

## Quartalsbrief

Stephan Vollert, Leiter Research & Analysen, Belvalor AG

---

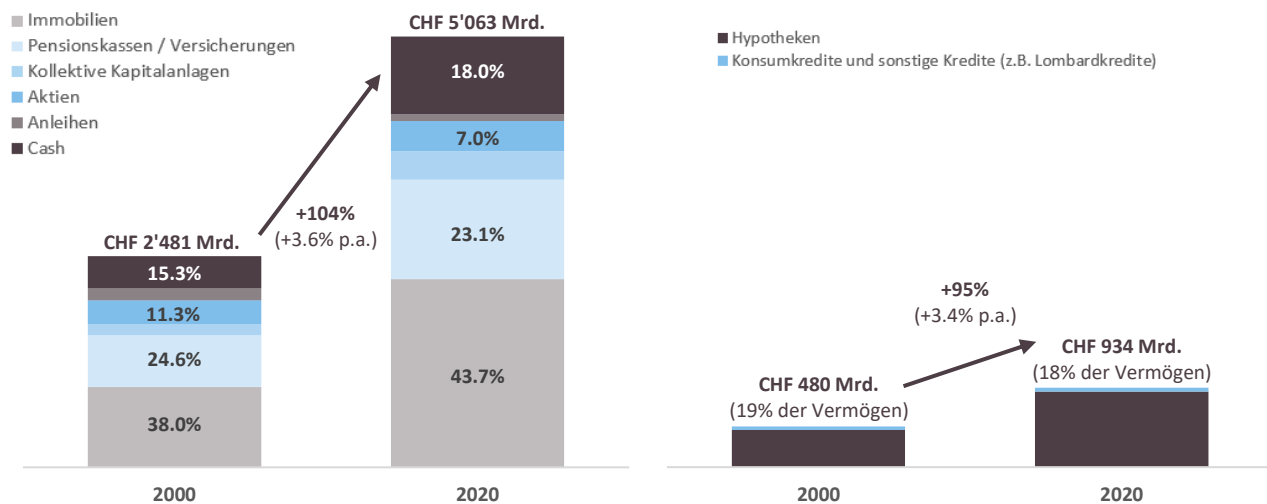
Die in der ersten Jahreshälfte beobachteten Entwicklungen – wie die weitere Verteuerung von Rohstoffen und Energie – halten an und haben sich tendenziell verstärkt. Die Sorge um China ist nicht kleiner geworden. Covid-19 ist omnipräsent; ein Ende der Pandemie und damit die Rückkehr zu einer neuen Normalität zeichnet sich jedoch ab. Selbst die USA öffnen ihre Grenzen. Engpässe bei Lieferketten und Angebotsknappheit sind in aller Munde. Nicht nur Produktions- und Konsumgüter sind zuletzt Mangelware gewesen, sondern vielerorts werden händeringend Fachkräfte gesucht. In einigen Branchen hat dies zu einem sprunghaften Anstieg der Löhne geführt. Zudem stehen staatliche Konjunkturprogramme – immer noch – in den Startlöchern.

Die von uns erwartete Verlangsamung des Wirtschaftswachstums gegen Jahresende ging an den Aktienmärkten im dritten Quartal nicht spurlos vorbei. Bei mehr Gegenwind kommen der Geldpolitik, welche die Aktienmärkte weiterhin massgeblich beeinflusst, und der Vermögensaufteilung besondere Bedeutung zu. Deshalb widmen wir uns in diesem Quartalsbrief diesen beiden Themen.

Eigentlich könnten sich die Notenbanken zufrieden auf die Schulter klopfen. Mithilfe ihrer Geldpolitik ist nicht nur die Konjunktur ins Laufen gekommen, sondern die Inflation konnte entzündet werden. Die Freude darüber wird unseres Erachtens aber nicht von Dauer sein. Obschon davon auszugehen ist, dass die Lohn/Preis-Spirale auf einem Sockel-Niveau weiterdreht, dürften Digitalisierung, Technologisierung und Globalisierung sowie die hohen Staatschulden wieder deflationär wirken. Wir erwarten, dass die Geldschwemme bald gedrosselt, aber längst nicht abgestellt – und sicher noch nicht umgekehrt wird. Auf erste Zinserhöhungen müssen wir wohl noch eine Weile warten. Die US-Notenbank dürfte 2022/2023 beginnen, an der Zinsschraube nach oben zu drehen; in Europa, und damit in der Schweiz, wird es erwartungsgemäss frühestens 2024 soweit sein. Die Null- und Negativzinspolitik wird uns noch lange Zeit begleiten.

Die Effekte bleiben also dieselben. Einzige Änderung betrifft das Ausmass. Die häufig zitierte *Asset Inflation* (Vermögensinflation), sprich die Wertsteigerung von Vermögenswerten, nimmt immer signifikantere Züge an und beschleunigt sich. Kehrseite der Medaille ist die finanzielle Repression, sprich der schleichende Verlust auf Ersparnissen. Den steigenden Kosten stehen keine bis negative Zinsen auf Erspartem gegenüber. Nichtsdestotrotz besitzt die Mehrheit der Schweizer Bevölkerung keine Aktien. Die Aktienquote hat sich trotz der erfreulichen Aktienmärkte gar zurückgebildet. Mittlerweile wird mehr Cash gehalten, als in Aktien, Anleihen und kollektiven Kapitalanlagen zusammen investiert ist. Daraus schlussfolgern wir, dass wohl vermehrt Gelder – dank der relativen Attraktivität gegenüber den übrigen Anlageklassen – in den Aktienmarkt fließen werden. Zum Glück verfügt die breite arbeitende Bevölkerung wenigstens indirekt über Investitionen dank Pensionskassen und sonstiger Versicherungseinrichtungen. Mit Immobilien wurden ebenfalls Wertsteigerungen erzielt. Die nachfolgende Grafik zeigt, dass die Verschuldungsquote in den letzten 20 Jahren gesunken ist, jene bei Liegenschaften überdurchschnittlich. Die Schulden sind in der Schweiz weniger stark gestiegen als die Vermögen, die sich mehr als verdoppelt haben.

## Private Haushalte in der Schweiz: Vermögensaufteilung (links) und Schulden (rechts)



Quelle: Schweizerische Nationalbank (data.snb.ch), Belvalor AG

Im aktuellen Umfeld mit wenig Visibilität auf kurze Sicht und der Annahme eines Aufschwungs in den nächsten zwei Jahren sehen wir keinerlei Veranlassung, Änderungen an unserer Anlagepolitik vorzunehmen. Der Versuchung einer unbedarften Erhöhung des Risikos empfehlen wir zu widerstehen. Qualität steht in allen Anlageklassen im Vordergrund. Aktien von Qualitätsunternehmen sowie Realwerte bleiben unsere bevorzugten Instrumente. Selbst wenn die Inflation wider Erwarten erhöht bleibt, kann mit dieser Strategie die Kaufkraft am besten erhalten werden – mit Cash allein gelingt dies nicht. An den Teilabsicherungen grösserer Aktienbestände mit Put-Optionen halten wir fest. Edelmetalle, welche 2021 mehrheitlich an Wert eingebüsst haben, haben wir punktuell zugekauft.