringerem Masse als die Preise, d. h. die Realzinsen werden niedrig oder sogar negativ bleiben. Dies ist zwar gut für die Unternehmen, die sich günstig refinanzieren können, aber schlecht für die Sparer, die weiterhin durch die sogenannte finanzielle Repression enteignet werden.



The Economist

Stagflation in Europa

In Europa ist es äusserst schwierig, aus dem Schuldenproblem herauszukommen. Die europäischen Länder tun sich noch immer schwer, die notwendigen Strukturreformen durchzuführen, was die stimulierende Wirkung der Geld- und Fiskalpolitik verringert. Infolgedessen bleiben die Wachstumsraten in Europa trotz steigender Inflation niedriger als in den USA. Die EZB versucht bereits, eine Anhebung der Zinssätze auf den Kapitalmärkten zu vermeiden, indem sie die gesamte Zinskurve kontrolliert. Wir gehen davon aus, dass der politische Druck diese Entwicklung weiter forcieren wird, da höhere Zinsen bei steigender Verschuldung negative Auswirkungen auf die Mitgliedstaaten und die Portfolios der europäischen Geschäftsbanken haben werden. So wird die EZB von der Politik zunehmend gezwungen, alles zu tun, um die Zinsen in der Eurozone so lange wie möglich niedrig zu halten. Eine solche politische Kontrolle der Kapitalmärkte würde das System zwar kurzfristig stabilisieren, in der Realität die Probleme jedoch nur auf Zeit verschieben. Langfristig werden die Verzerrungen auf den Kapitalmärkten das Wirtschaftswachstum untergraben und bei steigender Inflation zu einer Stagnation führen, also einer Situation mit geringem Wirtschaftswachstum und hoher Arbeitslosigkeit in Verbindung mit Inflation



The Economist

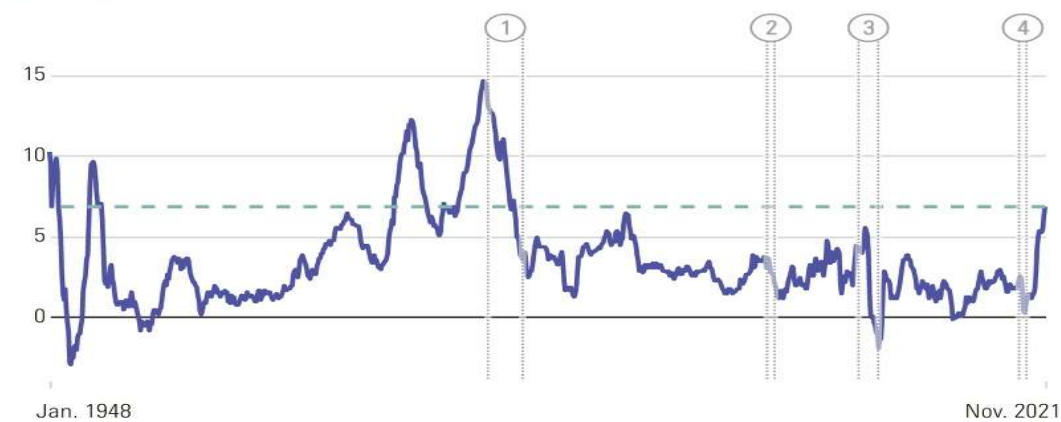
2. Finanzmärkte im Jahr 2022 angesichts von Inflation, höheren Zinssätzen, finanzieller Repression und Stagflationsrisiken

Für 2022 erwarten wir, dass einige Zentralbanken die Zinssätze anheben, das globale BIP-Wachstum geringer ausfällt, Anleihen weiterhin unter Druck stehen, die Aktienrenditen moderat ausfallen und die Volatilität zunimmt. Das Ende der grosszügigen Liquiditätspolitik der Zentralbanken bedeutet, dass sich die Finanzmärkte wieder verstärkt an fundamentalen Werten orientieren werden.

Inflationsbarometer auf höchstem Stand seit vierzig Jahren

Preise für persönlichen Konsum* (%)

— CPI — November 21



① Volcker-Schock ② Geplätzte Internetblase ③ Finanzkrise ④ Corona-Krise

* Jahresveränderungsrate

QUELLE: FRED

NZZ / cri.

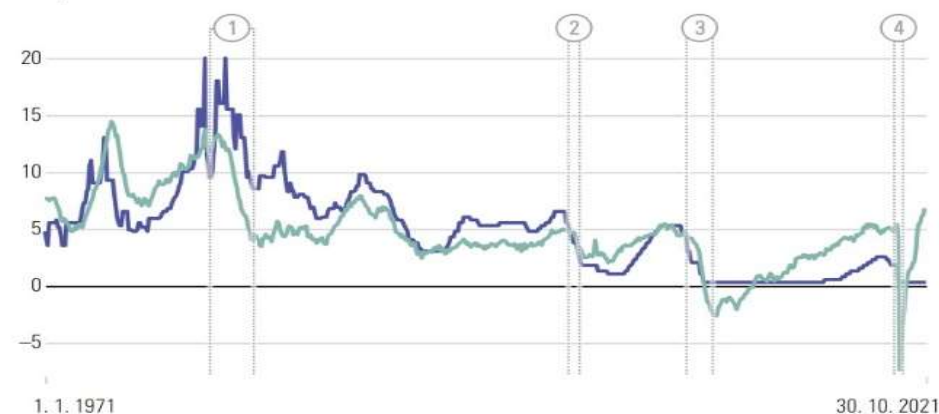
Mit dem Übergang ins neue Jahr haben sich die Unsicherheiten für die Finanzmärkte kaum verändert. Neben den oben erwähnten Inflations- und Zinsrisiken werden die Pandemie, die Energiemärkte, die Immobilienkrise in China wie auch die geopolitischen Entwicklungen bezüglich Taiwan und Ukraine die Märkte beschäftigen. Konkrete Prognosen für die Finanzmärkte sind naturgemäß schwierig. Die Anleger sollten dementsprechend ihre Portfolios über viele Vermögenswerte, Branchen, Weltregionen und Währungen hinweg gut diversifizieren und das Anlagerisiko mit ihrer spezifischen Risikofähigkeit in Einklang bringen. Zudem wissen wir, dass die sicheren Staatsanleihen heute ein garantiertes Verlustgeschäft bringen. Derzeit muss man für ihre Diversifikationseigenschaften im Portfolio eine Prämie zahlen. Nur im Krisenfall sind bei dieser Anlageklasse noch kurzzeitige Kursgewinne zu erwarten. Es ist auch bekannt, dass die sogenannten Strafzinsen das gesamte Finanzsystem mehr und mehr aushöhlen und die Anleger und insbesondere die Sparer benachteiligen. Etwaige Zinserhöhungen würden an der finanziellen Repression kaum etwas ändern, zumindest solange die Zinsen niedriger sind als die Inflation und somit die Realzinsen (definiert als Zinsen minus Inflation) niedrig oder sogar negativ bleiben.

Wir gehen davon aus, dass der Inflationsdruck hoch bleiben und die Kapitalmärkte weiter belastet wird. In dem neuen inflationären Umfeld bleiben Sachwerte und eventuell sogar Aktien je nach Entwicklung der Realzinsen attraktiv. Für Privatanleger gibt es kaum mehr Alternativen zu Dividendentiteln, jedoch wird die Entwicklung der Aktienmärkte aufgrund der unterschiedlichen Rahmenbedingungen regional unterschiedlich ausfallen.

Der amerikanische Leitzins ist offensichtlich viel zu tief

Schätzung und Entwicklung, in %

— Taylor-Satz* — Fed-Satz



① Volcker-Schock ② Geplatze Internetblase ③ Finanzkrise ④ Corona-Krise

* Zinssatzungsleitplanke für Notenbanken.

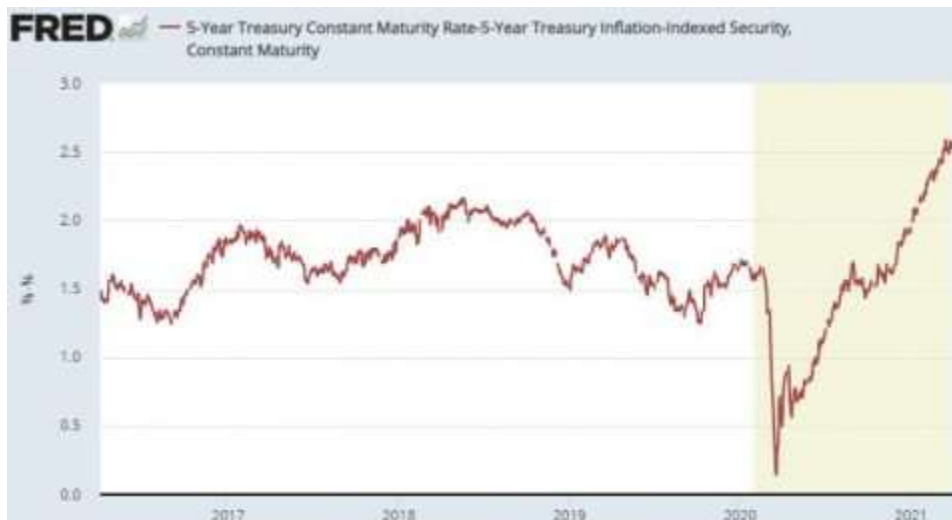
QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / cri.

Anleihen

Seit mehr als einem Jahr haben wir auf das Inflations- und Zinsrisiko hingewiesen und dementsprechend inflationsgeschützte Anleihen wie TIPS und Anleihen mit variablem Zinssatz wie FRN empfohlen. Diese Arten von Anleihen gehörten im vergangenen Jahr zu den

Anleihen mit der besten Performance. Inzwischen erkennen immer mehr Marktteilnehmer, dass die Inflation kein vorübergehendes Phänomen mehr ist. Es wird erwartet, dass die Geldpolitik in naher Zukunft gestrafft wird. Die grossen Zentralbanken haben mit der Rückführung der Anleihekäufe, dem sogenannten Tapering, begonnen oder diese angekündigt, was bereits zu einem Anstieg der Zinssätze geführt hat. Es ist auch realistisch, dass im neuen Jahr weitere Zinserhöhungen zu erwarten sind. Die Bank of England hat als erste Notenbank den Leitzins von 0,1% auf 0,25% angehoben und im Laufe des Jahres wird ihr die Federal Reserve folgen.



Wie vor einem Jahr, als das Inflationsrisiko auf den Kapitalmärkten unterschätzt wurde, wird auch heute das Risiko eines dauerhaften Zinsanstiegs unterschätzt. Daher werden neben TIPS auch FRNs empfohlen