

## Geschätzte Kundinnen, geschätzte Kunden

Anfang des Jahres gingen die Märkte davon aus, dass die amerikanische Notenbank Fed im Jahr 2024 insgesamt sechs Zinsschritte verkünden würde. Es kam anders. Die hartnäckige Inflation machte den Währungshütern einen Strich durch die Rechnung, so dass die erste Zinssenkung erst im September erfolgen konnte. Nach dem bereits erfreulichen Vorjahr gingen viele Experten überdies davon aus, dass es im Börsenjahrgang 2024 zu grösseren Korrekturen kommen würde. Auch dies traf nicht ein. Per 10. Dezember – dem Redaktionsschluss dieser Spalten – blicken wir auf ein ausserordentlich erfreuliches Börsenjahr zurück.

Prognosen von Analysten, Börsenexperten und Gurus taugen bekanntlich nicht viel. Obwohl das Fed seine längst erwartete erste Leitzinssenkung erst in seiner Sitzung vom 18. September und damit viel später als ursprünglich vorgesehen verkündete, liess dies die Aktienmärkte unbeeindruckt. Die Dividendenpapiere setzten im vergangenen Jahr trotz hoher Zinsen zu einer robusten Hausse an, und wir sind erfreut darüber, dass wir mit unserer Anlagephilosophie, die stark auf Aktien setzt, sehr erfreuliche Performance-Ergebnisse präsentieren dürfen. In der absoluten Höhe liegen sie klar über dem langjährigen Durchschnitt. Im Vergleich zum kapitalisierungsgewichteten Weltmarktindex MSCI World, der stark vom amerikanischen Markt geprägt ist, lagen wir im vergangenen Jahr etwas zurück. Das lag einerseits daran, dass wir dem amerikanischen Markt, dessen Anteil über 70 Prozent des MSCI World beträgt, ein deutlich tieferes Gewicht zukommen lassen. Andererseits sind wir auch in den hochbewerteten Technologiewerten, die ihrerseits einen Drittel des amerikanischen Marktes ausmachen, defensiver exponiert. Von unseren überwiegend wertkonservativen Aktien überzeugten ABB, Apple, Danone, Disney, DormaKaba, Holcim, IBM, Microsoft, Munich Re, 3M, Novartis, Procter & Gamble, SAP, Schneider Electric,

Siemens und Swiss Re. Eine grosse Enttäuschung hingegen waren unsere internationalen Standardwerte Bayer, Nestlé und Swatch.

«Die Disziplin, nicht einfach alles zu jedem Preis zu kaufen, unabhängig von der Begeisterung anderer, ist eine der wichtigsten Eigenschaften, die ein Anleger haben kann.»

Howard Marks, amerikanischer Investor und Mitbegründer von Oaktree

Die fulminante Hausse des amerikanischen Aktienmarktes war geprägt von einigen wenigen Technologietiteln, insbesondere den sogenannten Magnificent Seven – Alphabet (Google), Apple, Amazon, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia und Tesla. Neben diesen Kursraketen erzielte ein grosser Teil der Aktien kaum Performance oder sie war sogar negativ. Im deutschen Aktienmarkt verhielt es sich ähnlich. Der Software-Gigant SAP war massgeblich für die erfreuliche Performance des DAX verantwortlich. Wenn die Schwerge-

wichte der Börsen überragend abschneiden und damit noch schwerer werden, bedeutet das Rückenwind für passive respektive indexorientierte Investoren und Gegenwind für konservative und substanzorientierte Geldverwalter wie «Hotz», die aus Gründen einer ausgewogenen Risikostreuung auf eine tendenzielle Gleichgewichtung der Titel setzen. Wir kennen das aus früheren Erfahrungen: In Boom-Zeiten sind wir mit unserer wertkonservativen Anlagepolitik im Vergleich zu risikofreudigen Wettbewerbern defensiver eingestellt. Damit fühlen wir uns aber wohl, denn erstens liegen wir langfristig klar über den entsprechenden Benchmarks und zweitens sollen unsere Anlagen auch in einer nächsten Krise, die im Timing nicht prognostizierbar ist, wetterfest sein.

«Es gibt Leute, die nicht wissen, was sie sagen – wenn sie Glück haben, nennt man sie Propheten.»

Alexander Roda Roda, österreichischer Schriftsteller, Satiriker und Publizist (1872 – 1945)

Eine Aktienmarktkorrektur gab es im August. Auslöser waren Konjunkturängste und vorübergehend enttäuschende Beschäftigungszahlen in den Vereinigten Staaten von Amerika sowie eine abflauende Euphorie für das Thema Künstliche Intelligenz. Für zahlreiche Schweizer Kundinnen und Kunden, die wir in den letzten zwei Jahren neu bei uns begrüßen durften, war diese Korrektur ein Segen. Das zwischenzeitliche Absacken der weltweiten Märkte gab uns endlich die Gelegenheit, antizyklisch einen Aufbauschritt bei neu eröffneten Wertschriftenportfolios mit Referenzwährung Schweizer Franken vorzunehmen, um von der darauffolgenden Erholung der Märkte profitieren zu können. In der zuvor langanhaltenden Hausse blieb uns dies verwehrt, was zur Folge hatte, dass Portfolios, die wir im Jahr 2023 eröffnen durften, längere Zeit «unterinvestiert» waren. In den in Euro denominierten Portfolios war die Sommerkorrektur zu schwach, um antizyklische Zukäufe auszulösen. Im Nachhinein betrachtet wäre es für

einmal besser gewesen, gleich bei Eröffnung der Portfolios auf einen Schlag die ganzen Mittel zu investieren. Aber erstens ist im *Nachhinein* immer alles klar und einfach, und zweitens lehnen wir allein aus Risikogründen einen derart riskanten Portfolioaufbau ab. Der «Normalfall» sieht nämlich so aus: In aller Regel gibt es in den 6 bis 18 Monaten der Aufbauphase eines Portfolios eine oder mehrere Korrekturen von mindestens 5 Prozent, um antizyklisch zuzukaufen. Diese gilt es zu nutzen. Wir sind deshalb der festen Überzeugung, dass unser Konzept des zeitlich gestaffelten Aufbaus von Portfolios auch in Zukunft das optimale Vorgehen sein wird.

#### Prognosen der Profis: Für den Schredder!

Nach dem Sturm auf das Capitol im Januar 2021 wäre wohl eher zu erwarten gewesen, dass der abgewählte Präsident Donald Trump im Gefängnis landen, als dass er vier Jahre später als verurteilter Betrüger wieder ins Weisse Haus einziehen würde. Der umstrittene Showman feiert ein grandioses Comeback auf der Politbühne. Es ist schwierig abzuschätzen, was die Wahl des unberechenbaren Egomanen für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte bedeuten wird. Wir dürfen aber davon ausgehen, dass es ein Revival an Spektakel und Unsicherheit geben wird. Im Vorfeld der Wahlen wurde darüber spekuliert, welche Branchen und Aktien bei einem Wahlsieg von Kamala Harris oder Donald Trump profitieren würden. Aus Überzeugung halten wir uns von solchen Spekulationen fern.

«Sie sollten nicht vergessen: Donald Trump wird vier Jahre im Amt sein. Der Anlagehorizont der meisten Anleger ist viel länger. Es lohnt sich nicht, seine Anlagestrategie aufgrund der Politik zu ändern. Präsidenten kommen und gehen.»

Kristina Hooper, Chefstrategin des amerikanischen Vermögensverwalters Invesco, Interview in der «NZZ am Sonntag», 17. November 2024

Wir erinnern uns: Nachdem Donald Trump im Jahr 2016 zum ersten Mal Präsident wurde, ging eine Mehrheit davon aus, dass seine Politik gut für Öl, Finanzen und Pharma, aber schlecht für den Technologiesektor sein würde. Es kam anders: Während in den folgenden vier Jahren seiner Präsidentschaft insbesondere Energie und Finanzen deutlich schlechter performten als der Gesamtmarkt, schnitt der Technologiesektor weit überdurchschnittlich gut ab. Nach der Wahl von Joe Biden zum Präsidenten im Jahr 2020 erwartete das Gros der Anleger, dass seine Administration der dreckigen Energie den «Garaus» machen würde. Das Gegenteil traf ein: In seiner Amtszeit war Energie *der* überragende Sektor. Als Bill Clinton im Jahr 1992 zum Präsidenten gekürt wurde, sagte dieser der Pharmaindustrie den Kampf an und drohte, die Medikamentenpreise drastisch zu senken. Kaum jemand hätte damals für möglich gehalten, dass in den acht Jahren seiner Präsidentschaft der Gesundheitssektor den Gesamtmarkt bei Weitem übertrumpfen würde. Mark Dittli, Redaktor der Online-Zeitung «The Market», verweist in seinem Big-Picture-Beitrag vom 1. November 2024 auf eine Studie von Marko Papic, dem globalen Chefstrategen von BCA Research. Aus dieser geht hervor, dass es kein konsistentes Muster zwischen der Partei des Wahlsiegers und der zukünftigen Sektorperformance bei den Aktien gibt. Gemäss einer Mehrheitsmeinung steht Donald Trump für höheres Wachstum, höhere Defizite, höhere Schulden sowie höhere Zölle und damit in der Tendenz höhere Inflation. Was davon Realität wird, ist völlig offen. Gesichert ist wohl dies: Nur die Wall Street respektive die Finanzmärkte werden den Grössenwahn des Möchtegern-Diktators bändigen können. Amerikanische Wahlen sind ein Spektakel – Prognosen, die darauf basieren, für den Schredder.

«Ich könnte mitten auf der Fifth Avenue stehen und jemanden erschiessen, und ich würde keine Wähler verlieren. Das ist irgendwie unglaublich.»

Donald Trump, 47. Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika

Um bei den Prognosen zu bleiben: Erinnern Sie sich an den 19. Juli des vergangenen Jahres? An diesem Tag gab es einen weltweiten IT-Systemausfall, von dem die Windows-Version von Microsoft und in der Folge Fluggesellschaften, Banken, Spitäler und Fernsehsender betroffen waren. Unzählige Flüge wurden gestrichen oder hatten riesige Verspätung. Die Software «Falcon» der IT-Sicherheitsfirma CrowdStrike, die zur Abwehr von Cyberangriffen dient, verursachte nach einem Update ein weltweites Chaos. «Das ist beispiellos», sagte Alan Woodward, Professor für Cybersicherheit an der Universität Surrey im Süden von London, gegenüber dem Nachrichtenunternehmen Bloomberg. Der Aktienkurs der texanischen CrowdStrike brach in der Folge ein. In der «Zuger Zeitung – Schweiz am Wochenende» vom 20. Juli sagte Marc Ruef, Leiter Forschung der Schweizer IT-Sicherheitsfirma SCIP, auf die Frage «Was kommt nun auf die Sicherheitsfirma CrowdStrike zu?» dies: «Wenn viele der Firmen, die von der IT-Panne betroffen sind, Schadenersatz fordern, könnte es sehr teuer werden, das IT-Unternehmen könnte sogar bankrott gehen.» Am Tag zuvor sagte der IT-Sicherheitsexperte Sven Fassbender, Geschäftsführer des auf Informationssicherheit spezialisierten Unternehmens Zentrust, in der Sendung «10 vor 10» auf dem Fernsehsender SRF hingegen, dass sich der Aktienkurs rasch wieder erholen würde. Das Wachstum in dieser Branche sei sehr hoch. Zwei Experten, zwei komplett divergierende Prognosen bezüglich des zukünftigen Aktienkurses eines Unternehmens, das für Schlagzeilen sorgte. Heute wissen wir, dass sich der Aktienkurs von CrowdStrike seit dem 19. Juli wieder kräftig erholt hat – die richtige Prognose war natürlich reiner Zufall, denn es hätte ebenso gut anders kommen können.

### **Clumpenrisiken – indexnahes Investieren birgt Gefahren**

Das passive Investieren erfreut sich bei institutionellen Investoren zunehmender Beliebtheit – es ist sozusagen ein «Herdentrieb auf hohem Niveau». Im vergangenen Jahr bekamen sie wieder einmal recht, denn es war für aktive Investoren schwierig, die hohen Renditen passiver Indizes zu übertreffen. Wir erinnern aber gerne an

das Jahr 2022, als wir mit unserer antizyklischen und konservativen Politik sowohl bei den Aktien wie bei den Anleihen *massiv* vor den entsprechenden Benchmark-Renditen lagen. Das Jahr 2024 darf deshalb nicht überbewertet oder als «Beweis» für das passive Anlegen gedeutet werden. Es drohen Fallstricke. Wir haben in der Vergangenheit verschiedentlich auf die Gefahren, die Klumpenrisiken und Prozyklizitäten des indexierten Anlegens hingewiesen. So hatten die Vereinigten Staaten von Amerika im Jahr 1900 noch ein eher bescheidenes Gewicht von 14,5 Prozent im Weltaktienindex, während Grossbritannien einen deutlich höheren Anteil von 24,2 Prozent einnahm. Ende November lag das Gewicht der USA bei 73 Prozent, dasjenige von UK noch bei 3,6 Prozent. Wer konsequent indexiert, trägt im Land der unbegrenzten Möglichkeiten enorme Klumpenrisiken. Im Sog der Japan-Euphorie hatte das Land der aufgehenden Sonne Ende der 1980er-Jahre ein Gewicht von gegen 50 Prozent am Weltmarktindex. Kurz darauf platzte die Blase und die japanische Aktienbörse verlor bis zu 80 Prozent ihres Wertes. Wer indexiert investiert war, machte diesen Wahnsinn blind mit.

«Nicht viele leisten sich den grössten Luxus, den es gibt: eine eigene Meinung.»

Alec Guinness, britischer Schauspieler (1914 – 2000)

Innerhalb des amerikanischen Aktienmarkts haben sich ebenfalls Klumpenrisiken aufgebaut. So ist der Anteil der Magnificent Seven an der Kapitalisierung des S&P 500 in den vergangenen 15 Jahren von 5 Prozent auf deutlich über 30 Prozent gestiegen. Apple allein nimmt im Weltmarktindex etwa das gleiche Gewicht ein wie alle deutschen und schweizerischen Unternehmen zusammen. Tesla wiederum wird mit dem 100-fachen Gewinn bewertet und ist so «wertvoll» wie die Autobauer BMW, BYD, Ferrari, Mercedes, Porsche, Toyota und VW zusammen.

Im Swiss Market Index (SMI) machen allein die Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche knapp

die Hälfte der Börsenkapitalisierung aller kotierten Schweizer Unternehmen aus. Entsprechend kommt uns entgegen, dass wir in unseren international diversifizierten Portfolios eine tendenzielle Gleichgewichtung praktizieren, denn insbesondere der Nahrungsmittelmulti Nestlé, der während der Corona-Krise noch als «Witwen-und-Waisen-Papier» gehandelt wurde, war im abgelaufenen Jahr eine grosse Enttäuschung. Es macht langfristig keinen Sinn, diese prozyklischen Entwicklungen blind mitzumachen und derartige Klumpenrisiken zu tragen. Wir sind deshalb zutiefst davon überzeugt, dass das indexierte Nachbilden von Aktienmärkten schon aus Risikouberlegungen keinen Sinn macht. Dabei nehmen wir bewusst in Kauf, insbesondere in Boomjahren etwas hinter einzelnen Indizes zu liegen. Bei aller Kritik wollen wir das passive Investieren aber auch nicht verteufeln. Mit ihm verbindet uns das langfristige Denken – Aktien guter Unternehmen sind für die Ewigkeit.

«Es ist schlecht für das Gehirn, wenn man immer mit allen übereinstimmt.»

Christopher Morley, amerikanischer Journalist und Autor (1890 – 1957)

Auch beim Kauf festverzinslicher Anleihen ist dem passiven Ansatz eine Absage zu erteilen. Wer indexiert anlegt, bevorzugt notabene genau diejenigen Länder, die die höchsten Schulden haben. Die USA repräsentierten im Jahr 1900 im Weltanleihenindex noch ein eher bescheidenes Gewicht von 5 Prozent. Aufgrund der grassierenden amerikanischen Schuldenwirtschaft erhöhte sich dieses Gewicht bis Ende des vergangenen Jahres auf deutlich über 40 Prozent. Absurderweise erhalten genau diejenigen Schuldner die höchsten Anteile in einem Anleihenindex, welche die höchsten Schulden besitzen. Anlegerinnen und Anleger, die konsequent passiv investieren, machen diese prozyklische Verschiebung hin zu den Schuldenkönigen automatisch mit – ein Unsinn. Für uns kommt diese Art des Investierens nicht in Frage.

Vermögensverwaltung ist nicht nur Rendite-, sondern auch Risikomanagement. Benjamin Graham, Autor des im Jahr 1949 erschienenen, legendären Buchs «The Intelligent Investor» und Lehrmeister von Warren Buffett, war damals schon kein Anhänger des passiven Investierens. Er achtete darauf, dass die Aktien, die er in seinem Portfolio hielt, eine faire Bewertung aufwiesen und er sah sich stets als Investor und nie als Spekulant. Er riet zu einer angemessenen, aber nicht übermässigen Diversifikation im Portfolio. Die weise Philosophie von Benjamin Graham hat bis heute nichts an Aktualität eingebüsst.

### **In der Schweiz ist wenig Schweiz drin**

Wie Sie wissen, steuern wir den Aktienanteil unserer Portfolios primär nach Branchen und erst sekundär nach Ländern. Wenn wir einen Blick auf den Umsatzmix der grössten Schweizer Unternehmen werfen, die wir in unseren Portfolios halten, zeigt sich, dass dieses Vorgehen sinnvoll ist. So erzielt der Nahrungsmittelmulti Nestlé gerade einmal 1,2 Prozent seines Umsatzes in der Schweiz, während rund 32 Prozent in den Vereinigten Staaten von Amerika und 6 Prozent in China umgesetzt werden. Der Pharmakonzern Novartis erzielt rund 3 Prozent seines Umsatzes in der Schweiz, 40 Prozent in den USA und je 7 Prozent in China und Deutschland. Bei Roche liegen die Umsatzanteile in der Schweiz bei 1,9 und in den USA bei 47 Prozent. Auch beim Technologiekonzern ABB liegt der Schweizer Anteil bei bescheidenen 1,2 Prozent, während er in den USA 26, in China 14 und in Deutschland 6 Prozent beträgt. Am höchsten liegt der Schweizer Umsatz mit 7,4 Prozent beim Versicherungskonzern Zurich. Doch selbst bei diesem liegt der Anteil in den USA mit 36 Prozent um das Fünffache höher.

Wer glaubt, mit dem Kauf eines Schweizer Konzerns würde man sich in konservativer Weise viel Schweiz ins Depot legen, täuscht sich. Die Konzernzentrale mag zwar in der Schweiz liegen – notabene bestückt mit vielen ausländischen Führungskräften; doch die Abhängigkeit dieser Unternehmen vom Weltmarkt und vor allem von der Weltmacht USA ist gewaltig. Wer annimmt, er könne sich mit einem einseitigen Fokus auf das Anlageland

Schweiz den Abhängigkeiten vom Weltgeschehen in hohem Masse entziehen, macht einen Denkfehler. Dazu kommt, dass es ausserhalb der Schweiz viele Unternehmen gibt, die in ihrem Geschäftsfeld zu den weltweiten Marktführern gehören. Bei aller Sympathie für das Anlageland Schweiz propagieren wir deshalb im Umgang mit Aktien einen Ansatz der internationalen Branchen- und Titeldiversifikation. Dabei legen wir grossen Wert darauf, dass der Sitz der Unternehmen in einem demokratischen Land liegt.

### **Immobilien – grundsolide oder «high risk»?**

Wie Sie unserem anliegenden Leitartikel «So legen die Reichsten ihr Geld an», der am 28. August in der «Finanz und Wirtschaft» erschienen ist, entnehmen können, sind schweizerische und deutsche Investoren sehr affin für Immobilienbesitz. Im Durchschnitt beträgt ihr Anteil an «Betongold» fast das Zehnfache ihres Aktienbesitzes. Das hat sicherlich gute Gründe, wie zum Beispiel der Wunsch nach einem Eigenheim und die Tatsache, dass Immobilien nach Aktien die zweitlukrativste Anlageklasse sind. Darüber hinaus legen sich viele Anlegerinnen und Anleger, die ihr Geld langfristig investieren, Immobilienfonds mit der Absicht zu, eine grundsolide Rendite mit bescheidenen Risiken zu erzielen. Dabei kommt es immer wieder zu unliebsamen Überraschungen.

Mitte August hat die UBS angekündigt, den «Credit Suisse Real Estate Fund International» zu liquidieren. Innerhalb von drei Jahren hat sich der Kurs halbiert. Das führte zu Panik unter den Investoren. Der Immobilienfonds konnte die Rücknahmen, die durch eine Welle von Verkäufen ausgelöst wurden, schlicht nicht mehr bedienen, weshalb er geschlossen wurde und im Laufe der kommenden Jahre abgewickelt wird. Wie wurde das möglich? Der Fonds, der im Jahr 2005 aufgelegt wurde, streut seinen internationalen Immobilienbesitz gemäss Fondsprospekt in «Qualitätsimmobilien», insbesondere in kommerziell genutzten Liegenschaften und Wohnhäusern wirtschaftlicher Zentren, die sich durch Mieter mit guter Bonität als auch durch langfristige Mietverträge auszeichnen. Zu den ausgesuchten Zentren gehören die Städte Austin, Brisbane,

Boston, Frankfurt a.M., London, Toronto, Vancouver, Warschau, Washington und Wellington. Das Versprechen, in Qualitätsimmobilien zu investieren und weltweit zu diversifizieren, vermittelte den Investoren ein warmes Gefühl der Sicherheit. Nun musste die Fondsleitung eingestehen, dass aufgrund einer Neubewertung eine massive Korrektur der Marktwerte vorgenommen werden musste – ein Fiasko für die Fondsanteileseigner, die eigentlich eine konservative Anlage tätigen wollten. Dass dies in einem Umfeld passiert, in dem in vielen Immobilienregionen der Welt seit Jahren die Sonne lacht, ist erstaunlich.

«Immobilienfonds haben im Gegensatz zu Immobiliengesellschaften potenziell ein Bankrun-Problem. In der aktuellen Situation könnte das einige Fonds in Schwierigkeiten bringen.»

Andreas Loepfe, Immobilienökonom und Mitglied der Anlagekommission der Bundespensionskasse Publica, «Handelszeitung» online, 10. August 2023

Wie tückisch die Immobilienbranche ist, zeigt sich auch bei einem Fonds der Credit Suisse für Vorsorgegelder, dem «CS 1a Immo PK». Anfang 2024 wurde öffentlich, dass das milliardenschwere Vorsorgegefäss, dessen grösstes Engagement die Beteiligung am Zürcher Einkaufs-, Büro- und Wohnzentrum Sihlcity ist, mit erheblichen Geldabflüssen konfrontiert sei. Der Kurs des Fonds stand unter Druck und die Fondsleitung sah sich ausser Stande, innerhalb von Jahresfrist Schweizer Immobilien im Betrag von mehreren hundert Millionen Franken zu veräussern, um die verkaufswilligen Pensionskassen zu bedienen. Was hat das Management gemacht? Im Frühjahr 2024 entschied die Credit Suisse kurzerhand, dass der Fonds nicht mehr täglich zum Marktkurs gehandelt wird. Stattdessen wurde auf einen rein buchhalterischen Net Asset Value (NAV) mit äusserst restriktiven Verkaufsmodalitäten umgestellt – was den Investoren den Verkauf ihrer Anteile faktisch verunmöglicht. Die Meldung hatte am Tag der

Bekanntgabe die skurrile Folge, dass der (buchhalterische) Kurs, der rein gar nichts mit einem Marktkurs zu tun hat, um fast 20 Prozent nach oben gerauscht ist. In den Depotauszügen der Investoren steht der «CS 1a Immo PK» somit wieder blendend da. Wunderbar für diejenigen Pensionskassen respektive Investoren, die sich in naiver Weise vormachen können, ihr Investment stünde nun wieder auf soliden Beinen. Wunderbar auch für die Fondsleitung, die auf überhöhtem Niveau fette Verwaltungsgebühren abrechnen darf. Wer nicht naiv ist, weiss aber: Die Kursexplosion am Tage der Umstellung auf den buchhalterischen NAV ist eine Fata Morgana. Würde der Fonds seine Immobilien nämlich verkaufen wollen oder müssen, wird zum Marktpreis und nicht zu einem buchhalterischen Fantasiepreis abgerechnet. Dieses «Phänomen» der buchhalterisch geschönten Werte kennen wir bestens aus der Private-Equity-Branche und ebenso im Umgang mit illiquiden Infrastruktur-Anlagen.

«Die Glocken läuten eine andere Melodie. Es gibt kein Zurück zur lieb gewonnenen Normalität des Aufwärts.»

Donato Scognamiglio, CEO und Mitinhaber des Zürcher Informations- und Ausbildungszentrums für Immobilien (IAZI) und Professor für Real Estate & Finance an der Universität Bern

Auch im deutschen Immobilienmarkt rumort es. Quasi über Nacht wurde Ende Juni letzten Jahres der offene Immobilienfonds «UniImmo Wohnen ZBI» der Union Investment, einer Fondstochter der genossenschaftlichen DZ Bank, um 17% abgewertet. Anlegerinnen und Anleger zeigten sich schockiert. Als Gründe für den Preissturz wurden der erfolgte Zinsanstieg, explodierende Baukosten und zunehmende regulatorische Vorschriften genannt, was zu einem «deutlichen Einbruch der Investorennachfrage» bei Wohnliegenschaften geführt habe. Gemäss «Handelsblatt» war dies der grösste Tagesverlust, den Anleger bei Immobilienfonds seit der Finanzkrise im Jahr 2008 hinnehmen mussten. Der Fonds gehört mit einem Volumen, das in der

Spitze über EUR 5 Mrd. erreichte, zu den grössten seiner Art. Aufgelegt wurde er im Jahr 2017. Besonders bitter für die Anleger: Der Fonds wurde als Produkt mit geringem Risiko vermarktet. Nun kommen die Anleger kaum noch raus, denn gekündigt werden kann frühestens 24 Monate nach dem Kauf, und dann gilt es erst noch eine Kündigungsfrist von 12 Monaten einzuhalten. Die vorstehenden Beispiele von Fonds zeigen eindrücklich, dass die Renditen von Immobilienanlagen oft sträflich über- und die Risiken unterschätzt werden.

Vom Risiko seiner Immobilienanlage wurde auch der frühere Chef der Bank Raiffeisen, Pierin Vincenz, eingeholt. Seine Villa in Morcote (Tessin), die er im Jahr 2015 für CHF 6,5 Mio. gekauft hatte, gelangte im Frühjahr 2024 zur Versteigerung. Nachdem das Objekt zum Preis von CHF 2,55 Mio. beinahe einen Käufer gefunden hatte, schlug Dölf Früh, ein ehemaliger Freund von Vincenz, zu. Weil Früh gemäss Presseberichten seinem Kumpel Anfang 2019 einen Objektkredit in Höhe von CHF 4,3 Mio. gewährt hatte, gab er ein Angebot in Höhe von CHF 4 Mio. ab und blieb damit ohne Konkurrenz. Der Marktwert der Vincenz-Immobilie dürfte folglich irgendwo zwischen CHF 2,5 und 4 Mio. liegen – in jedem Fall weit unter dem Einstandswert, den Vincenz im Jahr 2015 bezahlt hatte. Die Lehre daraus: Der wahre Wert einer Immobilie zeigt sich erst beim Verkauf.

### Gold taugt nur als Krisenschutz

Gold hat im abgelaufenen Jahr eine fulminante Preisentwicklung hingelegt – bis Ende November betrug die Rendite in der Referenzwährung Schweizer Franken rund 35 Prozent. Die Gründe dafür sind mannigfaltig. Erstens spielen die geopolitischen Konflikte, die für die Märkte Unsicherheit bedeuten, eine Rolle. Zweitens dürfte dem gelben Metall die weltweit horrende und weiter steigende Staatsverschuldung Auftrieb geben. Rückenwind erhält der Goldpreis schliesslich auch von der Angst vieler Investoren vor einer Eintrübung der konjunkturellen Entwicklung. Die damit verbundene Hoffnung auf sinkende Zinssätze fördert erfahrungsgemäss die Nachfrage nach Gold. Gemäss der Branchenorganisation World Gold Council treten insbesondere

die Zentralbanken von China und Indien als Käufer auf. Der Kaufrausch der beiden BRICS-Staaten dürfte nicht zuletzt mit ihrem Wunsch verknüpft sein, unabhängiger von der Supermacht USA und dem amerikanischen Dollar zu werden. Als Reaktion auf den Überfall auf die Ukraine hat der Westen die russischen Fremdwährungsreserven bekanntlich eingefroren. Dass ihnen Ähnliches passieren könnte, versuchen China und Indien durch ihre Goldkäufe zu verhindern.

«Gold ist eine Investition in monetäres Chaos.»

Jim Grant, amerikanischer Herausgeber des «Grant's Interest Rate Observer.»

In einer längerfristigen Betrachtung muss der aktuelle Goldrausch stark relativiert werden. So betrug die in Schweizer Franken berechnete jährliche Rendite von Gold in der Periode von 1974 bis 2024 – also über einen Horizont von 50 Jahren – gerade einmal 3,2 Prozent. Nach Abzug der Inflation, die in dieser Periode durchschnittlich 1,6 Prozent erreichte, bleibt den Anlegern somit eine jährliche Realrendite von 1,6 Prozent.

Im Vergleich zu Gold schnitten Aktien im selben Zeitraum wesentlich vorteilhafter ab. So betrug die jährliche Rendite von Schweizer Aktien 8,0 Prozent – nach Abzug der Inflation verbleibt eine überragende Realrendite von jährlich 6,4 Prozent. Wer den Mechanismus des Zinseszins-effektes verstanden hat, weiss, dass sich solche Renditedifferenzen langfristig monumental auswirken. Wer 1974 CHF 100'000 in Schweizer Aktien investiert hat, verfügt heute über ein Vermögen von CHF 4,69 Mio. Wer denselben Betrag in Gold angelegt hat, muss sich mit einem Vermögen von CHF 0,48 Mio. begnügen. Der Endwert von Aktien liegt nach 50 Jahren somit fast 10-mal so hoch wie derjenige von Gold. Dazu kommt, dass die Schwankungsrisiken, gemessen an der jährlichen Volatilität, bei Gold (17,7 Prozent) sogar höher sind als diejenigen von Aktien (15,1 Prozent). Es ist definitiv nicht alles Gold, was glänzt. Wie der Schreibende in seinem

Buch «Über die Gier, die Angst und den Herdentrieb der Anleger» ausführt, stellt Gold zwar keine Kernanlage eines Gesamtvermögens dar, kann aber durchaus mit einem Anteil von beispielsweise 2 Prozent Ergänzungscharakter haben.

### Mit der Trump-Euphorie geht der Bitcoin durch die Decke

Seit der Wahl von Donald Trump zum 47. Präsidenten der Vereinigten Staaten von Amerika gibt es beim Preis des Bitcoins kein Halten mehr – die Schallmauer von USD 100'000 wurde Anfang Dezember geknackt. Wir erinnern uns: Noch vor drei Jahren bezeichnete er Kryptowährungen als Betrug. Nachdem sein Wahlkampf nicht unmassgeblich von Krypto-Jüngern finanziert wurde, verkündete Trump, die USA unter seiner zweiten Präsidentschaft zur «Bitcoin-Superpower» der Welt machen zu wollen. Die Euphorie von Donald Trump für Bitcoin & Co. ist auch auf biedere Schweizer Finanzinstitute wie die PostFinance und die Kantonalbanken von Luzern, Zug und Zürich übergeschwappt. In Zug tragen Busse des öffentlichen Verkehrs mit grossen Lettern die Werbebotschaft des Staatsinstituts: «Krypto? Aber sicher.» Als gelegentlicher Busfahrender reibt man sich die Augen – vor allem beim Wort «sicher». Wenn das nur gut geht.

«Die wahre Stärke der Blockchain liegt nicht in Spekulationsblasen oder Kursverlusten ihrer Währungen, sondern in ihrem Potenzial.»

Serge Kaulitz, Head of DLT/Blockchain & Digital Assets der Luzerner Kantonalbank, Verlagsbeilage «Krypto» der «Finanz und Wirtschaft», 16. Oktober 2024

Was sind denn eigentlich die Gründe, dass immer mehr Menschen ihr Geld in Kryptowährungen stecken? Erhellend ist die Studie «Kryptoanlagen in der Schweiz: Bekanntheit, Relevanz und Investitionsgründe» der Wissenschaftler Andreas Dietrich, Reto Rey und Simon Amrein von der Hochschule Luzern (HSLU), die im Herbst

letzten Jahres im Auftrag des Krypto-Anbieters PostFinance erstellt wurde. 71 Prozent der Befragten kaufen Bitcoin oder andere Kryptowährungen aus Neugierde, Interesse oder einfach zum Ausprobieren, 50 Prozent glauben an das Renditepotenzial, 30 Prozent sehen darin eine Möglichkeit zur Diversifikation, 17 Prozent möchten nichts verpassen und 14 Prozent kaufen, weil andere auch investiert haben (Mehrfachangaben waren möglich). Die vorstehenden Kaufgründe beschreiben typische Herdentrieb-Eigenschaften. Man kauft, weil die Kurse steigen und weil andere damit Geld verdient haben. Niemand kauft Bitcoin in der Überzeugung, damit eine langfristige, produktiv-wertvermehrnde Realanlage zu erwerben – weil es keine ist. Es ist nur die Hoffnung, dass ein Verrückter mehr zahlt, als man selbst bezahlt hat – das berühmte «Greater Fool»-Phänomen.

Wie krank und pervers die Welt der Kryptowährungen ist, zeigt der tragische Tod von Brian Thompson am 4. Dezember in New York. Hauptverdächtiger des kaltblütigen Mords des CEO des Krankenversicherers United HealthCare ist Luigi Mangione. Nach seiner Festnahme stieg der längst vergessene «Luigi Coin» um sagenhafte 35'000 Prozent – als Folge einer Solidaritäts- und Sympathiebekundung an den potenziellen Mörder.

«Gegen Ende des Zyklus, der von einer irrationalen Euphorie geprägt ist, sollte man all diese Token verkaufen und zwar ausnahmslos. Ihr Wert wird um 90 Prozent fallen.»

Markus Städli, Wirtschaftsredaktor der «NZZ am Sonntag», 24. November 2024

Wir schliessen nicht aus, dass der Preis eines Bitcoins bald die Höhe einer Million Dollar erreichen wird. Irrationalen Preisen sind rational keine Grenzen gesetzt – Bewertungsmaßstäbe gibt es beim Bitcoin, der keinen Gegenwert verkörpert und weder einen Zins noch eine Dividende abwirft, keine. Ebenso gut kann der Preis in ein paar Jahren bei null liegen – wo er nach rationalen

Gesichtspunkten wohl hingehören würde. Thorsten Hens, Finanzprofessor an der Universität Zürich, kommentiert die Bitcoin-Euphorie in der «NZZ am Sonntag» vom 8. Dezember wie folgt: «Diese Marktreaktion ist eine Art sich selbst erfüllende Prophezeiung.» Auch wenn sich bald die halbe Welt von dieser digitalen Traumwelt euphorisieren lassen sollte: Wir lassen uns auf diesen zauberhaften Hokusfokus nicht ein.

### Private Equity und Infrastrukturanlagen: Wer's glaubt, wird selig

Private Equity ist im Grunde eine interessante Anlagekategorie, da es wie Aktien Realkapital repräsentiert. Die Investition in Unternehmen, die nicht an einer öffentlichen Börse kotiert sind, verspricht hohe Renditen. In der Branche ist regelmässig von jährlichen Durchschnittsrenditen von 15, 20, 25 oder sogar 30 Prozent zu hören. Allerdings ist die Private-Equity-Branche zu einem grossen Teil eine reine Marketingveranstaltung. Anstelle von glasklaren Facts zu den wahren Renditen und Risiken dieser Anlageklasse wird mit Erfolgsgeschichten über Unternehmen geprahlt, die nach intensiver Begleitung durch Private-Equity-Anbieter erfolgreich verkauft oder an die Börse gebracht wurden. Zu diesem «Story Telling» gehören zum Beispiel Unternehmen wie Breitling, Dell, Facebook, Hilton oder VAT. Es wird berichtet, dass die frühen Investoren ihren Einsatz verzehnfacht, verdreissigfacht oder sogar verfünffzigfacht hätten. Das mag stimmen, doch erstens sind das die absoluten Ausnahmen – vielleicht einem von 100 Startup- oder Buyout-Unternehmen gelingt am Ende ein derartiger Erfolg. Ein viel grösserer Anteil geht bankrott. Zweitens wird ein Durchschnittsinvestor nie und nimmer die Chance erhalten, sich frühzeitig an den aussichtsreichsten Perlen beteiligen zu können.

«Die Performancemessung ist aus verschiedenen Gründen gar nicht so einfach. Aber das ist ohnehin unerheblich, weil Private Equity nach allen denkbaren Massstäben schlech-

ter abschneidet als etwa der amerikanische Börsenindex S&P 500.»

Markus Städeli, Wirtschaftsredaktor der «NZZ am Sonntag», 22. September 2024

Im intransparenten Segment von Private Equity findet ein grosser Bluff der Geldindustrie statt. Der renommierte Finanzprofessor der University of Oxford, Ludovic Phalippou, forscht seit vielen Jahren auf dem Gebiet nicht börsenkotierter Unternehmen und gilt als einer der weltweit grössten Kritiker. In seiner Mitteilung vom 9. März 2024 auf LinkedIn schreibt er, dass die von der Branche verkündete IRR-Rendite (Internal Rate of Return) «absolut nichts mit einer wirklichen Rendite zu tun hat und diese eine absolut unbrauchbare Information darstellt.» In seinem Statement stellt Phalippou eine interessante Rechnung auf, die sich auf den amerikanischen Branchenleader KKR bezieht, der seit Start im Jahr 1976 eine jährliche Rendite von über 25 Prozent für seine Investoren proklamiert: «Um zu sehen, was eine jährliche Rendite von 25,5% über eine Periode von 47 Jahren bedeuten würde, seien nur gerade USD 100 Mio. einmalig im Jahr 1976 bei KKR investiert worden. Daraus wären bis heute USD 4,2 Bio. geworden, was nicht weniger als dem BIP von Japan entspricht... Warum schlafen SEC, FCA und andere Aufsichtsbehörden in dieser Sache?». Phalippou kommt zum niederschmetternden Ergebnis, dass im Umgang mit Private-Equity-Renditen geblufft sowie getrickst wird und die Investoren getäuscht werden. Fakt ist: Mit Anlagen in börsenkotierten Aktien lässt sich mit einem Bruchteil der Gebühren und mit viel höherer Transparenz langfristig eine bessere Rendite erzielen als mit Private Equity.

«Im internationalen Vergleich sind wir bei der Aktienquote klar zu konservativ, was auch an den Rahmenbedingungen liegt. Störend ist für mich, dass die Pensionskassen an den falschen Orten nach Verbesserungen suchen. Man glaubt

mit alternativen Anlagen auf miraculöse Art Mehrerträge realisieren zu können. Die Empirie dazu ist schwach; Private Equity ist keine Anlegerkategorie. Dennoch wollen alle diese teuren, illiquiden Produkte. Die Produkte werden als weniger volatil und tiefer korreliert angepriesen. Das ist einzig der Bewertungsmethode zuzuschreiben, die nichts mit (gehandelten) Marktpreisen zu tun hat.»

Dr. Roman von Ah, Mitglied des Vorstands der Schweizer Finanzanalystenvereinigung (SFAA) sowie Verwaltungsratspräsident von AZEK (Ausbildungszentrum für Kapitalanlagen), Interview in der «Schweizer Personalvorsorge», 04/24

Immer wieder ist in der Branche zu hören, das Investieren in Alternative Anlagen und insbesondere in Private Equity würde mit einer sogenannten Illiquiditätsprämie belohnt. Dr. Roman von Ah ist einer der führenden Experten der Schweizer Kapitalmarktszene. Er verfügt über einen langjährigen praktischen und akademischen Erfahrungsschatz. Im Interview mit dem Pensionskassenmagazin «Schweizer Personalvorsorge» spricht er Klartext. So sagt er, dass er *niemals* in Private Equity investieren würde. Die propagierte Illiquiditätsprämie würde nämlich nicht etwa bei den Kunden landen, sondern im Sack der Produktanbieter. Wenn schon, sollte man deshalb in die Anbieter investieren: «Der beste Beleg dafür ist das Private-Equity-Unternehmen Partners Group, dessen *kotierte* Aktie eine sensationelle Investition war.»

Zur Zeit ist besondere Vorsicht in Anlagen von Private Equity geboten. Gemäss der Ratingagentur Moody's leiden viele Unternehmensbeteiligungen von Private-Equity-Giganten wie Apollo, Clearlake Capital, Platinum Equity oder Ares unter zu hohen Schuldenlasten und sind demzufolge einem erhöhten Ausfallrisiko ausgesetzt. Einige Private-Equity-Häuser sind in den letzten Jahren stark gewachsen und haben grosse Schwierigkeiten, ihre Beteiligungen zu einem vorteilhaften Preis loszuwerden. In der Folge werden mit sogenannten «Continuation Deals»

fragwürdige Transaktionen innerhalb der eigenen Gruppe geschmiedet – man verkauft sich die Unternehmen gegenseitig. Gewisse Marktbeobachter befürchten deshalb, dass bei einer Eintrübung der Konjunktur oder bei steigenden Zinsen ein Orkan über den Private-Equity-Markt hereinbrechen könnte.

«Die Illiquiditätsprämie wird von der Finanzindustrie abgeschöpft. Will man Renten finanzieren, so ist dies furchtbar. Und die Märchenstunde der tiefen Volatilität und Korrelation ist einfach hanebüchener Schmarren. Eigentlich lernten wir es schon 2008, als Yale und Harvard mit ihren illiquiden Anlagen in ein Desaster liefen. Calpers, die grösste amerikanische Pensionskasse, hat sich bis heute nicht von den Notverkäufen erholt, die sie 2008 machen mussten.»

Dr. Roman von Ah, Mitglied des Vorstands der Schweizer Finanzanalystenvereinigung (SFAA) sowie Verwaltungsratspräsident von AZEK (Ausbildungszentrum für Kapitalanlagen), Interview in der «Schweizer Personalvorsorge», 04/24

Seit dem Jahr 2020 ist es Pensionskassen erlaubt, bis zu 10 Prozent ihrer Gelder in Infrastrukturprojekte zu investieren. Folglich kommen immer mehr solcher Produkte auf den Markt. Der Lebensversicherer Swiss Life, der auch Privatinvestoren seine Dienste als Vermögensexperten anpreist, emittierte im vergangenen Jahr ein neues Produkt, das in diesem trendigen Segment angesiedelt ist. Der Fonds «Privado Infrastructure», der Privatinvestoren Zugang ab einem Betrag von CHF 1'000 ermöglicht, investiert unter anderem in nicht börsenkotierte Privatkliniken, Glasfaserbetreiber, Autobahnen, Batteriespeicheranlagen, Flughäfen, Abfallverbrennungsanlagen, Kleinwasserkraftwerke und Fernmeldetürme in Europa und Nordamerika. Das Vehikel ist auch am Bau des neuen Terminal 1 des New Yorker Flughafens JFK beteiligt. Das Ziel von Swiss Life ist es, mit dem Infrastrukturfonds ein «Hochdividendenprodukt» für langfristig denkende Investoren zu schaffen. Das in Euro denominierte Produkt

soll jährlich eine attraktive Nettorendite von 6 bis 9 Prozent abwerfen. Es stellt sich die Frage: Ist das realistisch?

«Ich staune immer wieder, mit welcher geballten Kraft Trends wie Infrastruktur daherkommen. Die empirischen Fakten und die Kosten interessieren kaum mehr... Wenn es im Gesetz steht, es eine Quote und auch politischen Druck gibt, traut sich doch niemand zu sagen, das machen wir nicht. Ich habe diesen Druck in Anlagekommissionen selbst erlebt. Für mich ist bei Infrastruktur klar: Es gibt wenig belastbare Renditevidenz für diese Anlagen, die Kosten sind zu hoch und der Exit ist nicht möglich oder prohibitiv teuer... Die Kunden (Anmerkung: Pensionskassen) lesen die Empfehlung des Consultants und machen das. Punkt.»

Dr. Roman von Ah, Mitglied des Vorstands der Schweizer Finanzanalystenvereinigung (SFAA) sowie Verwaltungsratspräsident von AZEK (Ausbildungszentrum für Kapitalanlagen), Interview in der «Schweizer Personalvorsorge», 04/24

Wir haben grössten Zweifel, dass nur schon die Hälfte des Renditeversprechens von Swiss Life eingelöst werden kann. Allerdings kann die berühmte «Rechnung unter dem Strich» erst in einem halben Jahrhundert gemacht werden – das Vehikel hat eine Laufzeit von 50 Jahren. 50 Jahre! Wer möchte sein Geld schon für 50 Jahre in ein völlig illiquides und intransparentes Konstrukt investieren? Dazu kommt, dass der Fonds einem hohen Währungsrisiko ausgesetzt ist und Kredite aufnehmen kann. Aus Erfahrung wissen wir, dass der Einsatz von Leverage gerade bei illiquiden Anlagen äusserst gefährlich sein kann. In Krisenzeiten – solche gibt es innerhalb von 50 Jahren fast schon garantiert – wirkt er als Brandbeschleuniger. Zudem hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass staatliche Akteure, die in die entsprechenden Infrastrukturprojekte eingebunden sind, sich öfters nicht an die Verträge mit privaten Investoren halten oder die Bedingungen im Nachhinein abgeändert haben.

Der Emittent von «Privado Infrastructure» ist unstrittig ein seriöser Lebensversicherer. Nichtsdestotrotz raten wir: Hände weg von diesem oder ähnlichen Produkten, die primär die Anbieter reich machen, nicht aber die Anlegerinnen und Anleger. Allein die offen ausgewiesene jährliche Gebühr beträgt horrend 1,9 Prozent – von den versteckten Gebühren wollen wir gar nicht reden.

Gemäss Roman von Ah ist es haarsträubend, wieviel Rendite man sich vergibt mit Privatmarktanlagen, namentlich Private Equity und Infrastruktur. Trotzdem ist der Trend zu diesen hochmargigen und intransparenten Produkten nicht nur im Umfeld der Pensionskassen eine Tatsache. So empfiehlt etwa die UBS ihren Kundinnen und Kunden in ihrer «House View Investor's Guide» einen Anteil von 20 bis 40 Prozent an Privatmarktanlagen – das lässt die Erträge der Bank sprudeln. Darüber hinaus empfiehlt die einzig verbliebene Schweizer Grossbank erst noch einen Anteil von 7 bis 11 Prozent an Hedge Funds. Das ist der kumulierte Wahnsinn an Illiquidität und Intransparenz. Verbunden ist dieser Trend mit enormen Kostenfolgen auch für die Vorsorgegelder, wie eine Studie der Swisscanto, einer Tochtergesellschaft der Zürcher Kantonalbank, schonungslos aufzeigt. So sind innerhalb eines Jahrzehnts die durchschnittlichen Vermögensverwaltungskosten der Pensionskassen um über 40 Prozent gestiegen. Dass dies negative Auswirkungen auf die Rendite hat, ist offensichtlich. Der legendäre Investor Warren Buffett verzichtet konsequent auf alle möglichen und unmöglichen Produktinnovationen, die die Branche jährlich mit Hochdruck an Investorinnen und Investoren verhökert. Wir sind felsenfest davon überzeugt, dass dies auch sein Lehrmeister Benjamin Graham nicht anders sehen würde.

«Pensionskassen sollten so viel Aktieninvestitionen machen, wie sie überhaupt können, wie sie zu tragen bereit sind, gut diversifiziert und zu sinnvollen Kosten. Der ganze Rest,

den wir diskutieren, ist von klar untergeordneter Bedeutung, inklusive seines Ertragspotenzials.»

Dieses abschliessende Zitat von Roman von Ah bringt unsere Überzeugung, die wir seit Jahrzehnten leben, perfekt auf den Punkt.

### Qualitätsmedien hofieren den Produkteartisten

Bekanntlich stehen Qualitätsmedien wie die «Neue Zürcher Zeitung» unter einem erheblichen Kosten- und Ertragsdruck. Die Werbeeinnahmen in den Printausgaben nehmen seit Jahren kontinuierlich ab. Verzweifelt suchen die Verlage nach Wegen, um die wegbrechenden Erträge zu kompensieren. Dabei laufen sie Gefahr, ihre Seele zu verkaufen und ihre unabhängige Berichterstattung aus den Händen zu geben. So erschienen in der Sonderbeilage «Alternative Investments» der «NZZ» vom 21. Juni Beiträge von Branchenvertretern wie LGT Capital, iCapital, Pictet und Nuveen, die allesamt Private Equity, Private Debt und Infrastrukturanlagen euphorisch und kritiklos in den Himmel loben. Langjährige Leser des Blattes vermissten eine ausgewogene Berichterstattung, die sowohl Befürworter wie auch Kritiker Alternativer Anlagen zu Wort kommen liesse.

«Guten Geschmack haben heisst, vor allem zu wissen, was wir zurückweisen müssen.»

Nicolas Gomez Davila, kolumbianischer Philosoph (1913 – 1994)

Erhellend ist ein Blick – mit Hilfe einer Lupe – in das Kleingedruckte der Sonderbeilage: «Beilagen werden nicht von der Redaktion produziert, sondern bei NZZone von unserem Dienstleister für journalistisches Storytelling: NZZ Content Creation... bei Gastbeiträgen handelt es sich um kommerziell erworbene Inhalte.» Aha, es geht hier also nicht um fundierte Wissensvermittlung unabhängiger und kritischer Journalisten, sondern um nebulöses Geschichtenerzählen marketinggetriebener Produkteartisten, die für ihre Werbe-

botschaft in der «NZZ» viel Geld bezahlen. Faktisch macht dies den Inhalt der Beiträge wertlos. Der Schreibende publiziert regelmässig Leitartikel in der «Finanz und Wirtschaft». Weder erhält er ein Honorar für seine Beiträge, noch bezahlt er für sie.

### UBS ist die beste Bank der Welt – wirklich?

In Ihrer Medienmitteilung vom 14. August, in der die UBS ihr Quartalsergebnis publizierte, weist die grösste Bank der Schweiz mit Stolz darauf hin, bei den «Euro-money Awards for Excellence 2024» zur «World's Best Bank» gekürt worden zu sein. Wir gönnen der UBS, die bei einem Grossteil unserer Kundinnen und Kunden als Depotbank fungiert, diesen Preis von ganzem Herzen. Schliesslich musste sie in der Vergangenheit einige Prügel einstecken: Beinahe-Kollaps und Rettung durch den Staat während der Finanzkrise, Grossverluste mit Hedge-Fund-Vehikeln wie LTCM oder Archegos sowie zahlreiche Klagen, Gerichtsverfahren, Schuldsprüche und Geldwäschereiaffären, mit denen die UBS zu kämpfen hatte. Nun scheint die UBS zurück auf der Erfolgsspur zu sein. Die Auszeichnung sei ein Beweis «für die Effektivität unserer globalen Strategie, Reichweite und Fähigkeiten bei der Betreuung unserer Kunden», schreibt die UBS. Der ehrenwerte Preis, der vom britischen Finanzblatt «Euromoney» verliehen wurde, sei nicht zuletzt eine Anerkennung der UBS für die Rettung respektive Übernahme der CS zur Verhinderung einer potenziellen Systemkrise.

«Schönheitswettbewerbe sind immer relativ: Man kann sie bereits gewinnen, wenn man weniger Dummheiten begeht als die anderen.»

Markus Städeli, Wirtschaftsjournalist der «NZZ am Sonntag», 7. April 2024

Wie die «NZZ am Sonntag» in ihrer Ausgabe vom 18. August schreibt, sind die Auszeichnungen von «Euromoney» umstritten. So vergibt das Finanzblatt jährlich hunderte von Awards in unterschiedlichsten Katego-

rien. Die Kriterien zur Verleihung der Awards seien offenbar sehr diffus und praktisch jede Bank erhalte jeweils einen Award. Im Jahr 2018 kürte «Euromoney» den damaligen CS-Chef Tidjane Thiam zum Banker des Jahres. Heute gilt er für Viele als der Totengräber der Bank. Besonders bizarr: Noch Ende März 2023 wurde die CS von «Euromoney» als «beste Bank für Nachfolgeplanung und Vermögensübertragung» ausgezeichnet – zwei Wochen vorher ging die CS sang- und klanglos unter. Stossend an den in London pompös gefeierten Award-Verleihungen ist auch, dass die Preisträger dafür bezahlen müssen: Ein Platz am Galadinner kostet gemäss Insidern mehrere tausend Pfund. Dazu kommen Nutzungsgebühren, um den verliehenen Titel vermarkten zu dürfen. Schliesslich wird erwartet, dass teure Inserate im Finanzblatt geschaltet werden. Insgesamt soll ein Award zwischen 20'000 und 100'000 Pfund kosten, wie die «NZZ am Sonntag» berichtet. Da fragt man sich: Was sind Auszeichnungen wert, die inflationär vergeben werden und die faktisch gekauft werden müssen?

«Die UBS-Manager werden weiter beim grossen Kasino in der globalen Finanzwelt mitspielen.»

Sergio Rossi, Bankenexperte und Professor für Makroökonomie an der Universität Fribourg, «Finanz und Wirtschaft», 2. September 2023

Im Sommer flatterte uns der «UBS House View Investor's Guide – July 2024» ins Haus. Darin preist die beste Bank der Welt ihren Fonds «UBS US Income Sustainable Equity Fund» an. Es ist ein «aktiv verwalteter, defensiver Aktienfonds, der in US-Unternehmen investiert, die dank Aktienrückkäufen und Dividenden eine hohe Rendite bieten dürften». Der Fonds setzt auf den Verkauf von gedeckten Call-Optionen, was seine defensive Ausrichtung noch verstärkte. Überdies steht das Thema Nachhaltigkeit im Fokus. Das mag auf den ersten Blick alles schön und gut klingen. Wer jedoch die neben dem Text liegende Grafik betrachtet, reibt sich die Augen. Aus dieser sind die Renditeannahmen des Fonds zu entnehmen. Während für den Fonds jährlich 11,27 Prozent

(in USD) erwartet werden, gehen die UBS-Spezialisten bei «normalen» US-Aktiefonds gerade einmal von einer jährlich zu erwartenden Rendite von 2,5 Prozent aus (ebenfalls in USD). Was für eine monumentale Differenz! Der als konservativ angepriesene UBS-Fonds soll den Investoren eine Rendite generieren, die im Vergleich zu einem riskanteren US-Aktiefonds das Vier- bis Fünffache erreicht. Mit einer gewissen Ironie konstatieren wir, dass dieser ultimative Renditezauber definitiv nur der besten Bank der Welt vorbehalten ist. Im Ernst: Wir erachten solche Produktelobhudeleien und Renditeerwartungen, die mit einer Scheingenaugigkeit auf die zweite Kommastelle (!) berechnet werden, um es höflich auszudrücken, als eine Irreführung von Anlegerinnen und Anlegern. Solche märchenhaften Versprechen gehören definitiv ins Land der Träume.

«Bei den Banken herrscht oft eine Kultur der Überheblichkeit.»

Björn Johansson, Inhaber der auf die Suche von Spitzenkräften spezialisierten Dr. Björn Johansson Associates

Erhellend ist ein Blick auf das Kleingedruckte, das für den Schreibenden wiederum nur mit einer Lesebrille zu entziffern ist: «Alle als «Anlageideen» oder «Anlagevorschläge» gekennzeichneten Inhalte dienen nur zur Information und für Marketingzwecke von UBS. Alle Anlageideen stammen vollumfänglich von Unternehmensbereichen ausserhalb des UBS GWM Chief Investment Office. Diese Geschäftsbereiche unterliegen nicht den gesetzlichen Bestimmungen bezüglich der Unabhängigkeit der Finanzanalyse. Es ist deshalb möglich, dass die beschriebenen Anlagevorschläge die Ansichten des UBS GWM Chief Investment Office nicht vollumfänglich widerspiegeln.» Unglaublich: Stellen Sie sich einmal vor, wir würden Ihnen Anlageempfehlungen geben, um im Kleingedruckten zu schreiben, dass sie vor allem Marketingcharakter haben und wir möglicherweise selbst nicht daran glauben respektive für uns selbst eine komplett andere Anlagepolitik betreiben würden. UBS, die beste Bank der Welt? Ja, zumindest im Marketing.

«Jedes Joghurt ist besser deklariert als manche Produkte der Banken.»

Hugo Rey, ehemaliger Langstreckenläufer und Schweizer Meister im Cross

Im letzten Sommer wurde in einem Bericht der «Neuen Zürcher Zeitung» öffentlich, dass die UBS um jeden Preis verhindern will, dass ihr Umgang mit einem Potentaten durchleuchtet wird. Demgemäss könnten USD 76 Mio. des ehemaligen jemenitischen Präsidenten Ali Abdullah Saleh krimineller Herkunft sein. Im Mai 2017 reichte die Finanzmarktaufsicht FINMA beim Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD) Strafanzeige gegen die UBS ein. Es besteht der Verdacht auf Verletzung der Meldepflicht gemäss Geldwäschereigesetz. Darauf eröffnete die Staatsanwaltschaft des Bundes (BA) ein Strafverfahren wegen Verdachts auf qualifizierte Geldwäscherei. Die Bundesanwaltschaft verlangte von der UBS umfangreiche Unterlagen und Auskünfte, darunter interne Berichte an die FINMA und den Mailverkehr der beiden Angestellten, die für die Kundenbeziehungen mit der Familie Saleh verantwortlich waren – angesichts der schweren Vorwürfe eigentlich eine Selbstverständlichkeit, könnte man meinen. Die Verantwortlichen der UBS sehen es anders. Sie widersetzen sich dem Begehren mit aller Kraft. Der Kundenberater und sein Vorgesetzter stellen sich auf den Standpunkt, «es habe sich bei den Transaktionen um ein in der arabischen Welt übliches Geschenk gehandelt, weshalb die üblichen Abklärungen nicht erfolgten.» Im April dieses Jahres verurteilte das EFD die UBS wegen Verletzung der Geldwäscherei-Meldepflicht. UBS, die beste Bank der Welt? Ein unabhängiger Vermögensverwalter müsste wohl im Falle ähnlicher Vorwürfe und spätestens nach Erscheinen eines derart rufschädigen Berichts in der «NZZ» sofort und endgültig die Tore schliessen.

«Geduld ist eine gute Eigenschaft. Aber nicht, wenn es um die Beseitigung von Missständen geht.»

Margaret Thatcher, ehemalige Premierministerin des Vereinigten Königreichs (1925 – 2013)

Gerne möchten wir an dieser Stelle betonen, dass wir mit der Depotbank UBS eine langjährige und sehr vertrauensvolle Zusammenarbeit pflegen. Viele hoch anständige, gewissenhafte und qualifizierte Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter arbeiten bei der Bank. Sie haben es nach unserer Überzeugung nicht verdient, dass ihr Arbeitgeber in den Medien immer und immer wieder an den Pranger gestellt wird. Die Verantwortlichen der «besten Bank der Welt» sind aber gut beraten, etwas bescheidener zu agieren. Sonst riskieren sie, wie so oft in der Vergangenheit, die Bodenhaftung zu verlieren.

Endgültig die Bodenhaftung verloren zu haben scheint Axel Lehmann, der letzte Verwaltungsratspräsident der Credit Suisse, die im März 2023 krachend unterging. In einem für die Lausanner IMD Business School for Management and Leadership verfassten Beitrag gibt Lehmann anderen Verwaltungsräten Tipps zur Krisenbewältigung. Die «vier wirksamen Wege für einen Verwaltungsrat, um eine Krise zu bewältigen» liest sich wie eine Auflistung von Erkenntnissen aus einem Management-Lehrbuch, wie CH-Media Mitte November berichtete. Als Lehrbeispiel referenziert Lehmann allerdings nicht etwa auf «seine» kollabierte Credit Suisse, sondern auf die Uber-Skandale, die den Fahrdienst im Jahr 2017 erfassten – das grenzt an Selbstironie und Wahrheitsverdrängung. Der vierte und letzte Ratschlag in Axel Lehmanns Ratgeberbeitrag lautet, dass Verwaltungsräte mit gutem Beispiel vorangehen sollten. Diesbezüglich kann Lehmann definitiv nicht auf das Beispiel Credit Suisse verweisen. Lehmann wäre gut beraten, zum Wohle von Studentinnen und Studenten auf die Publikation weiterer Management-Lehrbeiträge zu verzichten – Lehrbeiträge von «Leh(r)mann» könnten zum Leerlauf mutieren.

### Unabhängigkeit auch in der wissenschaftlichen Forschung auf dem Prüfstand

In der Finanzkrise bewerteten scheinbar «unabhängige» Rating-Agenturen grosse Pakete von Ramschanleihen mit der Höchstnote, kurz bevor viele davon grandios implodierten und faktisch wertlos wurden. Notabene werden Rating-Agenturen ausgerechnet von denjenigen Unternehmen bezahlt, welche die zu beurteilenden Anleihen auch emittieren – das konnte damals und kann auch in Zukunft nicht gut gehen. Wer will schon seine Kunden, zu denen eine wirtschaftliche Abhängigkeit besteht, mit einer schlechten Note vergrämen? Interessenkonflikte sind vorprogrammiert. In der Vermögensanlage ist die Unabhängigkeit eines Geldverwalters der Grundpfeiler dafür, dass dieser keine Interessenkollisionen hat und er mit seinen Kunden im selben Boot sitzt. Auch «Pseudo-Unabhängigkeit» reicht nicht aus, um kompromisslos die Interessen seiner Klientel wahrzunehmen. Wie wir in unserem Leitartikel «Malediven statt Kick-backs» in der «Finanz und Wirtschaft» vom 15. Juni ausgeführt haben, gibt es im Anlagegeschäft nach wie vor jede Menge Interessenkonflikte. Wer hochmarginige Alternative Anlagen wie Hedge Funds, Private Equity, Private Debt, Infrastruktur- oder Kryptoanlagen anbietet und auf diese Weise versteckte Gebühren oder sogar Kick-backs vereinnahmt, ist nicht unabhängig.

«Da wird schnell klar, warum die Kunden des Börsencasinos so wenige Yachten besitzen. Die schönsten Schiffe im Hafen gehören denjenigen, die das Casino betreiben.»

John Bogle, amerikanischer Pionier im Bereich der Indexfonds und Gründer von Vanguard (1929 – 2019)

Zunehmend haben wir auch Zweifel, ob unsere Universitäten und Hochschulen, die immense Sponsorengelder von Banken erhalten, in der Lage sind, kompromisslos unabhängig zu forschen und publizieren. Gemäss einer Umfrage von «CH Media» gab es in der

Schweiz per Ende Juli letzten Jahres 162 Professuren, die von Privaten unterstützt respektive bezahlt wurden. So sponsert die UBS als Nachfolgerin der Gründungspartnerin CS mit substanziellen Millionenbeträgen das HSG Center for Financial Services Innovation. Die UBS ist die offizielle Campus Bank der Universität St. Gallen (HSG). Urs Wietlisbach, Gründungspartner des Private-Equity-Anbieters Partners Group, ist ebenfalls ein wichtiger Sponsor der HSG. Die Universitäten von Zürich und Basel sowie die ETH Zürich profitieren von zwei- bis dreistelligen Millionen-Spenden der UBS. Inwieweit dieses Sponsoring die Forschungstätigkeit der Wissenschaftler beeinflusst, können wir nicht beurteilen. Die gegenseitigen Erwartungen und Verpflichtungen sind vertraglich geregelt. Zwar betonen sowohl Universitätsleitungen wie auch Bankverantwortliche die uneingeschränkte Freiheit von Forschung und Lehre, doch stellt sich die Frage: Ist das wirklich realistisch, wenn es diese finanzielle Verflechtung und möglicherweise eine implizite Abhängigkeit gibt? Wir haben unsere Zweifel. Nach unserer Einschätzung ist es kaum ein Zufall, dass aus den Forschungsabteilungen der betreffenden Universitäten kaum eine kritische Studie zur Anlagepolitik von Geldhäusern oder zu fragwürdigen Alternativen Anlagen, intransparenten sowie über- teuerten Produkten und Kryptowährungen erscheint. In den Forscherstuben der Gelehrten geht alles durch den «Weichspüler» oder es wird ein komplexes Thema ohne jeden Anspruch auf Praxisrelevanz wissenschaftlich seziert. Das bringt den Studenten für ihr späteres Leben im Umgang mit Geld leider herzlich wenig. Nach Abschluss ihres Bachelor- oder Masterstudiums haben sie oft kaum Ahnung von der Praxis der Geldanlage.

«Immer, wenn Geld fliesst, entsteht entweder direkt Abhängigkeit oder es entsteht der Anschein einer solchen. Beides sollte unbedingt vermieden werden.»

Andreas Brenner, Professor für Philosophie an der Universität Basel und an der Fachhochschule Nordwestschweiz

Reich beglückt mit Sponsorengeldern wird auch die University of Oxford. Im Jahre 2019 wurde bekannt, dass der Gründer und CEO des weltweit führenden Private-Equity-Anbieters Blackstone, Stephan Schwarzman, ein Sponsoring von GBP 150 Mio. an die englische Eliteuniversität ausgerichtet. Diese Summe hat Schwarzman im Jahr 2022 um weitere GBP 25 Mio. erhöht. Bekanntlich lehrt an der University of Oxford mit Ludovic Phalippou seit vielen Jahren einer der weltweit renommiertesten Private-Equity-Kritiker. Wird er in Zukunft weiterhin kompromisslos unabhängig forschen und publizieren können? Wir können es ihm und uns nur wünschen. Der Gegenwind, der ihm direkt oder indirekt ins Gesicht bläst, dürfte aber mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit rauer werden.

Wenn Qualitätsmedien Teile ihres unabhängigen publizistischen Potenzials an zahlungskräftige Geldhäuser verkaufen und darüber hinaus zahlreiche Lehrstühle unserer Universitäten von Banken gesponsert werden, darf man sich nicht wundern, wenn viele Anleger immer wieder auf plumpe Tricks der Finanzindustrie hereinfallen. Der Gipfel der Ironie ist schliesslich dann erreicht, wenn der Staat als Folge davon eine monsterhafte Regulierungsbehörde schafft, um die Anleger zu schützen.

### **Roger Federer: Ein Fingerzeig für Geldverwalter**

Am 9. Juni 2024 hielt Roger Federer am Dartmouth College in New Hampshire eine Rede vor Kommilitonen. Spannend war die Aussage des Tennisstars, dass er in seiner Karriere zwar fast 80 Prozent seiner 1'526 Matches gewann, aber nur 54 Prozent seiner Punkte. Das ist erstaunlich. Intuitiv hätte man wohl vermutet, dass er zumindest 70 Prozent aller Punkte für sich entscheiden konnte.

«Man lernt eine Zeile aus einem Sieg und ein Buch aus einer Niederlage.»

Paul Brown, amerikanischer Coach im American Football (1908 – 1991)

Die Aussage von Roger Federer zeigt eine Analogie zur Vermögensverwaltung auf. Auch in der Geldanlage ist es ein völlig utopisches Ziel, in jedem einzelnen Jahr oder in 85 Prozent aller Jahre zu gewinnen respektive den Markt zu schlagen. Champions sind diejenigen Vermögensverwalter, die im Durchschnitt der Jahre etwas besser und vor allem beständiger sind als die Konkurrenz. Auf dem Tennisplatz gelang das Roger Federer dadurch, dass er die entscheidenden Punkte oft für sich entschied und dumme Fehler vermied. Letzteres ist in der Geldanlage mitentscheidend, um langfristig bezüglich Performance an der Spitze zu sein.

### **Wie geht es weiter im Jahr 2025?**

Wie Sie wissen, machen wir keine Prognosen – zumindest nicht auf einen kurzen Horizont von einem Jahr. Nach den im vergangenen Jahr erfolgten Zinssenkungen von Fed, EZB und SNB sowie aufgrund der Tatsache, dass die Inflation in den wichtigsten Industrienationen weitgehend unter Kontrolle und damit in Richtung von 2 Prozent oder darunter gebracht werden konnte, gibt es Anlass zu Optimismus. Dazu kommt, dass gute Chancen für weitere Leitzinssenkungen in den Vereinigten Staaten von Amerika, in Europa und in der Schweiz bestehen. Doch gleichzeitig mahnen wir zur Vorsicht. Sinkende Zinsen sind, entgegen der verbreiteten Lehrmeinung, keine Garantie für freundliche Börsen. Es gibt aus der Erfahrung grosser Krisen (Dotcom/9-11-, Finanz- und Corona-Krise) keine einheitliche Deutung, wie sich Zinssenkungen auf die Aktienmärkte auswirken. Oft wirken sie erst mit starker Verzögerung.

«Der Durchschnitt ist als Prognosebasis ziemlich nutzlos; es sind schon viele Menschen in Flüssen ertrunken, die im Durchschnitt einen halben Meter tief sind.»

Mark Dittli, Wirtschaftsredaktor der Online-Zeitung «The Market», 29. November 2024

Als im Zuge der Dotcom/9-11-Krise nach der Jahrtausendwende die Leitzinsen mehrmals und markant gesenkt wurden, brachen die Aktienkurse noch volle zwei Jahre ein, bevor sie sich ab Frühjahr 2003 erholten. Rezessionsängste gaben den Ausschlag für den Kurssturz. In der Finanzkrise wiederholte sich das Bild. Nachdem das Fed die Leitzinsen ab Herbst 2007 markant senkte, sackten die Aktienkurse bis im Frühjahr 2009 in die Tiefe, bevor die Erholung einsetzte. Es gibt keinen zuverlässigen, sondern höchstens einen schwachen Zusammenhang zwischen Zins- und Aktienmarktentwicklung. Was aber insbesondere im Vergleich zur Corona-Zeit neu ist, ist dies: Schlechte Nachrichten – zum Beispiel über die Konjunktorentwicklung oder das Stellenwachstum – sind auch tatsächlich wieder schlechte Nachrichten für die Börse. Während der Corona-Zeit war es paradox: Schlechte Nachrichten über die wirtschaftlichen Aussichten und die Gefahr einer drohenden Rezession brachten die Börsen in Partystimmung, weil als Folge davon Zinssenkungen der Notenbanken erwartet wurden.

Wirtschaftlich schwer angeschlagen ist China, die einstige Vorzeigenation der Schwellenmärkte. Die Spitze der Kommunistischen Partei hat Ende September umfassende Stimulierungsmassnahmen im Reich der Mitte angekündigt und die chinesische Zentralbank hat die Leitzinsen gesenkt, um den taumelnden Immobilienmarkt zu stützen. Das versetzte die seit Jahren enttäuschende chinesische Börse in eine kurzfristige Euphorie. Nichtsdestotrotz bleiben wir skeptisch und lassen weiterhin die Finger von diesem Markt. Politisch ist China eine unberechenbare Diktatur. Mit unseren multinationalen Unternehmen, die ihren Sitz in demokratischen Ländern haben, sind wir in diesem «aufstrebenden» Land mit allen Chancen und Risiken ausreichend präsent.

Kaum je zuvor war die Performance-Differenz zwischen dem amerikanischen S&P 500 und den europäischen sowie schweizerischen Indizes so gross wie im zurückliegenden Jahr. Bei allem Respekt für die wirtschaftliche Potenz der USA gehen wir nicht davon aus, dass sich dieser Trend in ähnlichem Tempo fortsetzt. Dafür spricht nicht zuletzt die Bewertungsdifferenz: Während für den S&P 500 im Durchschnitt das

23-fache der Unternehmensgewinne bezahlt werden muss, beträgt das Kurs/Gewinn-Verhältnis für europäische Unternehmen nur gerade 14. Europäische Aktien können folglich als tendenziell günstig eingestuft werden, wogegen amerikanische Dividendenpapiere zwischenzeitlich als eher teuer gelten. Was uns im weltweiten Kontext Sorgen bereitet, ist die explodierende Staatsverschuldung, insbesondere die amerikanische. Sie beträgt bereits 120 Prozent des BIP. 2023 betrug das US-Budgetdefizit trotz gut geölter Wirtschaftslage satte 6,3 Prozent. Das kann auf Dauer nicht gut gehen.

«Man kann sich immer darauf verlassen, dass die Amerikaner das Richtige tun, nachdem sie alles andere versucht haben.»

Winston Churchill, britischer Premierminister und Nobelpreisträger (1874 – 1965)

Wenn wir schon nicht imstande sind, zuverlässige Prognosen zu machen, so können wir Ihnen mit Sicherheit versprechen, dass wir auch in Zukunft den modischen Trends und dem prozyklischen Gebaren der Produktindustrie nicht verfallen werden. Es gilt, den immer abenteuerlicheren «Innovationen» und den margenträchtigen Verlockungen der Finanzindustrie zu widerstehen. Das Strategieberatungsunternehmen Boston Consulting Group kam in seiner Studie «Global Asset Management 2024: AI and the Next Wave of Transformation» zum Schluss: Nur 37 Prozent neu lancierter Fonds sind nach 10 Jahren noch am Markt. Der überwiegende Teil von 63 Prozent wurde aufgrund von Erfolglosigkeit wieder eingestampft. Im Jahr 2010 lag die Quote der Fonds, die nach 10 Jahren noch existierten, immerhin noch bei 60 Prozent.

Innovationen sind den Unternehmen vorbehalten, deren Aktien in unseren Kundenportfolios liegen. Kundenorientierte Vermögensverwalter zeichnen sich hingegen durch Stabilität, Disziplin und Prinzipientreue aus. Entscheidend für den langfristigen Erfolg in

der Geldanlage sind die konsequente Umsetzung einer kostengünstigen, antizyklischen sowie transparenten Strategie mit qualitativ hochwertigen Direktanlagen und die Beschränkung auf die erfolgversprechendsten Anlagekategorien. Folgt man diesen Tugenden, kann man dem Anlagejahr 2025 mit Zuversicht entgegenblicken – was auch immer kommen mag.

### Gemeinnützige Stiftung

Eine zunehmende Anzahl unserer geschätzten Kundinnen und Kunden trägt sich mit dem Gedanken, zu Lebzeiten oder nach ihrem Ableben einen Teil oder ihr ganzes Vermögen in eine gemeinnützige Stiftung einzubringen. In den letzten Jahren wurden wir von Interessierten gebeten, verschiedene Optionen zu dieser Thematik zu prüfen. Die Möglichkeit, unsererseits eine Dachstiftung zu gründen, die wir unseren Kunden als Plattform zur Verfügung stellen könnten, haben wir verworfen, denn das Führen einer gemeinnützigen Stiftung erfordert fachkundiges Spezialistenwissen und der personelle sowie administrative Aufwand ist enorm. Auch hätte dies womöglich kritische Fragen bezüglich unserer Unabhängigkeit aufgeworfen. Nach Evaluation verschiedener Optionen sind wir zum Schluss gekommen, dass eine Zusammenarbeit mit renommierten externen Experten, die viel Erfahrung auf diesem Gebiet mitbringen, die beste Lösung für unsere Kundinnen und Kunden ist.

«Wenn ein Mensch behauptet, mit Geld liesse sich alles erreichen, darf man sicher sein, dass er nie welches gehabt hat.»

Aristoteles Onassis, griechisch-argentinischer Reeder (1906 – 1975)

Im vergangenen Jahr haben wir konstruktive Gespräche mit hochrangigen Exponenten des schweizerischen Stiftungswesens geführt. Heute sind wir überzeugt, dass wir Interessierte professionell beraten und ihnen Lösungen aufzeigen können, die im Vergleich zu den Angeboten der Banken kostengünstiger sind. Sollten

Sie interessiert sein, zu diesem Thema mehr zu erfahren, kontaktieren Sie uns jederzeit sehr gerne.

Schliesslich ist es uns ein Anliegen, wieder einmal darauf hinzuweisen, dass Sie – wenn nicht schon erfolgt – eingeladen sind, Ihre Kinder respektive Ihre potenziellen Erben bei uns einzuführen oder in eine separate Kundenbeziehung einzubringen. In der Hoffnung, dass der «Fall des Falles» möglichst lange nicht eintreten wird, empfiehlt sich eine frühzeitige Planung und generationsübergreifende Weichenstellung.

«Fliege immer First Class – sonst tun es Deine Erben.»

«Dr. Doom» Marc Faber, Börsenguru und Buchautor

Für das neue Jahr 2025 wünschen wir Ihnen und Ihren Lieben das Allerbeste, vor allen Dingen Gesundheit. Für das grosse Vertrauen, das Sie uns entgegenbringen, bedanken wir uns ganz herzlich und freuen uns auf die weitere Zusammenarbeit!

Mit herzlichen Grüssen, im Namen des ganzen «Hotz-Teams», Ihr



Dr. Pirmin Hotz



## Meinung

# KI als Wunderwaffe beim Anlegen

Pirmin Hotz

**Künstliche Intelligenz wird zunehmend auch in der Vermögensanlage eingesetzt. Die Erwartungen der Investoren und die Fallhöhe jedoch sind hoch.**

Künstliche Intelligenz (KI) erlebt seit einiger Zeit einen Boom. Sie wird unser Leben in Zukunft zunehmend begleiten, etwa für medizinische Diagnosen, beim automatisierten Fahren, in der Betrugsbekämpfung sowie im Einsatz von Suchmaschinen, Sprachassistenten und Navigationssystemen. Es stellt sich die Frage: Revolutioniert KI auch die Welt der Vermögensanlage, und was taugt sie als Prognoseinstrument für die Börse?

Viele Investoren träumen davon, dass ihnen ein Chatbot die Entwicklung von Aktienkursen, der Zinsen oder des Dollarkurses voraussagen kann. Wer sich mit der Prognostizierbarkeit von Börsenkursen beschäftigt, wird an der Frage nicht vorbeikommen, wie effizient liquide Kapitalmärkte sind, respektive wie rasch sich neue Informationen in die Kurse einarbeiten. Schliesslich können Prognosen nur dann systematisch – also nicht rein zufällig – erfolgreich sein, wenn der «Prophet» über Wissen und Informationen verfügt, die sich noch nicht in den Börsenkursen niedergeschlagen haben.

In der seriösen Finanzmarktforschung gibt es spätestens seit der Verleihung der Nobelpreise an die Wissenschaftler Harry Markowitz und Eugene Fama keinen Zweifel mehr, dass zumindest die liquiden Aktien- und Obligationenmärkte sehr effizient sind. Neue Informationen über die Unternehmens-, Zins- und Währungsentwicklung rasen in einer hochtechnisierten und vernetzten Welt in Sekundenbruchteilen über den Erdball und schlagen sich in Windeseile in den Kursen nieder.

Es ist deshalb kein Zufall, dass es auch den weltweit führenden Geldhäusern, die über ein hochqualifiziertes Analystenheer verfügen, nicht gelingt, mit ihren aktiven Fonds systematisch Überrenditen zu erzielen. Alle bisherigen Erfahrungen zeigen, dass diese desillusionierende Erkenntnis auch für noch so leistungsfähige Chatbots gültig ist. Bis die Suchanfrage zur Auswirkung eines Fed-Zinsentscheids auf den Dollarkurs oder des frisch publizierten Unternehmensergebnisses von

Novartis auf deren Aktienkurs den Chatbot erreicht hat, sind die Informationen längst in den Kursen eingepreist.

### Hochfrequenzhändler nutzen KI schon

Es mag sein, dass in extrem kurzen Zeitbereichen von Millisekunden oder Sekunden, in denen neue Informationen über den Erdball rasen und sich in die Börsenkurse einarbeiten, die Märkte nicht vollständig effizient sind. In dieser für Menschen kaum wahrnehmbaren Frist versuchen hoch qualifizierte Informatiker, Mathematiker und Physiker des High Frequency Trading (HFT) mit ausgeklügelten und hochkomplexen Programmen respektive Strategien Informationsvorsprünge auszunützen. Damit werden im Grunde die verbleibenden Ineffizienzen aus den Kapitalmärkten herausgekratzt. Das ist nur mithilfe riesiger Datenmengen (Big Data) und selbstlernenden Hochleistungscomputern (Machine Learning) zu schaffen. Auf diese Weise werden Muster und Korrelationen der Börsen analysiert, bei denen die Wahrscheinlichkeit hoch ist, dass ein kurzfristiger Trend prognostiziert werden kann.

«KI wird nie bessere Ratschläge abgeben als die Menschen, die sie füttern.»

Weiss der Computer zum Beispiel aus den Vergangenheitsdaten, dass die Wahrscheinlichkeit für einen kurzfristigen Kursanstieg des Goldes gross ist, wenn der amerikanische S&P 500 aufgrund einer Konjunkturwarnung fällt und gleichzeitig der Dollar zur Schwäche neigt, versucht er, das auszunützen.

Die Chance, dass in der nächsten Sekunde der Goldpreis tatsächlich als Reaktion darauf steigt, ist dann vielleicht 60 oder 65%, während mit einer Wahrscheinlichkeit von 35 oder 40% der Goldpreis sinken wird. Bei Tausenden von solchen oder ähnlichen Transaktionen verdient ein weltweit führender Hochfrequenzhändler am Ende des Tages Geld. Streng genommen gibt es KI zur Prognose von Börsenkursen deshalb schon längst.

## FINANZ und WIRTSCHAFT

Kein Chatbot dieser Welt wird nun aber Börsenkurse auf einen Zeithorizont von Wochen, Monaten und schon gar nicht einem Jahr prognostizieren können. Bis der Nutzer seine Anfrage an den Roboter gestellt hat, ist jede Information längst in den Börsenkursen eskomptiert. Folglich werden weder private noch institutionelle Investoren in Zukunft mit einer auch noch so ausgeklügelten KI die Börsenkurse voraussagen können.

Der Wert von KI in der Vermögensanlage liegt somit nicht in der Prognose von Börsenkursen, sondern in der Informationsbeschaffung, der Strukturierung von Portfolios und der gezielten Selektion von Aktien oder Obligationen. Analog zu Robo-Advise-Konzepten können Investoren individuelle Präferenzen sowie die gewünschte Qualität und das Risiko ihrer Anlagen vorgeben sowie Einschränkungen oder Ausschlüsse definieren.

Dass KI dem Anleger eine optimale Empfehlung abgeben kann, setzt aber voraus, dass dieser dem Chatbot die richtigen Fragen stellt. Stellt der Nutzer unpräzise oder irreführende Fragen, besteht die Gefahr, dass er Empfehlungen erhält, die seinen Interessen zuwiderlaufen. KI wird niemals bessere Empfehlungen abgeben können als die Menschen, die sie füttern. Die Erfahrungen, die mit Robo-Advisor gemacht wurden, zeigen, dass die Bäume nicht in den Himmel wachsen. So ist sowohl das Volumen wie auch das Wachstum der durch Roboter verwalteten Gelder bis heute überschaubar.

### Eine miserable Psychologin

KI sammelt umfassende Informationen aus Zeitungsartikeln, wissenschaftlichen Fachbeiträgen und Büchern. Notabene darin lauern aber auch die Gefahren. Nicht selten sind diese nämlich geprägt von Autoren, die ihre eigenen Interessen über diejenigen der potenziellen Nutzer stellen. KI wird in gewissen Texten schwerlich erkennen können, ob es sich um eine wissenschaftlich fundierte Meinung, ein Gefälligkeitsgutachten eines «gekauften» Wissenschaftlers oder eines Marketing-artisten einer Bank handelt, der den Produktverkaufsziele seines Chefs genügen muss.

Erst recht fragwürdig wird der Nutzen von KI, wenn die Anbieter von Chatbots mit Werbegeldern finanziert werden. In diesem Fall besteht die Gefahr, dass der Chatbot mit Priorität hochmarginige, komplexe, intransparente und kundenunfreundliche Produkte empfiehlt – die Empfehlung ist dann höchstens noch künstlich, aber mit Sicherheit nicht mehr intelligent. Dazu kommt, dass der Nutzer von KI die Schuld im Falle einer Fehlberatung keinem menschlichen Wesen zuschieben und sich bei diesem beschweren kann. Ein Chatbot nimmt den Ärger seines «Kunden» emotionslos zur Kenntnis.

### Vertrauen bleibt wichtigste Währung

Die wichtigste Währung im Anlagegeschäft ist das Vertrauen. Dieses wird im persönlichen Gespräch aufgebaut und gibt dem Anleger die Chance, seinem menschlichen Berater in die Augen zu schauen, dessen Seriosität und Ehrlichkeit zu testen und mit ihm über seine Vorlieben, Ängste und Sorgen zu sprechen. Je nachdem, ob am Börsenhimmel gerade die Sonne lacht, ein Gewitter herrscht oder eine Scheidung ansteht, kann die Stimmung des Anlegers rasch ändern. Empathisch und mit Verständnis darauf zu reagieren, bleibt auch einem noch so ausgeklügelten Chatbot verwehrt. KI ist eine miserable Psychologin.

Das Wissen von KI ist zwar übermenschlich, aber im Gegensatz zu menschlichen Wesen kennt KI keine Moral. Ehrlichkeit, auf das Individuum zugeschnittene Kompetenz, persönliches Einfühlungsvermögen und Vertrauenswürdigkeit können nur Menschen mit Herz, Seele und Leidenschaft bieten. KI kann als Werkzeug nützlich sein, sie wird den menschlichen Berater aber niemals ersetzen.

---

**PIRMIN HOTZ** ist Gründer und Inhaber der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen mit Sitz in Baar.

## Meinung

# So legen die Reichsten ihr Geld an

Pirmin Hotz

### **Eine Studie von UBS gibt interessanten Aufschluss über die Anlagepolitik der Vermögendsten in aller Welt. Was Durchschnittsinvestoren daraus lernen können.**

Viele Investoren beschäftigen sich in der Geldanlage mit der Frage, wann das richtige Timing für den Kauf und den Verkauf von Aktien ist oder welches gerade die aussichtsreichsten Titel sein könnten. Diese Fragen mögen spannend sein, aber sie sind im Grunde irrelevant oder zumindest zweitrangig. Der langfristige Börsenerfolg ist schliesslich nicht das Resultat orakelmässiger Vorhersagen, sondern die Folge einer optimalen Investitionsstrategie und der Wahl der aussichtsreichsten Anlagekategorien. Ein Blick auf die Allokation von Family Offices, die die Vermögen reicher Familien verwalten, gibt interessante Aufschlüsse.

Im «UBS Global Family Office Report 2024» wurden insgesamt 320 Single Family Offices aus aller Welt analysiert. Das Gesamtvermögen der repräsentierten Familien beläuft sich auf mehr als 600 Mrd. \$, was die Studie gemäss Aussagen der Verfasser «zur umfassendsten und aussagekräftigsten dieser Art» macht.

Ultrareiche, die über ein für Investitionen zur Verfügung stehendes Vermögen von mehreren hundert Millionen oder gar einigen Milliarden verfügen, häufen ihren Reichtum nicht mit dem Sparbuch an. Grosse Vermögen werden durch Unternehmertum gebildet. Es erstaunt deshalb nicht, dass 50% der analysierten Vermögen in Aktien, der zweifellos auf lange Frist attraktivsten Anlageform, investiert sind. Davon sind 28% in kotierten Titeln und 22% in Private Equity (PE) angelegt.

### **Viel Aktien und wenig Immobilien**

Bei in der Schweiz domizilierten Family Offices nehmen kotierte Aktien 31% und PE 18% ein. Der hohe Anteil nicht kotierter Aktien mag auf den ersten Blick erstaunen, nicht aber auf den zweiten: Er ist nicht zuletzt deshalb sehr hoch, weil darin auch umfassende Direktinvestitionen in Unternehmen enthalten sind, bei denen Familienaktionäre oft eine aktive Kontrolle ausüben.

Im Vergleich zu den Reichsten, die die Hälfte ihres Vermögens in Aktien angelegt haben, hält der Durchschnittsschweizer gemäss Daten der SNB für das Jahr 2023 nur rund 7% seines Ersparthen in Aktien. Hingegen haben Frau und Herr Schweizer 47% ihres Vermögens in Immobilien investiert. Getrieben ist ihr mit Abstand grösster Vermögensbrocken vom Wunsch nach einem Eigenheim, der einen hohen Einsatz von Hypothekarkrediten erfordert. In dieser Vorliebe nach Betongold ergibt sich ein monumentaler Unterschied zur Anlagepolitik von Family Offices. Nur gerade 10% ihres Vermögens legen die Reichsten in Immobilien an, vorzugsweise in Direktanlagen. Innerhalb der Realwertquote, die bei den Vermögendsten der Welt insgesamt über 60% beträgt, sind Aktien somit die klare Nummer eins – weit vor Häusern, Eigentumswohnungen oder Gewerbebauten. Während Durchschnittsinvestoren die (Netto-)Rendite von Immobilienanlagen systematisch über- und die Risiken unterschätzen, nehmen die Reichsten diesbezüglich eine deutlich defensivere Haltung ein.

«Gold ist in der langen Frist kein lukratives Investment.»

Wo haben die Vermögenden ihr Geld sonst noch angelegt? Erstaunlich hoch ist der Anteil an Anleihen und Kontogeldern. So sind 19% der Vermögen in kotierten Festverzinslichen und 2% in Private Debt investiert, während 10% auf Bankkonten liegen. Offenbar sehnen sich selbst Superreiche, die im Grunde über eine sehr hohe Risikofähigkeit verfügen, nach einer gewissen Sicherheit. Mit fast einem Drittel ihres Vermögens wollen sie flexibel auf alle möglichen Entwicklungen reagieren können. Wer nun aber glaubt, die Reichen würden bei ihrem Bedürfnis nach Sicherheit einen hohen Anteil Gold halten, täuscht sich. Nur gerade 1% wird im gelben Edelmetall gebunkert.

Zu Recht: Die Schwankungsrisiken sind mindestens so hoch wie diejenigen von Aktien, während die langfristige Rendite gerade einmal die Höhe der Inflation

## FINANZ und WIRTSCHAFT

ausgleicht. Gold ist in der langen Frist kein lukratives Investment. Ziemlich vernachlässigbar in der Höhe sind auch Anlagen in Infrastruktur, Kunst und Rohstoffe. Jede dieser Kategorien repräsentiert weniger als 1% der Gesamtvermögen der Reichen. Kunst ist für sie mehr Hobby als Kapitalanlage.

Überraschend ist der Anteil von 5% bei den Hedge Funds. Diese komplexen und mit viel Fremdkapital gehebelten Produkte sind sehr gebührenintensiv, weshalb ihre Rendite in der langfristigen Perspektive meist ernüchternd ausfällt. Warum investieren Family Offices trotzdem in Hedge Funds und PE-Funds-of-Funds-Konstrukte, obwohl sich die Investoren gemäss dem Bericht von UBS Sorgen um die Liquidität und die damit zusammenhängenden Exit-Möglichkeiten machen?

### Sich unersetzlich machen

Es mag zynisch klingen: Genauso wie einige Consultants von Pensionskassen haben auch Family-Office-Manager ein gewisses Interesse an Komplexität, um ihre eigene Position als «Supervisor» gegenüber ihren vermögenden Auftraggebern zu festigen und sich unersetzlich zu machen. Das lässt sich mit einem Anteil komplexer und überwachungsintensiver Produkte, denen es oft an Transparenz mangelt, bewerkstelligen. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass Family-Office-Manager von der gut geölten Marketing-Maschinerie der Finanzbranche gebührend hofiert werden.

Interessante Erkenntnisse ergeben sich auch bei der Betrachtung, in welchen Regionen die Vermögenden ihr Geld anlegen. Dabei stellt sich heraus, dass die Family Offices aus allen Ländern der Welt einem signifikanten Home Bias unterliegen. Amerikanische Family Offices investieren zu 82% in den Vereinigten Staaten, während die europäischen Vertreter nur 38% in dieser Region anlegen. Umgekehrt investieren Superreiche aus Amerika gerade einmal 10% im europäischen Raum, während die Investoren auf dem alten Kontinent satte 54% in ihrer Region anlegen.

### Starker Home Bias

Der ausgeprägte Home Bias gibt einen Hinweis darauf, dass die Vermögendsten aktive Investoren sind. Würden sie nämlich konsequent passiv anlegen, dürfte ihr Herkunftsland keine massgebliche Auswirkung auf die geografische Verteilung ihres Vermögens haben. Bei den kotierten Aktien würde passives Investieren beispielsweise bedeuten, dass der Aktienindex MSCI World, der zu über 60% aus amerikanischen Unternehmen besteht, die Benchmark aller Family Offices sein müsste – unabhängig von ihrem geografischen Sitz. Dies ist nicht der Fall, was als Absage an das passive Investieren interpretiert werden kann.

Was können Durchschnittsinvestoren aus dem Anlageverhalten von Superreichen lernen? Erstens: Der mit Abstand grösste Teil unseres langfristig disponiblen Vermögens sollte in Aktien angelegt sein – sei es in börsennotierten oder privat gehaltenen Unternehmen. Da private und wohl auch die meisten institutionellen Anleger im Kontrast zu den Reichsten keinen privilegierten Zugang zu exzellenten Zielunternehmen im Bereich von Private Equity haben, empfiehlt es sich für sie, sich auf börsengehandelte Aktien zu beschränken.

Zweitens: Schweizer und auch deutsche Investoren haben ein viel zu hohes Gewicht an Immobilien, deren Rendite oft überschätzt und das Risiko unterschätzt wird. Drittens: Gold und Kryptowährungen spielen in den Vermögen der Reichsten keine relevante Rolle. Viertens: Family Offices investieren aktiv und fokussieren sich auf wenige, aber die erfolversprechendsten Anlagekategorien.

Das Orakel von Omaha, Warren Buffett, hat es einmal wie folgt auf den Punkt gebracht: «Der Unterschied zwischen erfolgreichen Leuten und sehr erfolgreichen Leuten ist, dass die sehr erfolgreichen Leute zu beinahe allem Nein sagen.»

---

**PIRMIN HOTZ** ist Gründer und Inhaber der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen mit Sitz in Baar.

## Pensionskassen

# Die Alterung lastet auf dem Zinsniveau

Thomas Hauser

**Die Zinsen waren in den letzten Jahren tief. Ein Grund dafür ist die Demografie. Pensionskassen sollten ihre Schlüsse daraus ziehen.**

Die Zinsen für längere Laufzeiten sind in der Schweiz seit Anfang der 1990er-Jahre massiv gefallen. Damals lag der Zins der zehnjährigen Bundesanleihen bei rund 7 Prozent, bis zum Jahr 2020 ging er auf unter minus 1 Prozent zurück und ist erst jüngst wieder leicht in den positiven Bereich gestiegen. Die Zinsen von risikoreichen Obligationen werden von verschiedenen Faktoren beeinflusst, am klarsten ist der Einfluss der Inflation: Während die Inflation zu Beginn der 1990er-Jahre bei über 5 Prozent lag, betrug sie 2020 minus 0,8 Prozent. Eine hohe Inflation bringt hohe Zinsen und umgekehrt. Zieht man vom nominalen Zins die Inflation ab, spricht man vom Realzins. Dieser misst, wie viel man effektiv an Kaufkraft gewinnt, wenn man Geld in Obligationen anlegt. Dieser Realzins schwankt im Zeitablauf deutlich, seit den 1930er-Jahren oszilliert er zwischen null Prozent und 2,5 Prozent, davor lag er deutlich höher und pendelte um 5 Prozent herum. Es gibt internationale Studien, die einen Zusammenhang zwischen der demografischen Entwicklung und dem Zinsniveau nahelegen.

### Kapital beeinflusst Zins

Wenn in einem Land immer mehr Kapital angespart und angehäuft wird, so hat es genügend davon, und in der Folge sinkt der «Preis» für dieses Kapital – der Zins sinkt also. Mehr Kapital wird in einem Land beispielsweise angespart, wenn sich die Bevölkerung weg von der landwirtschaftlichen Selbstversorgung hin zu Angestellten in der Industrie und im Dienstleistungssektor entwickelt und im Durchschnitt älter wird. Dies führt unter anderem dazu, dass man im erwerbsfähigen Alter mehr Kapital für die Altersvorsorge anspart. Wenn man dann in den Ruhestand tritt, sitzt man gewissermassen auf einem Berg von Angespartem. Wenn ein wesentlicher Teil dieses Kapitals aus Vorsichtsgründen oder wegen gesetzlichen Zwangs (zum Beispiel aufgrund von BVV-2-Vorgaben in der Schweizer Vorsorge) in Obligationen gehalten wird, kann dies in der Summe einen Einfluss auf das Zinsniveau haben.

«Die Überalterung stellt uns vor viele Herausforderungen – und trägt auch dazu bei, dass die Zinsen langfristig tief bleiben.»

### Negativer Trend

Schweizer Zins von 1899 bis 2022 und das Verhältnis von Arbeitenden zu Pensionierten



Quellen: Bundesamt für Statistik, SNB, Eigene Berechnungen

### Obligationen könnten im Vergleich zu früher eine weniger wichtige Stellung in der Strategie einnehmen.

Ein Beispiel: Es wird unterstellt, dass der Teil der Schweizer Bevölkerung ab dem Alter 26 bis zum Alter 65 («Arbeitende») am Sparen ist. Die Bevölkerung über 65 («Pensionierte») besitzt einen Kapitalstock, von dem man verzehrt oder von dessen Erträgen man lebt. Je mehr Pensionierte es im Verhältnis zu den



Arbeitenden gibt, desto höher ist tendenziell der Kapitalstock und desto geringer kann der Zins sein. Dieses Verhältnis ist in der Grafik dargestellt. Ebenfalls abgebildet ist der Zins lang laufender Bundesobligationen – als gleitender Durchschnitt über fünf Jahre dargestellt, um die Ausreisser zu glätten.

Man darf eine solche Grafik nicht überinterpretieren, da die Zinsen zum Beispiel in der Inflationsphase der 1970er- und 1980er-Jahre massiv nach oben abwichen. Aber sowohl bei diesem demografischen Verhältnis als auch bei den Zinsen ist insgesamt über diese lange Phase von mehr als 120 Jahren ein negativer Trend erkennbar. Die gesteigerte Akkumulation von Kapital könnte also durchaus einen senkenden Einfluss auf die Zinsen haben.

### **Druck bleibt bestehen**

Diese Erkenntnis hilft – wenn sie denn zutrifft – für die Anlage nur bedingt. Denn der potenzielle demografische Einfluss, der äusserst langsam wirkt, wird kurzfristig überlagert von anderen Effekten wie der Geldpolitik respektive der Inflation. Strukturell bleibt aber wegen der Alterung der Gesellschaft der demografische Druck auf die (realen) Zinsen bestehen.

Dies kann durchaus dazu führen, dass sich der Zins mehrheitlich eher zwischen null und 3 Prozent bewegen wird als zwischen 3 und 5 Prozent. Für Investorinnen und Investoren kann dies bedeuten, dass Obligationen im Vergleich zu früheren Zeiten eine weniger bedeutende Stellung in der Strategie einnehmen. Dieser Umbauprozess wurde durch die negativen Zinsen der letzten Jahre massiv beschleunigt; ein Rückbau dieser Entwicklung ist im Lichte der Demografie in einer langfristigen Optik kaum zu erwarten.

---

**THOMAS HAUSER** ist Managing Partner bei Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen in Baar.