

chancen

Finanzmärkte und Konjunktur

Investieren in Wachstum –
wichtige Überlegungen
für Anlegerinnen und Anleger



«Für Investorinnen und Investoren ist eine kritische Würdigung der Wachstumspotenziale und der damit verbundenen Risiken unabdingbar, um kluge Anlageentscheidungen zu treffen.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer

Investieren in Wachstum – wichtige Überlegungen für Anlegerinnen und Anleger



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer

Liebe Leserinnen und Leser

Wachstum ist sowohl für Volkswirtschaften als auch für Unternehmen sowie Investorinnen und Investoren zentral. In Volkswirtschaften sorgt Wachstum für mehr Arbeitsplätze, höhere Einkommen und einen besseren Lebensstandard. Unternehmen ermöglicht es, Marktanteile zu gewinnen, Kosten durch Skaleneffekte zu senken und ihre Wettbewerbsfähigkeit zu steigern. Wir beleuchten in dieser Ausgabe unseres Chancen-Magazins verschiedene Aspekte des Wachstums und ihre möglichen Auswirkungen für Investorinnen und Investoren.

Eine kritische Würdigung der Wachstumspotenziale und der damit verbundenen Risiken ist unabdingbar, um kluge Anlageentscheidungen zu treffen. Wachstum kann auf die kurze Frist forciert werden, dies jedoch nicht selten zulasten einer stetigeren und nachhaltigen Wertentwicklung. So hat die US-Staatsverschuldung im laufenden Jahr rund 100% der jährlichen Wirtschaftsleistung der USA erreicht. Dies ist doppelt so viel als 2010 und so hoch wie letztmals zum Ende des Zweiten Weltkriegs.

Lesen Sie, welche Wachstumssektoren sich seit dem Jahr 2000 als attraktive Anlageziele erwiesen haben und warum sie nicht nur in der Vergangenheit hohe Wachstumsraten boten, sondern weiterhin attraktive Renditechancen versprechen. Auch Nebenwerte haben für Marktteilnehmende ihren Reiz. Denn diverse sogenannte Small- & Mid-Caps vermochten in der Vergangenheit die Wertentwicklung der breiten Aktienmärkte immer wieder zu übertreffen. Die Chancen stehen unseres Erachtens gut, dass dies in den kommenden Jahren wieder der Fall sein wird.

Darüber hinaus erörtern wir, wie sich das Wirtschaftswachstum auf die Zinsmärkte auswirkt, welche langfristigen Tendenzen den Schweizer Immobiliensektor beeinflussen und was Anlegerinnen und Anleger von Privatmarktanlagen erwarten können.

Lesen Sie mehr zu diesen Themen und unseren konkreten Anlageideen, sprich Anlagefonds, die wir als mögliche sinnvolle Bausteine für Ihre Portfolios erachten.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre und weiterhin viel Erfolg beim Anlegen.

Herzlichst

A handwritten signature in black ink that reads "Sandro Merino". The signature is written in a cursive, flowing style.

In dieser Ausgabe



3
Editorial

6
Aktien aus Wachstumssektoren verfügen über weiteres Potenzial
Seit der Jahrtausendwende haben sich diverse Sektoren als besonders lukrativ erwiesen. Diese beeindruckten durch ihr dynamisches Wachstum und beeinflussten zugleich das globale Wirtschaftswachstum massgeblich.

16
USA: robustes Wachstum unter rasant steigender Staatsverschuldung
Die US-Wirtschaft wächst seit dem Ende der Pandemie schneller als die Wirtschaft der Eurozone. Aber die Staatsverschuldung der USA hat rund 100% der jährlichen US-Wirtschaftsleistung erreicht. Wie nachhaltig ist der Anstieg des US-Schuldenbergs und was sind die möglichen Auswirkungen?

22
Wirtschaftswachstum und seine Auswirkungen auf Obligationenanlagen
Für die Zinsmärkte sind die Wachstumsaussichten von Volkswirtschaften von grosser Bedeutung. Gleichzeitig beeinflussen weitere makroökonomische Stellschrauben, beispielsweise die Inflation, das Zinsgefüge an den Obligationenmärkten.

32

**Private Anlagemärkte:
Halten sie, was sie versprechen?**



38

Hohe Immobilienpreise: Eine steigende Nachfrage trifft auf ein knappes Gut



42

Finanzmarktausblick



28

Small- & Mid-Caps: Unternehmen mit Wachstumschancen und Kurspotenzial

Die Small- & Mid-Caps-Titel vermochten in der Vergangenheit die Wertentwicklung der breiten Aktienmärkte immer wieder zu übertreffen. Die Chancen stehen unseres Erachtens gut, dass dies in den kommenden Jahren wieder der Fall sein könnte.

32

Private Anlagemärkte: Halten sie, was sie versprechen?

Die Bedeutung von Privatmarktanlagen hat in den letzten Jahren besonders in institutionellen Portfolios deutlich zugenommen. Um zu beurteilen, was tatsächlich erwartet werden kann, lohnt sich ein Blick in den historischen Leistungsausweis.

38

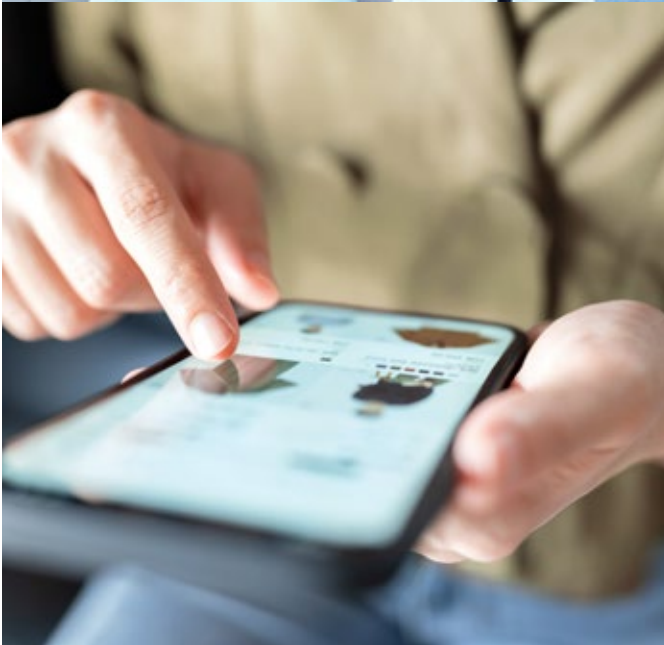
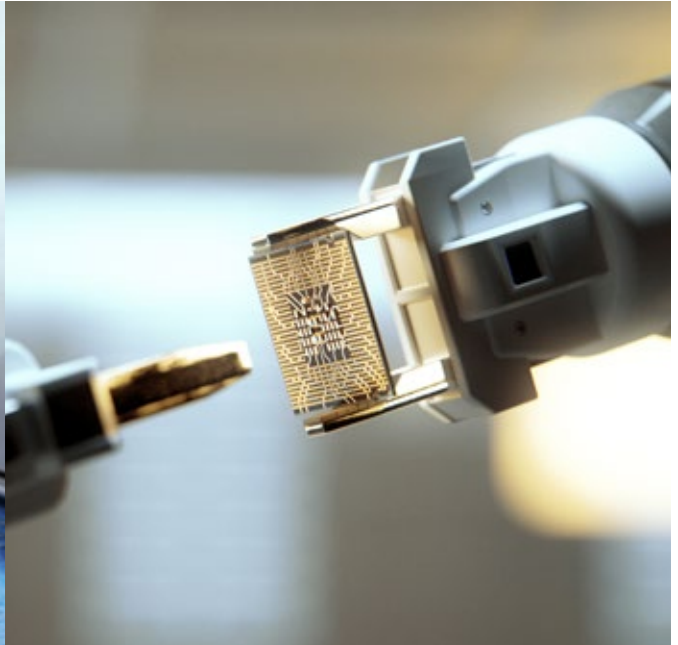
Hohe Immobilienpreise: Eine steigende Nachfrage trifft auf ein knappes Gut

Die Schweiz zählt weltweit zu den flächenmässig kleineren Ländern, jedoch nicht in Bezug auf das Bruttoinlandsprodukt. Wie ist das möglich, in einem Land, das von oben betrachtet mit Alpen und Jura zu sieben Zehnteln aus Gebirge besteht?

42

Finanzmarktausblick

Für das Jahr 2025 wird mit einer wenig dynamischen, aber positiven Konjunktorentwicklung gerechnet, die Inflationsraten dürften nochmals nachgeben. Die Chancen stehen gut, dass sich 2025 als gutes Anlagejahr erweisen wird.



Aktien aus Wachstumssektoren verfügen über weiteres Potenzial

Seit der Jahrtausendwende haben sich für Investorinnen und Investoren diverse Sektoren als besonders lukrativ erwiesen. Diese beeindruckten durch ihr dynamisches Wachstum und beeinflussten zugleich das globale Wirtschaftswachstum massgeblich. Zu den Top-fünf-Sektoren gehörten die Sektoren Gesundheitswesen, Technologie, E-Commerce, Telekommunikation und Erneuerbare Energien.

Wer sich die Steigerung der Marktvolumen der fünf Sektoren mit dem grössten Wachstum seit 2000 zu Gemüte führt, findet eindrückliche Zahlen. So wuchs das Marktvolumen des Gesundheitswesens dank dem Bedarf an neuen medizinischen Lösungen und Technologien zur Verbesserung der Lebensqualität kontinuierlich (siehe Abbildung 1) um den Faktor 4,25x.

Auch die Technologiebranche wuchs dank dem hohen Innovationstempo in den Bereichen Software, Künstliche Intelligenz und digitale Geräte markant. Den prozentual grössten Wachstumsschub hat der Bereich E-Commerce erfahren. Dieser hat seit dem Jahr 2000 den Handel revolutioniert und bietet dank der Verlagerung des Konsums

ins Internet weiterhin grosses Potenzial. Der Telekommunikationssektor unterstützt dieses Wachstum, indem er die digitale Infrastruktur bereitstellt und ausbaut. Ein weiterer Wachstumssektor sind die Erneuerbaren Energien. Hier schufen die steigende Nachfrage nach sauberer Energie und die staatlichen Förderungen die Rahmenbedingungen für Investitionen in Solar-, Wind- und andere nachhaltige Energieprojekte.

Anlegerinnen und Anleger, die in diese Sektoren investierten, konnten beträchtliche Gewinne realisieren. Diese Sektoren bieten auch heute noch interessante Einstiegsgelegenheiten.

Abb. 1: Grösste Wachstumssektoren (2000–2020) im Überblick

Sektor	2000 in Bio. USD	2020* in Bio. USD	Wachstum 2000–2020	2024** in Bio. USD
Gesundheitswesen	2,0	8,5	325%	12,0
Technologie	0,3	5,0	1567%	7,0
E-Commerce	0,0	4,3	15 752%	6,0
Telekommunikation	1,2	2,5	117%	3,0
Erneuerbare Energien	0,1	2,3	2 200%	4,0

Quellen: Statista, Gartner, BNEF, McKinsey & Company; * gesicherte Daten; ** Schätzungen

Technologie

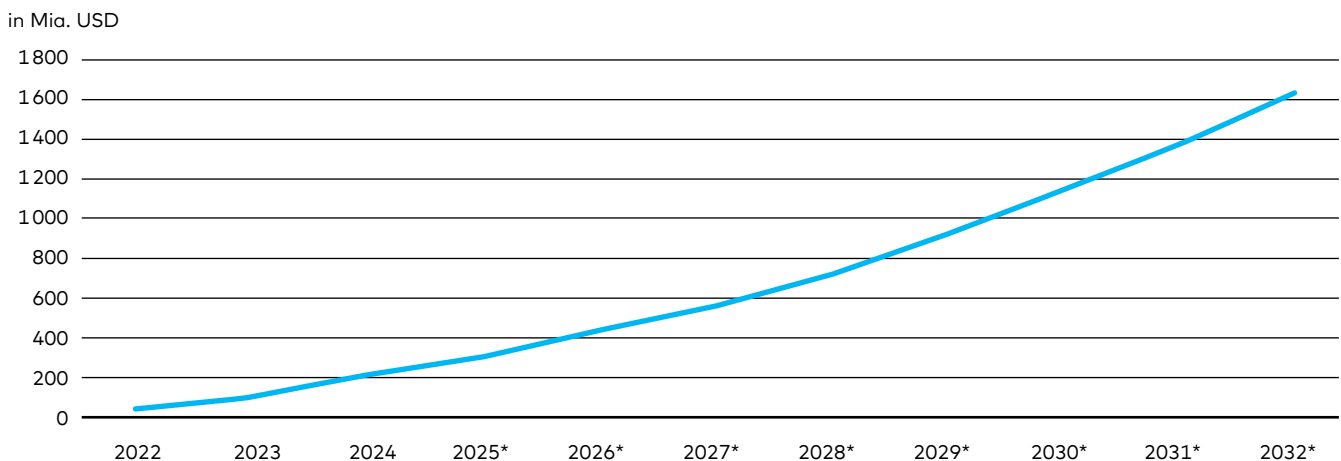
Heutzutage sind Smartphones, die Cloud oder E-Commerce nicht mehr aus dem täglichen Leben wegzudenken. Seit dem Jahr 2000 hat der Technologiesektor massive Fortschritte erzielt: Die Zahl der Internetnutzerinnen und -nutzer stieg weltweit von rund 360 Millionen auf über 5 Milliarden im Jahr 2024. Mobile Technologien revolutionierten das Nutzerverhalten, mit heute über 6,8 Milliarden Smartphone-Nutzerinnen und -Nutzern weltweit. Der Fortschritt bei 5G-Technologien verspricht neue Maßstäbe bei Geschwindigkeit und Konnektivität. Die globale Vernetzung schuf die Grundlage für das Cloud-Computing, das Unternehmen eine flexiblere Datenverarbeitung ermöglicht. Einen weiteren Meilenstein betrifft die Künstliche Intelligenz.

Eine der bedeutendsten technologischen Errungenschaften der letzten Jahrzehnte ist die Entwicklung der Künstlichen Intelligenz (KI). In vielen Branchen steigerten KI-gestützte Systeme die Effizienz markant und die Wachstumsaussichten für KI sind enorm (siehe Abbildung 2). Fachleute sind davon überzeugt, dass diese neue Technologie nahezu alle Aspekte unseres Lebens verändern kann – wie wir arbeiten, kommunizieren und lernen. KI findet sich heute beispielsweise bei Sprachassistenten, automatisierten Analysen oder dem autonomen Fahren.

Big Data, Deep Learning und neuronale Netze führten zum Durchbruch

Der Startschuss für die KI-Technologie fiel bereits in den 1950er Jahren. Die ersten KI-Systeme versuchten, menschliche Intelligenz durch Regeln und explizites Wissen zu modellieren. Während dadurch einfache Probleme gelöst werden konnten, führten komplexe und reale Situationen oftmals zu einer Überforderung. In den 1980er Jahren gewannen neuronale Netze, inspiriert von der Funktionsweise des menschlichen Gehirns, an Bedeutung. In den 2000er Jahren nahm die Verfügbarkeit von Big Data und leistungsfähigerer Hardware wie Grafikkarten zu und die KI erlebte durch das sogenannte Deep Learning einen gewaltigen Aufschwung. Dadurch kann sie riesige Mengen unstrukturierter Daten analysieren und Muster erkennen.

Abb. 2: Umsatzvolumen der generativen KI dürfte auch künftig stark wachsen



■ Umsatzvolumen der generativen KI; * Schätzungen

Quellen: Bloomberg Intelligence, IDC, eMarketer, Statista

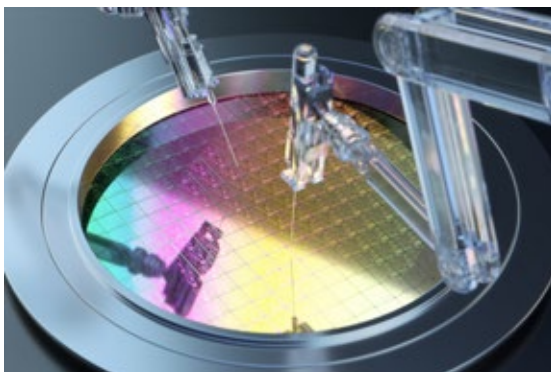
KI-Anwendungen auf dem Vormarsch

So fand die KI Eingang in Sprachassistenten (Siri, Alexa), in die Gesichtserkennung und in selbstfahrende Autos. Ende 2022 rückte mit der Einführung von ChatGPT eine weitere Anwendung der Künstlichen Intelligenz ins Bewusstsein der Öffentlichkeit. Der Name steht für «Chat Generative Pre-trained Transformer», wobei der Textroboter auf dem Sprachmodell GPT basiert, das durch das Training mit enormen Datenmengen entwickelt wurde. Die KI kann mithilfe neuronaler Netze menschliche Eingaben verstehen sowie unter anderem natürlich klingende Texte generieren oder realistisch wirkende Bilder erschaffen.

Wichtige Trends und Entwicklungen

Mittel- und langfristig treiben diese technologischen Trends das Wachstum voran: Künstliche Intelligenz dürfte ganze Branchen durch Automatisierung und datenbasierte Entscheidungsprozesse revolutionieren. Quantencomputing verspricht enorme Rechenleistung für komplexe Probleme. Die Erweiterung des 5G- und 6G-Netzes ermöglicht schnellere und verlässlichere Kommunikation. Zudem dürften nachhaltige Technologien wie grüne Energie und Kreislaufwirtschaft eine zentrale Rolle spielen, während die Biotechnologie medizinische Innovationen vorantreibt.

Mittel- und langfristig dürften Themen wie Künstliche Intelligenz, Quantencomputing, 5G- und 6G-Netze, grüne Energie, Kreislaufwirtschaft und Fortschritte in der Biotechnologie die technologischen Entwicklungen vorantreiben.



Gesundheit

Dank Fortschritten in Technik und Medizin ist die Lebenserwartung weltweit nach dem Jahrtausendwechsel gestiegen. Am stärksten erhöhte sie sich in Ost- und Südostasien sowie in den afrikanischen Ländern südlich der Sahara. Diese Regionen haben unter anderem durch bessere Gesundheitsversorgung und Ernährung sowie verstärkte Präventionsmassnahmen erhebliche Fortschritte bei der Erhöhung der Lebenserwartung erzielt.

In vielen entwickelten Ländern stieg in den vergangenen 15 Jahren die Lebenserwartung trotz guter Gesundheitsversorgung und technischen Fortschritten kaum noch. Dies ist teilweise auf die Corona-Pandemie zurückzuführen. Zudem haben einige Staaten – darunter Japan, Deutschland und die Schweiz – mit einer Lebenserwartung von über 80 Jahren ein Niveau erreicht, das sich nicht so einfach weiter steigern lässt. Daneben haben zum Beispiel die Opioid-Krise in den USA oder Kriege dazu geführt, dass die Lebenserwartung in einigen Staaten seit Anfang der 2010er Jahre nicht mehr gestiegen, sondern gar gesunken ist.

Gesundheitswesen mit zahlreichen wichtigen Verbesserungen

Zu den bedeutendsten Entwicklungen der vergangenen 25 Jahre im Gesundheitswesen zählen die personalisierte Medizin, die Gentherapie, die Immunonkologie, die Miniaturisierung chirurgischer Eingriffe sowie die Digitalisierung. In diesen Themen spielen neben US-Konzernen auch einige Schweizer Unternehmen führende Rollen. Insbesondere in der personalisierten Medizin sowie in der Gentherapie haben Novartis und Roche einen entscheidenden Vorsprung auf die Konkurrenz. In der Immunonkologie ist Roche vorn mit dabei und nach Bristol Myers Squibb und Merck & Co. die Nummer drei.

Starke Medizinaltechnik in der Schweiz

Im Bereich Medizinaltechnik kann die Schweiz ebenfalls einige führende Konzerne vorweisen, auch wenn die Branche stark KMU-geprägt ist. So ist die Straumann Holding der grösste Anbieter von Dentalimplantaten, Sonova dominiert bei Hörlösungen. Auch nach dem Ende der bilateralen Verträge mit der EU konnte die Schweizer Medtech-Branche allen Unkenrufen zum Trotz die Exporte deutlich steigern. Die EU ist in diesem Bereich immer noch der wichtigste Handelspartner, doch die USA sind das wichtigste einzelne Exportland. Europa bringt sich jedoch gemäss dem Branchenverband Swiss Medtech mit der bürokratischen Medizinprodukteregulierung gegenüber den USA ins Hintertreffen. Daneben gewinnen China und weitere asiatische Wachstumsmärkte an Bedeutung als Abnehmer von Schweizer Medizinprodukten.

Wichtige Trends und Entwicklungen

In den nächsten zehn bis 20 Jahren werden die folgenden grossen Trends das Wachstum im Gesundheitswesen weiter antreiben: die personalisierte Medizin, digitale Gesundheitslösungen und der Einsatz von künstlicher Intelligenz in Diagnostik und Therapie. Fortschritte in der Genomforschung ermöglichen individuell abgestimmte Behandlungen, während Telemedizin und tragbare Gesundheitsgeräte die Patientenversorgung verbessern werden. Zudem fördern neue Technologien wie Robotik in der Chirurgie und automatisierte Pflegeprozesse Effizienzsteigerungen und Kostensenkungen.



Technologien wie Robotik in der Chirurgie und automatisierte Pflegeprozesse fördern Effizienzsteigerungen und Kostensenkungen.

E-Commerce

Seit der Jahrtausendwende hat sich der E-Commerce-Sektor zu einem wichtigen Bestandteil der Weltwirtschaft entwickelt und das Einkaufsverhalten der Menschen nachhaltig verändert. Im Jahr 2000 waren die globalen Einnahmen im E-Commerce noch bescheiden (30 Mia. USD), zehn Jahre später lag der Umsatz bei rund 572 Mia. USD. Laut dem Marktforschungsunternehmen Allied Market Research soll der weltweite E-Commerce-Umsatz bis 2025 auf rund 7,4 Bio. USD anwachsen.

Zuletzt beschleunigte die Corona-Pandemie die Entwicklung des E-Commerce weltweit. Während der Lockdowns verlagerten viele Menschen ihre Einkäufe ins Internet, was den globalen E-Commerce-Umsatz um 27,6% auf 4,3 Bio. USD im Jahr 2020 steigerte. Doch die Anfänge des E-Commerce waren harzig. So gab es in den 2000er Jahren zwar bereits schnelles Internet, doch die Nutzung war hauptsächlich auf Desktop-Computer beschränkt. Mit der Verbreitung von Breitbandinternet und später 4G nahm die Nutzung von E-Commerce rasant zu. Sichere Zahlungssysteme wie PayPal halfen, das Vertrauen der Verbraucherinnen und Verbraucher zu stärken. Seit den 2010er Jahren wurden mobile Endgeräte immer wichtiger. 2021 machten Einkäufe über Smartphones knapp drei Viertel des gesamten globalen E-Commerce-Umsatzes aus.

Regionale Unterschiede in der Entwicklung

Die Verbreitung von E-Commerce verlief geografisch sehr unterschiedlich. In den USA und Europa wuchs der Online-Handel bereits in den frühen 2000er Jahren. 2021 erreichte der E-Commerce-Umsatz in den USA rund 870 Mia. USD, in Europa rund 465 Mia. EUR. Die Umsätze in Schwellenländern wie China, Indien und Brasilien waren noch klein. Erst in den 2010er Jahren verzeichneten diese Länder signifikante Wachstumsraten. China wurde dank Plattformen wie Alibaba und JD.com zum weltweit grössten E-Commerce-Markt mit einem Umsatz von rund 2,8 Bio. USD im Jahr 2022.

Marktveränderungen und neue Akteure

Der globale E-Commerce wird von einer kleinen Anzahl von Marktführern dominiert. In den USA verfügte Amazon 2021 über einen Marktanteil von 41% am gesamten E-Commerce-Umsatz. In China hat sich Alibaba zur führenden Plattform entwickelt. Auch soziale Netzwerke haben zunehmend Einfluss auf den E-Commerce genommen. Social Media-Plattformen wie Facebook und Instagram bieten Shopping-Funktionen an, und der globale Social Commerce-Markt hatte im Jahr 2021 ein Volumen von 492 Mia. USD. Dieser Wert wird voraussichtlich bis 2025 auf 1,2 Bio. USD steigen.

Wichtige Trends und Entwicklungen

Wichtige Trends für die Zukunft sind die Personalisierung, die Nachhaltigkeit und die Integration neuer Technologien. Laut Studien bevorzugen 91% der Konsumentinnen und Konsumenten eine personalisierte Erfahrung, weshalb Unternehmen ihre Marketingstrategien anpassen werden. Ebenfalls an Bedeutung gewinnt die Nachhaltigkeit: Rund 65% der Online-Käuferinnen und -Käufer achten heute auf die Umweltfreundlichkeit der Produkte und der Lieferketten. Zudem werden Augmented Reality und virtuelle Einkaufswelten in Zukunft eine grössere Rolle spielen. Der Markt für Augmented Reality im Einzelhandel soll bis 2027 voraussichtlich auf 18 Mia. USD anwachsen, da die grossen Techkonzerne daran arbeiten, die Grenze zwischen physischem und digitalem Einkauf weiter zu verwischen.



Rund 65% der Online-Käuferinnen und -Käufer achten heute auf die Umweltfreundlichkeit der Produkte und der Lieferketten.

Telekommunikation

In den vergangenen 25 Jahren hat der Telekommunikationssektor eine grundlegende Transformation erfahren. Von Sprachdiensten hin zu umfassender Digitalisierung und mobiler Datenübertragung – der Sektor ist heute ein Eckpfeiler der globalen Informationsgesellschaft.

Um die Jahrtausendwende dominierten 2G-Netze mit einfachen Sprachdiensten und SMS die Telekommunikation. Mit der Einführung von 3G im Jahr 2001 begann die Ära des mobilen Internets (Datenübertragungsrate: 0,4 Mbit/s). Ein entscheidender Wandel kam mit 4G ab dem Jahr 2009 (bis zu 100 Mbit/s). Das ebnete den Weg für datenintensive Anwendungen wie soziale Medien und Streaming. Der nächste grosse Entwicklungsschritt kam mit 5G im Jahr 2019 (bis zu 10 Gbit/s). 5G ermöglicht neue Bereiche wie das «Internet der Dinge» (IoT). Allein das 5G-Marktvolumen soll bis 2026 auf rund knapp 700 Mia. USD anwachsen. Ebenfalls eindrücklich: 2021 belief sich das jährlich generierte globale Datenvolumen auf rund 85 Zettabyte. Bis 2027 soll das globale Datenvolumen auf rund 284 Zettabyte ansteigen (siehe Abbildung 3).

Globale Verbreitung und regionale Unterschiede

Die Entwicklung der Telekommunikationsinfrastruktur verlief weltweit unterschiedlich. In den Industrieländern wie den USA, Europa und Ostasien wuchs der Sektor kontinuierlich. Die Smartphone-Durchdringung liegt hier bei über 80%. In Südkorea erreichte der 5G-Ausbau 2021 eine Abdeckung von 85% der Bevölkerung, was das Land zu einem der weltweit führenden Telekommunikationsmärkte macht. In Schwellenländern ist die Entwicklung ebenfalls beeindruckend, insbesondere in China und Indien. China ist der grösste Telekommunikationsmarkt mit über 1,3 Mia. Mobilfunknutzerinnen und -nutzern im Jahr 2021. Der aggressive Ausbau von 5G in China führte dazu, dass Ende 2021 bereits 500 Mio. Menschen den 5G-Dienst nutzen konnten. In Afrika lag die Mobilfunkdurchdringung 2021 bei etwa 46%.

Neue Geschäftsfelder und Digitalisierung

Seit 2000 hat sich das Internet zum Herzstück der Telekommunikation entwickelt. 2021 hatten weltweit über 5 Mia. Menschen Zugang zum Internet. 2000 waren es noch 360 Mio. Das Datenvolumen ist insbesondere mit der Verbreitung von Smartphones und Streaming-Diensten stark gestiegen. 2021 brauchten Mobilfunknutzerinnen und -nutzer durchschnittlich monatlich 10 GB, wobei Video-Streaming etwa 82% des Internetvolumens ausmachte. Mit der Weiterentwicklung des Sektors entstanden neue Geschäftsfelder. Die Nachfrage nach Cloud-Diensten und IoT-Anwendungen wuchs rasant. 2021 wurde der globale Markt für Cloud-Computing auf 445 Mia. USD geschätzt. Gleichzeitig stieg die Anzahl vernetzter IoT-Geräte bis 2020 auf 12,3 Mia. und soll bis 2025 rund 27 Mia. erreichen. Ein weiterer Wachstumsbereich ist der Glasfaserausbau. 2020 hatten etwa 850 Mio. Haushalte weltweit Zugang zu Glasfaser. Bis 2025 soll diese Zahl, dank China und Japan, auf 1,5 Mia. steigen.

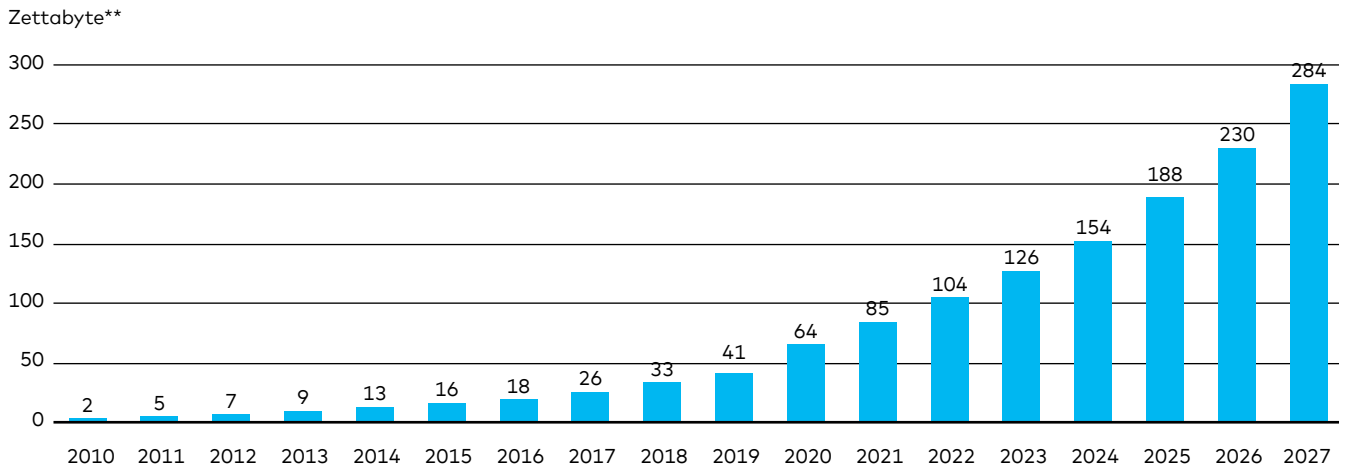
Wichtige Trends und Entwicklungen

Der Technologiesektor dürfte wegen der Künstlichen Intelligenz und dem maschinellen Lernen langfristig noch schneller wachsen. Sie dürften die Automatisierung weiter vorantreiben. Nach Schätzungen der US-Research-Spezialisten dürfte der globale Telekommarkt das Marktvolumen bis 2034 um mindestens 80% steigern (siehe Abbildung 4). Zum Wachstum dürften neben KI, maschinellem Lernen, dem Internet der Dinge oder der Verbreitung durch Nachfolgenetze von 5G auch das Thema Quantencomputing beitragen. Dieses verspricht eine Revolution der Rechenleistung. Des Weiteren dürften energieeffiziente Technologien und erneuerbare Energien wichtiger werden.



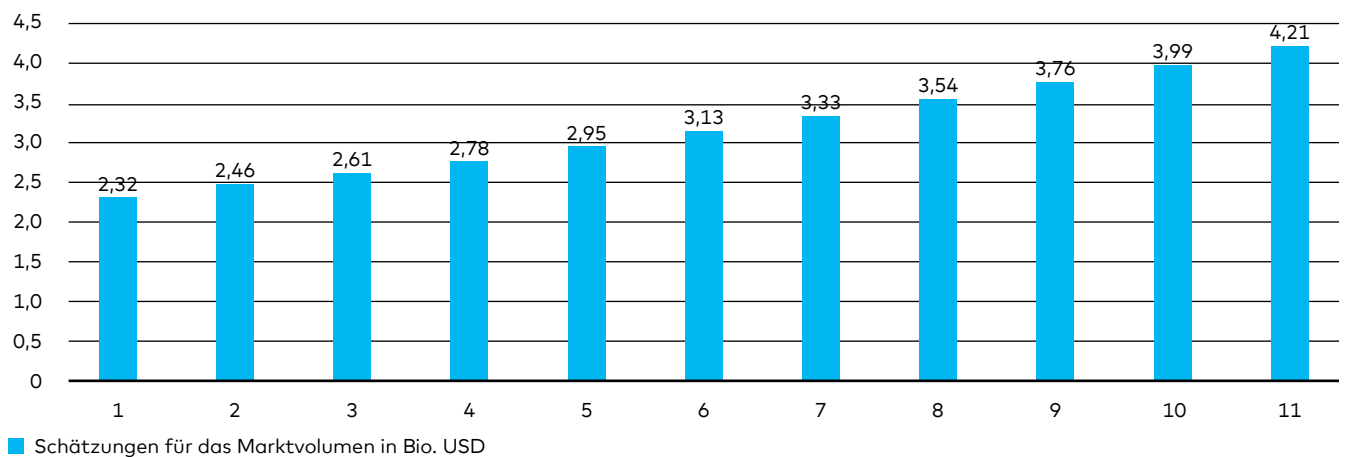
2021 belief sich das jährlich generierte globale Datenvolumen auf rund 85 Zettabyte. Bis 2027 soll das globale Datenvolumen auf rund 284 Zettabyte ansteigen.

Abb. 3: Volumen der jährlich generierten digitalen Datenmenge weltweit (2010–2027*)



Quelle: Statista; * Schätzungen für die Jahre 2010–2027; ** ein Zettabyte entspricht einer Milliarde Terabyte

Abb. 4: Laut Schätzungen zufolge wächst der globale Telekommunikationsmarkt bis 2034 rund 80%



Quelle: Precedence Research

Erneuerbare Energien

Seit dem Jahr 2000 haben sich Erneuerbare Energien dank globalen Klimazielen wie dem Pariser Abkommen rasant entwickelt. Dies gilt insbesondere für den Ausbau von Solar- und Windenergie. Der Anstieg der Erneuerbaren Energien wirkt sich laut der IEA ebenso wie strukturelle wirtschaftliche Veränderungen auf die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen aus. Ab 2030 könnten die fossilen Energieträger noch rund 73% der weltweiten Energieversorgung ausmachen – statt wie seit Jahrzehnten 80%.

Das Pariser Klimaabkommen von 2015 war ein Wendepunkt in der internationalen Klimapolitik. Viele Länder haben daraufhin deutlich mehr in erneuerbare Energien investiert. In der EU wurde der «Green Deal» entwickelt, ein Plan, um bis 2050 klimaneutral zu werden. Auch in den USA und China, den weltgrössten CO₂-Emittenten, wurden umfangreiche Programme zur Förderung erneuerbarer Energien und zur Reduktion von Treibhausgasen umgesetzt (Subventionen, Einspeisevergütungen, CO₂-Abgaben). Besonders eindrucksvoll ist der massive Aufschwung der Solarenergie. Im Jahr 2000 lag die weltweit installierte Kapazität bei 1,5 Gigawatt (GW). Bis 2022 stieg diese Zahl, dank einer drastischen Reduzierung der Kosten, auf über 800 GW. Gleichzeitig sind die Kosten für Photovoltaikanlagen seit 2010 um rund 85% gesunken, dies bei einer kontinuierlichen Verbesserung der Energieeffizienz.

Windenergie: von Onshore- und Offshore-Anlagen

Auch die Windenergie hat seit 2000 einen bedeutenden Aufschwung erlebt. Die global installierte Kapazität stieg zwischen 2000 und 2022 um den Faktor 44 auf über 743 GW. Besonders stark wuchs der Offshore-Bereich.

Während die Onshore-Windkraft zur günstigsten Form der Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien avanciert ist, verfügen Offshore-Anlagen, dank stärkeren und konstanteren Winden, über höhere Effizienzpotenziale. Die Entwicklung grösserer Rotoren und die Nutzung von Höhenwinden durch höhere Turbinenmasten haben ebenfalls zur Kostensenkung und Effizienzsteigerung beigetragen. Die durchschnittlichen Kosten für die Stromerzeugung aus Windkraft sanken seit 2010 um etwa 55%. Eine der grössten Herausforderungen bei der Nutzung Erneuerbarer Energien ist die wetterabhängige Verfügbarkeit. Sonne und Wind liefern nicht kontinuierlich Strom. Für eine zuverlässige Stromversorgung müssen darum grosse Mengen an Energie gespeichert werden können. Die Energiespeichertechnologien haben in den vergangenen Jahren enorme Fortschritte gemacht, insbesondere Lithium-Ionen-Batterien haben sich als zentrale Energiespeicherlösung etabliert. Deren Kosten sind zwischen 2010 und 2020 um rund 90% gesunken. Künftig dürften zudem neue Speichertechnologien, wie Redox-Flow-Batterien und Wasserstoffspeicher, eine grössere Rolle spielen.



Offshore-Windenergie: Die global installierte Kapazität stieg zwischen 2000 und 2022 um den Faktor 44x auf über 743 GW.



Wichtige Trends und Entwicklungen

In den kommenden Jahrzehnten wird das Wachstum des Sektors Erneuerbare Energien durch folgende Trends angetrieben: Der Ausbau von Solar- und Windenergie bleibt zentral – unterstützt durch sinkende Kosten und eine verbesserte Effizienz. Die Netzstabilität dürfte durch Fortschritte bei Energiespeicherlösungen, wie Batterien und Wasserstofftechnologien, gesichert werden. Zudem gewinnen intelligente Stromnetze und dezentrale Energieversorgung an Bedeutung. Des Weiteren werden Regulierungen und Klimaziele die Nachfrage nach sauberen Energien verstärken und Investitionen beschleunigen. ■



Wie können Sie die Renditechancen bei Technologiefirmen nutzen?

Wir empfehlen breit diversifizierte Produkte wie den **iShares NASDAQ 100 UCITS ETF (IE00B53SZB19)** oder den aktiv verwalteten **Fidelity Global Technology Fund (LU1560650563)**.

Fragen Sie Ihre Beraterin oder Ihren Berater danach.

cler.ch/beraten-werden

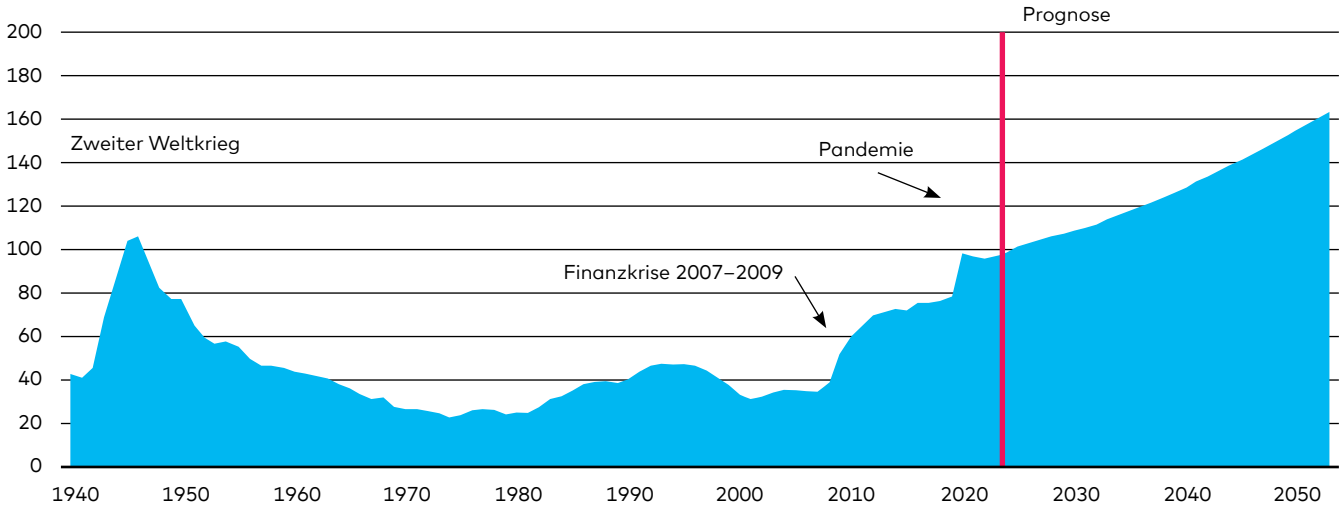




USA: robustes Wachstum unter rasant steigender Staatsverschuldung

Mit einer realen Wachstumsrate von rund 2,5% wächst die US-Wirtschaft seit dem Ende der Pandemie schneller als die Wirtschaft der Eurozone. Aber auch die Staatsverschuldung der USA in Form von handelsüblichen Schuldpapieren hat rund 100% der jährlichen US-Wirtschaftsleistung erreicht. Das ist doppelt so viel wie 2010 und so hoch wie letztmals zum Ende des Zweiten Weltkriegs. Wie nachhaltig ist der Anstieg des US-Schuldenbergs und was sind die möglichen Auswirkungen?

Abb. 5: US-Staatsverschuldung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts – Entwicklung und CBO-Prognose



■ Von der Allgemeinheit gehaltene Bundesschulden (Federal Debt Held by the Public)

Quelle: CBO, The Long-Term Budget Outlook: 2024 to 2054 (März 2024)

In den USA gibt die Bundesregierung seit der Finanzkrise (2008/2009) chronisch mehr aus, als es die Steuereinnahmen ohne die Aufnahme zusätzlicher Schulden ermöglichen würden. Die US-Staatsverschuldung liegt per September 2024 bei rund 27 Billionen USD (27000000000000 USD) und jährlich kommen derzeit weit über 1,5 Billionen USD dazu. Der jährliche Ausgabenüberschuss, das sogenannte US-Haushaltsdefizit, liegt inzwischen regelmässig über 5% der Wirtschaftsleistung (siehe Abbildung 5). Trotz der rekordhohen Schulden sind die USA dennoch alles andere als pleite. Die USA sind in vielen zukunftsweisenden Technologien führend, in ihrer Energieversorgung weitgehend unabhängig und ihre (konventionelle) militärische Überlegenheit bleibt unangefochten. Der US-Kapitalmarkt ist für die Bereitstellung von Risikokapital für innovative Start-ups in seiner Grösse beispiellos und der US-Dollar bleibt die Leitwährung im globalen Handel und Kapitalmarkt.

US-Dollar ist und bleibt die globale Leitwährung

Der US-Dollar ist die unangefochtene Währung für rund zwei Drittel des Welthandels. Nur der Euro kann, mit grossem Abstand, ein wenig Konkurrenz als alternative Handelswährung liefern. Andere Währungen wie der japanische Yen oder der chinesische Yuan Renminbi sind nur am Rande relevant. Für absehbare Zeit sind keine wirklich ernst zu nehmenden Alternativen zum Greenback in der Abwicklung des Welthandels in Sicht.

Das derzeit robuste US-Wirtschaftswachstum von real etwa 2,5% und damit nominal gut 5% sorgt für eine Relativierung des US-Schuldenproblems. Eine hohe Staatsverschuldung wird oft erst dann akut erdrückend, wenn die Schuldzinsen höher steigen als das nominale Wachstum der Wirtschaft. Dies war in den letzten Jahrzehnten und sogar nach der jüngsten Zinswende für die US-Wirtschaft nie der Fall. Allerdings wäre es naiv und gefährlich,

anzunehmen oder gar bloss zu hoffen, dass man sich durch ein Plus an Wachstum stets von einer drohenden Schuldenfalle fernhalten kann. Diese tief verwurzelte amerikanische Tendenz zu einer stets optimistischen Einschätzung der Zukunft stellt aus der Perspektive der skeptischeren Europäer ein durchaus ernsthaftes Problem dar. Der schuldenfinanzierte US-Investitionschub verzerrt für die EU in gewissen Bereichen den Wettbewerb.

Der US-Dollar ist die unangefochtene Währung für rund zwei Drittel des Welthandels. Nur der Euro kann, mit grossem Abstand, ein wenig Konkurrenz als alternative Handelswährung liefern.

Gestiegene US-Staatsverschuldung birgt Risiken

Höhere Zinsen bei tiefem (nominalem) Wirtschaftswachstum oder gar eine Rezession können die latenten Risiken einer Überschuldung plötzlich in ein anderes und bedrohliches Licht rücken. Die wiederholten Krisen seit der Jahrtausendwende (Finanzkrise, Eurokrise, Pandemie, Kriege) belegen, wie externe Schocks den Wachstumsausblick erheblich eintrüben können. Trifft eine hohe Staatsverschuldung auf plötzlich steigenden Inflationsdruck und dadurch steigende Zinsen, kombiniert man dies mit schwachem Wirtschaftswachstum, dann sind negative Auswirkungen auf die globale Finanzstabilität zu befürchten. Der US-Notenbank und der EZB gelang es in den letzten Jahrzehnten, Krisen durch eine Vielzahl von Massnahmen einzudämmen. Es bleibt aber die bange Frage im Raum, ob die Resilienz des Finanzsystems durch die weiter steigende US-Staatsverschuldung nicht schon stärker in Mitleidenschaft gezogen wurde, als dies heute sichtbar ist.

Warnungen des Internationalen Währungsfonds

Auch der Internationale Währungsfonds (IWF) drängt in seinem Länderbericht vom Juli 2024 auf eine Begrenzung des US-Schuldenwachstums. Im Bericht wird die im Kern heftige Kritik an der US-Haushaltsführung zwar mit sehr viel Lob zur derzeit starken Performance der US-Wirtschaft versüsst, er weist aber dennoch unmissverständlich darauf hin, dass bei unveränderter Ausgabenfreude die US-Staatsverschuldung bereits 2032 bei 140% des BIP liegen könnte. Als bittere Medizin empfiehlt der IWF jährlich eine Kürzung von 4% der Staatsausgaben, was ein Jumbo-Sparpaket von gut 1 Billion USD pro Jahr bedeutet. Eine derart harte Austeritätspolitik hätte laut dem IWF unweigerlich erhebliche soziale Härten zur Folge. Weder Kamala Harris noch Donald Trump hatten im Wahlkampf versprochen, die Steuern zu erhöhen und dabei die Staatsleistungen zu senken, ganz im Gegenteil. Es ist aber wohl nur eine Frage der Zeit, bis eines Tages eine künftige US-Administration zu sehr unpopulären Sparmassnahmen gezwungen sein könnte.





Eurozone: Die Staatsverschuldung als Ganzes ist seit 2020 von knapp 98% auf etwa 89% des BIP gefallen. Vor der Pandemie lag sie noch bei vergleichsweise moderaten 84%.

Nicht nur Schwellenländer erleiden Finanzierungs Krisen

Die spektakulär missratene Budgetskizze von Liz Truss vom 23. September 2022 liefert zwar keine übertragbare Analogie für US-Risikoszenarien. Dennoch mahnt die schmerzvoll kostspielige Erfahrung der Briten zu grosser Vorsicht bei Fragen der Finanzstabilität. Liz Truss hatte mit nur 49 Tagen die bisher kürzeste Amtszeit aller britischen Premierministerinnen und -minister. Die mit ihren geplanten Steuersenkungen verbundenen Unsicherheiten zur langfristigen Tragbarkeit der britischen Staatsverschuldung haben die Nachfrage nach britischen Staatsanleihen fast sofort kollabieren lassen. Damals lag die Inflation im Vereinigten Königreich bei rund 10% und happige Zinserhöhungen waren im Anmarsch. Wahrlich kein geeigneter Zeitpunkt für umfangreiche Steuergeschenke. Nur durch massive Interventionen konnte die Bank of England die selbst verschuldete Schieflage beheben. Die Lektion daraus ist, dass nicht die Höhe der Verschuldung allein massgeblich ist, sondern dass auch ein verändertes Umfeld zu einer unerwarteten Marktreaktion führen kann. Investorinnen und Investoren wenden sich von staatlichen Schuldpapieren ab, wenn das Vertrauen in die nachhaltige Tragbarkeit ins Wanken gerät.

EU mit angezogener Schuldenbremse – ein Hemmnis für die Wettbewerbsfähigkeit?

Ein Haushaltsdefizit amerikanischer Dimension von über 5% ist ein Finanzloch, das jeden Finanzminister in der Eurozone um seinen Schlaf und wohl oft auch um sein Amt bringen würde. Tatsächlich ist die Staatsverschuldung der Eurozone als Ganzes seit 2020 von knapp 98% auf etwa 89% des BIP gefallen. Vor der Pandemie lag sie bei vergleichsweise noch moderaten 84%. Diese Schuldenbegrenzung in den Ländern der Eurozone gelang dank verschiedenen nationalen Schuldenbremsen und dem damit verbundenen Sparkurs bei den Staatsausgaben. Die Verwerfungen der Eurokrise, d.h. jene der europäischen Staatsschuldenkrise zwischen 2010 und 2013, waren prägend für eine Trendwende hin zu einer strikteren Einhaltung der Haushaltsdisziplin. Auch die hohe Inflation in den Jahren 2022 und 2023 hat dazu beigetragen, dass die nominale Wirtschaftsleistung stärker angestiegen ist als die im Betrag fixierten und damit von der Inflation nicht aufgeblähten Schulden. Die Maxime, dass Inflation für Schuldner gut sei, traf zu und dies hat den Druck der Schuldenlast für die Eurozone spürbar, wenn auch nicht grundlegend, reduziert.

Draghi-Studie zur Wettbewerbsfähigkeit der EU

In einer viel beachteten Studie von Mario Draghi (dem ehemaligen Präsidenten der Europäischen Zentralbank), die im Auftrag der Europäischen Kommission erstellt wurde, werden die Perspektiven für die europäische Wettbewerbsfähigkeit diskutiert. Die Studie vergleicht die EU mit den USA sowie mit Asien und erkennt die Schwerpunkte für dringlichen Handlungsbedarf in drei Bereichen:

- Förderung der Innovation und Identifikation neuer Wachstumstreiber
- Reduktion der Energiepreise unter Weiterverfolgung der Dekarbonisierung und der Kreislaufwirtschaft
- Reaktion auf eine Welt mit höherer geostrategischer Unsicherheit (Erhöhung der Verteidigungsausgaben)

Die notwendigen Investitionen sollen nach Mario Draghi hauptsächlich von der Privatwirtschaft finanziert werden. Allerdings sieht er die staatliche Seite dennoch gefordert. Die weitere Integration des EU-Finanzsystems sowie ein staatlicher Investitionsbeitrag aus einem zu schaffenden EU-Budget würde die EU an die Strukturen in den USA etwas angleichen. Eine moderate Lockerung der Schulden-

bremse im Bereich eines Zusatzdefizits von 1% des BIP, nicht von 5% wie in den USA, wäre zur Finanzierung von Investitionen allenfalls hinzunehmen. Ob ein solches Investitionsprogramm über einen gemeinsamen Investitionsfonds und gemeinschaftlich emittierte Eurobonds realpolitisch mehrheitsfähig wäre, mag im aktuellen politischen Umfeld bezweifelt werden. Das Problem des schleichenden Verlustes an globaler Wettbewerbsfähigkeit der EU bleibt so aber ungelöst.

Anlagen in Gold als strategische Absicherung zur steigenden US-Staatsverschuldung

Es ist davon auszugehen, dass auch die neue US-Regierung an den hohen Ausgaben und damit an den Budgetdefiziten festhalten wird. Auch wenn dies beim heutigen Schuldenstand kein Anlass zur Sorge ist, bedeutet es einen weiteren Anstieg der Schuldenquote in Relation zum BIP. Steigende globale Schuldenquoten der Staaten, geopolitische Risiken und die jüngsten Inflationserfahrungen bestärken uns in unserer Ansicht, dass Gold eine sinnvolle Beimischung in jedem Portfolio darstellt. Wir haben entsprechend in unseren Vermögensverwaltungsmandaten eine strategische Quote von 5% festgelegt. ■



Es ist davon auszugehen, dass auch die neue US-Regierung an den hohen Ausgaben und damit an den Budgetdefiziten festhalten wird.





Wirtschaftswachstum und seine Auswirkungen auf Obligationenanlagen

Für die Zinsmärkte sind die Wachstumsaussichten von Volkswirtschaften von grosser Bedeutung. Gleichzeitig beeinflussen weitere makroökonomische Stellschrauben, beispielsweise die Inflation, das Zinsgefüge an den Obligationenmärkten. Ebenso kommt den Notenbanken eine wichtige Rolle zu.

Während Geschichtsbücher die Geschehnisse der Vergangenheit festhalten, wird an den Finanzmärkten die Zukunft gehandelt. Am deutlichsten offenbart dies der globale Aktienmarkt, wo Tausende Marktteilnehmende auf dem ganzen Globus versuchen, die zukünftigen Gewinnentwicklungen von Unternehmen zu eruieren. Der technologische Fortschritt im Börsenhandel hat unter anderem dazu geführt, dass Preisbewegungen im Mikrossekundentakt stattfinden. Dadurch werden Neuigkeiten vom Markt unmittelbar aufgenommen, interpretiert und verarbeitet. Die Preise von Börsenwerten beinhalten somit alle bisher veröffentlichten Informationen. Dies beeinflusst auch die Erwartung der Marktteilnehmenden. Denn nur wer von zukünftig steigenden Gewinnen überzeugt ist, ist bereit, eine Aktie zu einem höheren Preis zu erwerben.

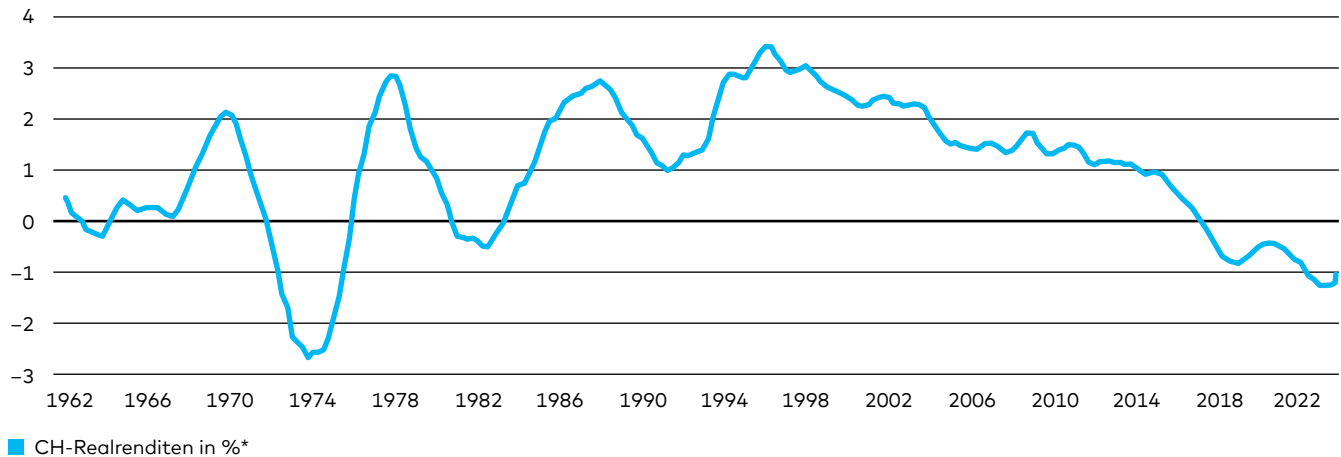
Auch auf den Obligationenmärkten hat der Fortschritt im elektronischen Handel zur Bewertung in Echtzeit geführt. Besonders dieser Markt bietet die Möglichkeit, die Erwartungen der Marktteilnehmenden an die Gesamtwirtschaft zu interpretieren. Beispiele sind

- die langfristigen Zinssätze von Staatsanleihen,
- die kurzfristigen Einlagesätze oder
- die Verfallrenditen von inflationsgeschützten Anleihen.

Die Obligationenmärkte sind deshalb in makroökonomischer Hinsicht sehr bedeutend. Als zentraler Gradmesser der zukünftigen Renditeaussichten wird auf den Obligationenmärkten die Verfallrendite (umgangssprachlich «der Zinssatz») herangezogen. Bei einer Investition zum Zeitpunkt der Emission entspricht die Verfallrendite dem jährlichen Coupon. Bei einer Investition in eine Obligation während ihrer Laufzeit enthält die Verfallrendite zwei Komponenten: erstens die meist jährlich fällige Couponzahlung, zweitens die nach aktuellem Preisstand zu erwartende Preisentwicklung, da die Obligation zu ihrem Laufzeitende bei 100 vom Emittenten zurückbezahlt wird.

Von Zinsen, Wachstum, Inflation sowie nominalen und realen Renditen

Das allgemeine Zinsniveau schwankt kontinuierlich. Grundsätzlich besteht ein Zusammenhang zwischen der Kreditnachfrage und dem Zinsniveau. Bei hoher Nachfrage nach Fremdkapital, respektive tiefem Angebot an Investitionsgeldern, sollten die Zinssätze steigen, da Kapital in einem solchen Fall ein knappes Gut ist. Umgekehrt sollten die von Kreditnehmenden verlangten Zinssätze sinken, wenn Investorinnen und Investoren um die Möglichkeit buhlen, ihr Geld anlegen zu dürfen. Des Weiteren hängt der von den Investorinnen und Investoren geforderte Zinssatz auch von der Kreditwürdigkeit der Schuldner ab: Je höher die Bonität eines Schuldners ist, desto tiefer sind seine Kreditkosten. Somit beeinflussen insbesondere Nachfrage, Angebot und Kreditwürdigkeit die Höhe der Zinsen am Obligationenmarkt.

Abb. 6: Schweizer Realrenditen sind seit bald 30 Jahren am Sinken

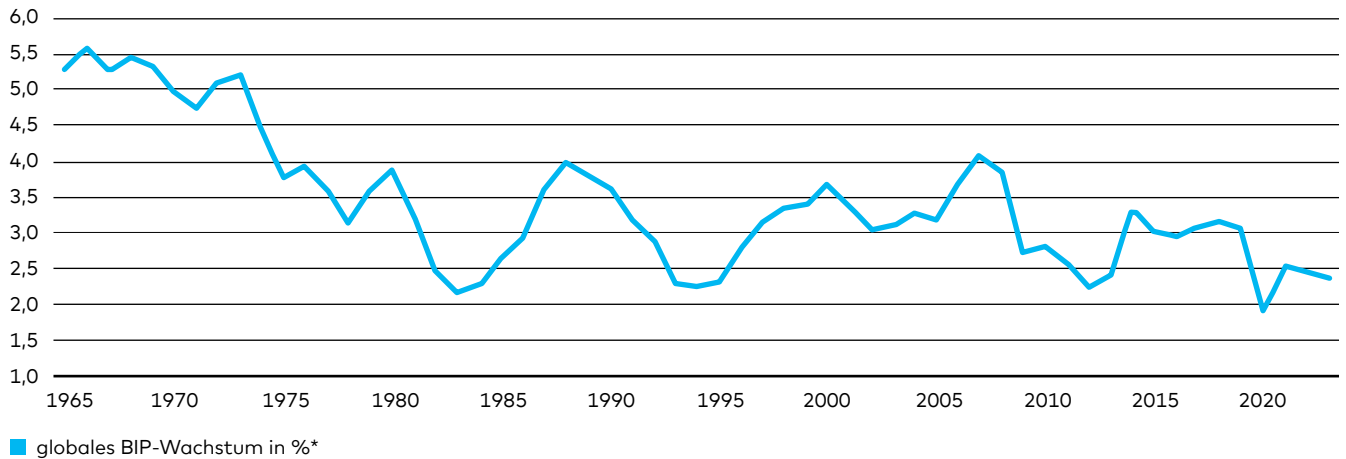
Quellen: Bloomberg, OECD; * p.a., approximativ, gleitender Durchschnitt

Investorinnen und Investoren sollten bei der Berechnung der Investitionsrendite einer Obligation zusätzlich die jährliche Teuerungsrate (Inflation) berücksichtigen. Ein Beispiel: Bei einer Anlagerendite von 2% p.a. und einer jährlichen Inflationsrate von 2% frisst die Teuerung die gesamte Rendite auf, eigentlich hat die Investition zwar «nominal» rentiert, aber unter dem Strich «real» keine Rendite abgeworfen. Weil die Inflation somit einen erheblichen Einfluss auf die Investitionsrendite hat, sollten makroökonomische Zusammenhänge sinnvollerweise auf Basis von Realrenditen beurteilt werden. So zeigt sich, dass zwischen dem jährlichen Wirtschaftswachstum eines Staates und der Realrendite seiner Staatsanleihen ein starker statistischer Zusammenhang besteht. Die vorher beschriebene Wirkungskette erklärt diesen Zusammenhang: Eine wachsende Wirtschaft, bedingt durch beispielsweise eine hohe Konsumnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, erfordert ein steigendes Kreditvolumen, welches wiederum zu höheren Zinssätzen führt.

Die Schweizer Realzinsen haben in den vergangenen Jahrzehnten sehr unterschiedliche Zyklen durchlaufen (siehe Abbildung 6). Nennenswert ist die Phase vor und nach Beendigung der Bretton-Woods-Währungsordnung in den 1970er Jahren, als die Notenbankpolitik modernisiert wurde, eine weitere Phase bis ca. zur Mitte der 1990er Jahre sowie die letzte Phase seither.

Investorinnen und Investoren sollten bei der Berechnung der Investitionsrendite einer Obligation zusätzlich die jährliche Teuerungsrate berücksichtigen.

Abb. 7: Globales BIP-Wachstum unter dem langjährigen Durchschnitt



Quelle: Weltbank; * p.a., laufender Durchschnitt über fünf Jahre

Diese jüngste Entwicklungsphase ist besonders interessant, da sie von fallenden Nominal- und Realzinsen geprägt war. Während die Nominalzinsen in der Schweiz bis 2015 noch positiv waren, haben die Realzinsen von kurz laufenden Bundesobligationen bereits seit Beginn der Nullerjahre negative Werte aufgewiesen. Zur gleichen Zeit sanken die Wachstumsraten in der westlichen Welt und spätestens seit der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 auch das globale Gesamtwirtschaftswachstum (siehe Abbildung 7).

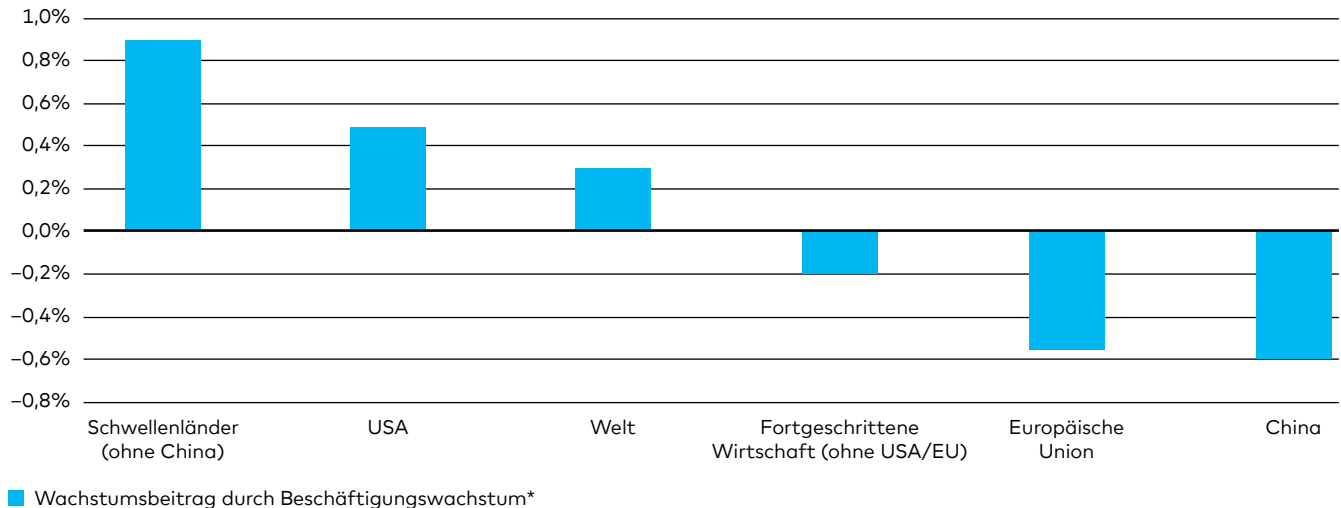
Gründe für eine Wachstumsverlangsamung

Die akademische Literatur hat sich in den vergangenen Jahren stark mit dieser Beobachtung auseinandergesetzt. Sie geht davon aus, dass sich die Wachstumsverlangsamung nicht auf einen einzelnen Faktor zurückführen lässt. Vielmehr gibt es verschiedene Erklärungsansätze.

- Eine erste Erklärung nennt die zunehmende Überalterung der Bevölkerung, die zu einer sinkenden Erwerbsbeteiligung (d.h. Anteil der erwerbstätigen Bevölkerung) geführt hat und somit die geleistete Gesamtarbeitsleistungssteigerung abschwächt. Zudem steigt mit der alternden Bevölkerung auch die Sparquote an.

- Ein zweiter Grund könnte die stetige Abnahme von Realinvestitionen in Kapitalgüter wie Maschinen oder Gebäude sein. Gemäss dem Internationalen Währungsfonds (IWF) geht die Wachstumsabschwächung zeitlich mit einem Rückgang der globalen Investitionsausgaben einher. Hierfür werden eine höhere Investitionsunsicherheit seit der Finanzkrise, der erhöhte Einsatz von Fremdkapital sowie tiefere Ertragserwartungen (weil die Marktwerte im Verhältnis zu den tatsächlichen Buchwerten überproportional gestiegen sind) als Ursache genannt.
- Der dritte Erklärungsansatz geht auf eine steigende Ineffizienz zwischen Input und Output bei der Wirtschaftsleistung ein, hierbei wird von der sogenannten Faktorproduktivität gesprochen. Beispielsweise floss verfügbares Realkapital immer stärker wirtschaftlich ineffizienteren Sektoren zu, vor allem in Unternehmen im Dienstleistungsbereich. Ausserdem flachten die Effizienzgewinne der Globalisierung zunehmend ab, da das Potenzial des globalen Aussenhandels beinahe vollständig ausgeschöpft wurde.

Abb. 8: Geografisch signifikante Unterschiede beim Wachstumsbeitrag durch Beschäftigungswachstum



Quelle: IWF; * p.a., erwarteter jährlicher Wachstumsbeitrag im Jahr 2030

Die Zielgrößen der Notenbanken

Auf kurze Sicht beeinflussen die Notenbanken die Zinsmärkte stark. Dabei verfolgen sie nebst der Sicherstellung der Preisstabilität teilweise auch andere Ziele wie beispielsweise die Vollbeschäftigung. Dafür nutzen sie den Leitzins. Die Frage ist, bei welchem Zinssatz (sogenannter realer Gleichgewichtszinssatz, r^*) sich eine Volkswirtschaft in ihrem langfristigen Gleichgewicht befindet. Ein hoher Realzins beschränkt das Wirtschaftswachstum und die Teuerung und umgekehrt. Im Idealfall liegt die Teuerung etwa im Bereich der von den Notenbanken definierten Zielbänder (SNB: 0% bis 2% p.a.) und gleichzeitig wächst die Wirtschaft genau entsprechend ihrem Potenzialwachstum. Die Schweizerische Nationalbank schätzt, dass der neutrale Zinssatz seit Beginn der 1990er Jahre nicht nur rückläufig, sondern mittlerweile bei rund 0% angekommen ist, ohne dass sie mittelfristig von einer Kehrtwende ausgeht.

Aktuelle Wachstumsaussichten und langfristige Zinsprognose (Realzinsen)

Geht man davon aus, dass sich die makroökonomischen Tendenzen der vergangenen zwei Jahrzehnte fortsetzen, sind die längerfristigen Wachstumsaussichten enttäuschend. Der IWF schätzt, dass der erwartete Rückgang der globalen Erwerbsquote negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum haben wird, sich diese regional aber unterschiedlich entwickeln könnte (siehe Abbildung 8).

Zudem geht er nicht von einer höheren Investitionsbereitschaft aus, da staatliche Investitionsprogramme von den bereits hohen Schuldenbergen gebremst und privatwirtschaftliche Investitionen von tiefen Renditeerwartungen abgeschreckt werden. Es muss somit grundsätzlich von einem tieferen, strukturellen Potenzialwachstum ausgegangen werden.

Vier mögliche Wachstumstreiber und ihre Auswirkungen auf Obligationen

Erstens könnte das Wachstum bei einer vorsichtigen Ausweitung der Verschuldungsquoten (Fiskaldefizite) auch zukünftig durch schuldenfinanzierte staatliche Investitionsprogramme situativ angekurbelt werden. Zweitens sollte eine weitere Überalterung der Bevölkerung zu tieferen Sparquoten und entsprechend längeren Ausgabephasen von Pensionierten führen. Drittens ist auch von neuen Migrationsströmen auszugehen, die den Effekt des Rückgangs der Erwerbsquote abschwächen könnten. Viertens ist das Potenzial von weiteren Effizienz- respektive Produktivitätsschüben durch die Innovation Künstlicher Intelligenz enorm. Allen Szenarien gemein ist die Annahme, dass solche Wachstumstreiber auch zu steigenden Realzinsen führen sollten. Gelingt es den Notenbanken auch in den nächsten Jahrzehnten, die Teuerung weiterhin tief zu halten, dürften die Zinssätze von Obligationen – in einem solchen Fall auf längere Frist – sogar real positiv bleiben. ■



Gelingt es den Notenbanken auch in den nächsten Jahrzehnten, die Teuerung weiterhin tief zu halten, dürften die Zinssätze von Obligationen – in einem solchen Fall auf längere Frist – sogar real positiv bleiben.





Small- & Mid-Caps: Unternehmen mit Wachstumschancen und Kurspotenzial

In den vergangenen Jahren war die Wertentwicklung insbesondere am US-Aktienmarkt auf wenige grosskapitalisierte Unternehmen zurückzuführen. Sie machten als die «Glorreichen Sieben» Furore. Doch in ihrem Windschatten segeln viele andere, weniger prominente Aktiengesellschaften (Small- & Mid-Caps), aus deren Reihen die heutigen Mega-Caps einst aufgestiegen sind. Diese sogenannten Nebenwerte vermochten in der Vergangenheit die Wertentwicklung der breiten Aktienmärkte immer wieder zu übertreffen. Die Chancen stehen unseres Erachtens gut, dass dies in den kommenden Jahren wieder der Fall sein könnte.

Über die vergangenen Jahrzehnte konnten Small- & Mid-Caps gegenüber Large-Caps eine höhere durchschnittliche Rendite erzielen, waren dabei aber auch grösseren Wertschwankungen ausgesetzt. Die Tendenz, in starken Abwärtsphasen mehr zu verlieren und in Boomphasen mehr zu gewinnen als der Gesamtmarkt, ist zum einen der geringeren Liquidität der Nebenwerte geschuldet. Zum anderen zeigen sich Nebenwerte konjunktursensitiver. Ihre Outperformance geht üblicherweise mit aufsteigenden Werten für den Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes einher. Im Segment der Small- & Mid-Caps sind Industriewerte wesentlich stärker repräsentiert als bei den grosskapitalisierten Unternehmen.

Unsere Wirtschaft unterliegt einem fortlaufenden Wandel, alte Produkte und Unternehmen verschwinden, neue entstehen.

Bei den Schweizer Nebenwerten ist die Übergewichtung des Industriesektors besonders deutlich ausgeprägt. Auf diesen entfallen rund ein Drittel aller Small- & Mid-Caps-Aktien, während sie weniger als ein Zehntel im Schweizer Large-Caps-Segment ausmachen. Darüber hinaus ist das Exposure auch zum zinsensitiven Immobiliensektor bei den Nebenwerten markant stärker.

Sind die heutigen Nebenwerte die Mega-Caps von morgen?

Unsere Wirtschaft unterliegt einem fortlaufenden Wandel, alte Produkte und Unternehmen verschwinden, neue entstehen. Es ist nahe liegend, dass sich unter den Nebenwerten junge Unternehmen befinden, die zu den Börsenstars von morgen aufsteigen werden. In der Tat ist das Small- & Mid-Caps-Universum insgesamt jünger als die Unternehmen im Large-Caps-Segment. Jedoch ist das Alter der Unternehmen in beiden Segmenten breit gestreut, und auch unter den geringer kapitalisierten Aktiengesellschaften befinden sich Unternehmen, die auf eine Historie von über 100 Jahren zurückblicken. Sie sind entweder aus der ersten Liga der Aktien wieder zurückgefallen oder nie dorthin aufgestiegen – sei es, weil sie keinen globalen Marktführerstatus erreicht haben, oder sei es, weil sie in einer zu kleinen Nische operieren.



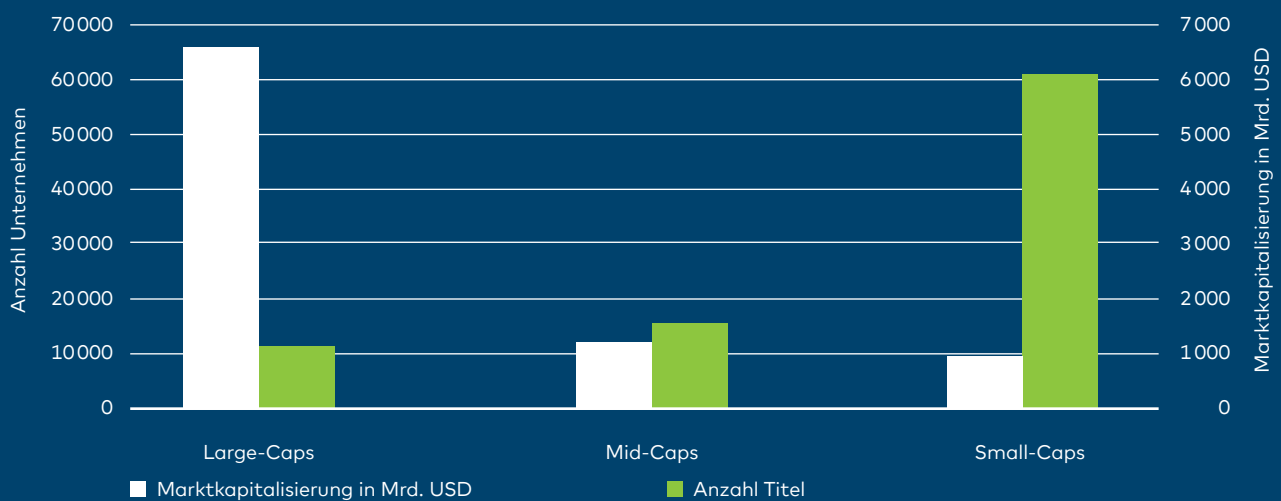


Abgrenzung der Marktsegmente nach Marktkapitalisierung

Small- & Mid-Caps, sogenannte Nebenwerte, sind Aktien mit relativ geringer Marktkapitalisierung. Die grössten Unternehmen eines Landes, auf die bei MSCI ca. 70% der Marktkapitalisierung im Streubesitz entfallen, werden als Large-Caps bezeichnet. Darauf folgen Mid-Caps, die weitere 15% der gesamten Marktkapitalisierung abdecken. Sie umfassen zusammen mit den Large-Caps das Standarduniversum. Die nächstkleineren Unternehmen fallen in den Bereich der Small-Caps, mit denen zusätzliche 14% der Marktkapitalisierung erfasst werden. Zusammen mit den Large- & Mid-Caps bilden sie das investierbare Marktuniversum.

Das restliche % der Unternehmen mit der geringsten Marktkapitalisierung im Streubesitz entfällt auf Micro-Caps, die üblicherweise Unternehmenswerte von nur wenigen Millionen Schweizer Franken haben und deren Investierbarkeit aus Liquiditätsgründen ausserordentlich schwierig ist. Small- & Mid-Caps werden auch als SMID-Caps zusammengefasst. Naturgemäss dominieren die Small-Caps das investierbare Aktienuniversum in Bezug auf die Titellanzahl und bieten ein Vielfaches an Auswahl relativ zu Large- & Mid-Caps (siehe Abbildung 9).

Abb. 9: Marktkapitalisierung und Titellanzahl MSCI All-Country-World-Market-Caps-Indizes*



Quellen: MSCI, Daten per 30.09.2024; * Die Indizes umfassen 23 Industrie- und 24 Schwellenländer.

Nebenwerte: Üblicherweise wird ein langfristig höheres Gewinnwachstum erwartet

Die grossen kotierten Unternehmen weisen insgesamt eine bessere Profitabilität auf und verfügen in der Regel über höhere Gewinnmargen. Dennoch wurden die Aktien der Small- & Mid-Caps in der Vergangenheit meistens mit höheren Bewertungen im Hinblick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis gehandelt. So ist offensichtlich bei den Nebenwerten üblicherweise ein langfristig höheres Gewinnwachstum erwartet worden. Einen weiteren Grund für eine höhere Bewertung dürfte die weitaus höhere Akquisitions- und Fusionsaktivität im Segment der Nebenwerte darstellen. Firmenübernahmen am Aktienmarkt sind üblicherweise mit der Zahlung einer Kontrollprämie verbunden. Der Erwerber muss den Altaktionären einen höheren Preis als den bisherigen Aktienkurs bieten, damit diese zum Verkauf bereit sind. Die Chancen, dass eine Firma aus dem Small- oder Mid-Caps-Bereich in eine Unternehmensübernahme involviert wird, sind gemäss Daten von Bloomberg etwa drei- bis viermal so hoch wie im Large-Caps-Segment. Small- & Mid-Caps spielen demzufolge auch eine wesentliche Rolle für das anorganische Wachstum von Unternehmen.

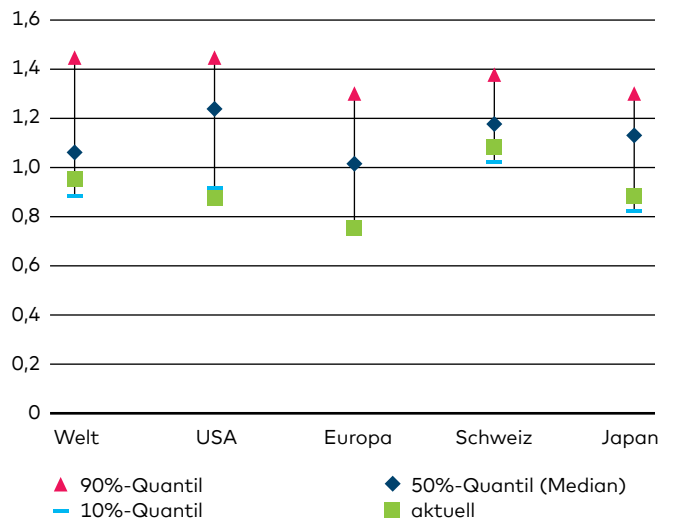
Aktuell günstige Bewertungen

Über die letzten Jahre ist die Performance von Small- & Mid-Caps-Aktien gegenüber Large-Caps-Aktien ins Hintertreffen geraten. Die Bewertungsprämie von Nebenwerten ist gleichzeitig stark gesunken oder gar verschwunden (siehe Abbildung 10). Diese Entwicklung wird unter anderem zyklischen Faktoren zugeschrieben. Die Gewinnentwicklung der Nebenwerte hinkte derjenigen ihrer grösseren Geschwister deutlich hinterher. Dafür sind strukturelle Gründe verantwortlich:

- Die Innovations- und Wachstumsbranchen IT sowie Kommunikationsdienstleister sind im Small- & Mid-Caps-Universum global unterrepräsentiert.
- Die hohe Kapitalausstattung von Private-Equity-Fonds könnte dazu geführt haben, dass attraktive Unternehmen aus dem Universum der Nebenwerte länger privat finanziert oder von der Börse genommen wurden.

Auch wenn die früher vorherrschenden Bewertungsprämien nicht gänzlich wiederkehren sollten, bietet das aktuelle tiefe Niveau Erholungspotenzial.

Abb. 10: Verteilung der KGV-Bewertungsdifferenz SMID-Caps/Large-Caps*



Quellen: Bank Cler, Bloomberg; basierend auf monatlichen Daten für MSCI-Indizes im Zeitraum 03/2009–09/2024; * historische Verteilung der Bewertungsdifferenz SMID-Caps/Large-Caps gemessen am erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Hohe Erfolgsaussichten für aktives Management

Die Vielzahl an Small- & Mid-Caps-Aktien macht es nicht nur privaten Anlegerinnen und Anlegern schwer, diejenigen Aktiengesellschaften herauszupicken, die in 20 oder 25 Jahren zu den wertvollsten Aktiengesellschaften der Welt aufsteigen, wie das bei Nvidia, Meta oder Tesla zuletzt der Fall war. Aufgrund der Grösse des Universums ist die Research-Abdeckung von Small- & Mid-Caps-Aktien zudem deutlich geringer als bei Large-Caps. Die mangelnde Aufmerksamkeit kann zu Marktineffizienzen führen und so die Erfolgsaussichten für einen aktiven Titelselektionsprozess gegenüber einem passiven Index-Investment erhöhen.

Anlegerinnen und Anlegern empfehlen wir deshalb im Bereich der Nebenwerte aktiv verwaltete Fonds. Für den Schweizer Aktienmarkt sind dies mit nachhaltigem Investmentansatz der Vontobel Fund (CH) - Ethos Equities Swiss Mid & Small (ISIN: CH0023568022) und mit konventionellem Investmentansatz der Pictet CH - Swiss Mid Small Cap (ISIN: CH0019087177). ■

Private Anlagemärkte: Halten sie, was sie versprechen?

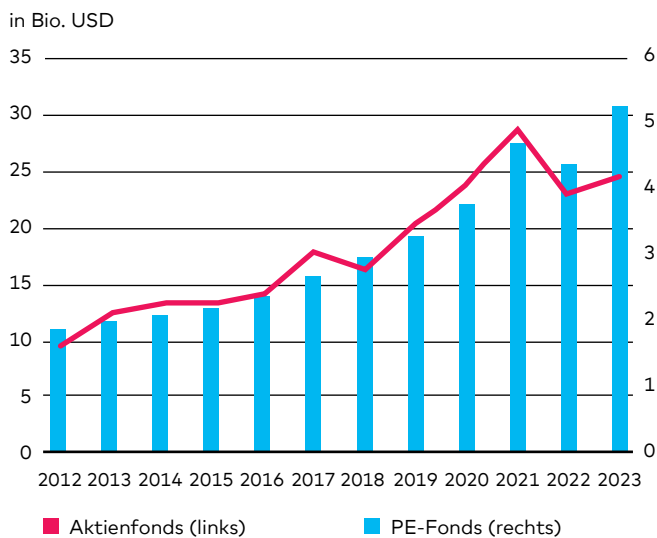
Privatmarktanlagen profitierten in der Dekade nach der Finanzkrise von einem günstigen Marktumfeld, das durch eine lang anhaltende Tiefzinsphase geprägt war. Dies liess besonders institutionelle Investoren auf der Suche nach mehr Rendite vermehrt in alternative Anlageklassen investieren, darunter auch Privatmarktanlagen. So schätzt das Beratungsunternehmen McKinsey den Anteil von Privatmarktanlagen in der Vermögensallokation von institutionellen Kunden per Ende 2023 auf 27% (Private Equity, Private Debt, Private Infrastructure, Private Real Estate) – zehn Jahre zuvor waren es noch 17%.



In den vergangenen zehn Jahren haben die in Private-Equity-Fonds gehaltenen Vermögen deutlich zugenommen: von 2012 bis 2023 um den Faktor 2,8 (siehe Abbildung 11). Das mag auf den ersten Blick wenig spektakulär erscheinen. Doch es gilt, zu bedenken, dass Privatmarktanlagen nach wie vor nur einem sehr eingeschränkten Anlegerkreis zugänglich sind. Laut den Privatmarktexperten von Bain & Company dürfte der Wachstumstrend anhalten und sich die verwalteten Vermögen bis 2034 abermals verdoppeln.

Noch spielen sowohl für Privatinvestorinnen und Privatinvestoren als auch in vielen institutionellen Investorenportfolios Privatmarktanlagen keine oder nur eine untergeordnete Rolle. Norwegens Staatsfonds beispielsweise hält aus Überzeugung über 95% börsengehandelte und marktfähige Aktien- und Obligationenanlagen. Auch in Schweizer Pensionskassen-Portfolios macht der Anteil von Private Equity (PE) im Durchschnitt unter 2% der gesamten Vermögensallokation aus.

Abb. 11: Weltweit verwaltetes Vermögen in Private-Equity-Fonds und Aktienfonds



Private-Equity-Fonds ohne Venture Capital. Aktienfonds beinhalten alle auf der Morningstar-Datenbank enthaltenen Aktienfonds weltweit.

Quellen: Ernst & Young, Morningstar



Privatmarktanlagen in Kürze

Unter Privatmarktanlagen versteht man Anlagen, die an keiner Börse gehandelt werden, für die kein allgemein gültiger Marktpreis vorliegt und die nicht täglich gekauft oder verkauft werden können. Zu den Privatmarktanlagen zählen privates Beteiligungskapital (Private Equity), privates Fremdkapital (Private Debt), private Infrastrukturanlagen (Private Infrastructure) und private Immobilienanlagen (Private Real Estate). Der mit Abstand grösste Anteil der in Privatmarktfonds verwalteten Vermögen entfällt auf Private Equity (ca. 60%). Der gängigste Weg, in Private Equity zu investieren, ist ein geschlossener Fonds, der eine Laufzeit von üblicherweise zehn Jahren aufweist. Der idealtypische Lebenszyklus gliedert sich in drei Phasen: die Fondsinvestoren machen Kapitalzusagen, der Fonds investiert in Portfoliounternehmen (Jahre 1–5) und die Portfoliounternehmen werden gewinnbringend veräussert, was zu Kapitalrückflüssen führt (Jahre 5–10).

Private Equity: die etwas andere Aktienanlage

Während langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger im Aktienmarkt für gewöhnlich eine «Buy and Hold»-Strategie verfolgen, betreiben PE-Investorinnen und -Investoren eine «Buy to Exit»-Strategie. Die Aktieninvestorin oder der Aktieninvestor setzt auf den sich kumulierenden Wertsteigerungseffekt (Zinseszinsseffekt), der sich mit zunehmender Haltedauer immer stärker bemerkbar macht. Für die Wertsteigerung ist ein Verkauf der Position nicht zwingend notwendig, auch wenn das aufgrund der liquiden Natur der Aktienmärkte jederzeit möglich wäre. Dagegen streben PE-Investorinnen und -Investoren eine möglichst kurze Haltedauer an, in der ein möglichst grosses Vielfaches der anfänglichen Eigenkapitalinvestition monetarisiert wird. Diese Wertsteigerung kann nur realisiert werden, wenn ein sogenannter «Exit» erfolgreich durchgeführt werden kann.

Sowohl bei Private Equity als auch bei einer Aktienanlage wird eine Unternehmensbeteiligung eingegangen – sie lassen sich aber kaum vergleichen. Der Wert eines PE-Portfolios kann wegen des fehlenden Marktpreismechanismus nur geschätzt werden, während Aktien reger gehandelt und damit Aktienportfolios täglich repräsentiert werden.

tativ vom Markt bewertet werden. Deswegen ist auch das effektiv eingegangene Risiko einer PE-Anlage nicht direkt erkennbar, obwohl es ökonomisch einer Aktienanlage gleichkommt. Wissenschaftliche Beiträge¹ lassen sogar vermuten, dass das zugrunde liegende Risiko über dem einer gewöhnlichen Aktienanlage liegt. Dies, weil PE-Transaktionen unter einem substanziellen Fremdkapitaleinsatz erfolgen und oft Small- & Mid-Caps-Charakter aufweisen.

Rendite ist nicht gleich Rendite

Mit Private Equity werden oft überdurchschnittliche Renditeaussichten assoziiert. Um zu beurteilen, was tatsächlich erwartet werden kann, lohnt sich ein Blick in den historischen Leistungsausweis. Weil PE-Anlagen illiquide sind und keine regelmässigen Marktpreise für ein PE-Portfolio vorliegen, sind für die Erfolgsmessung andere Kennzahlen erforderlich als für eine traditionelle Aktienanlage. Am häufigsten wird der IRR (Internal Rate of Return) bzw. der interne Zinssatz verwendet. Der IRR kann als durchschnittliche Jahresrendite einer Kapitalanlage verstanden werden. Technisch ist es der Zinssatz, zu dem die Kapitalrückflüsse aus veräusserten Beteiligungen diskontiert den Kapitaleinsatz ergeben. Im Idealfall entspricht der IRR der effektiv realisierten Gesamtrendite. Im Normalfall ist der IRR jedoch nicht direkt vergleichbar mit der für die Erfolgsmessung von traditionellen liquiden Anlagen verwendeten annualisierten Rendite.

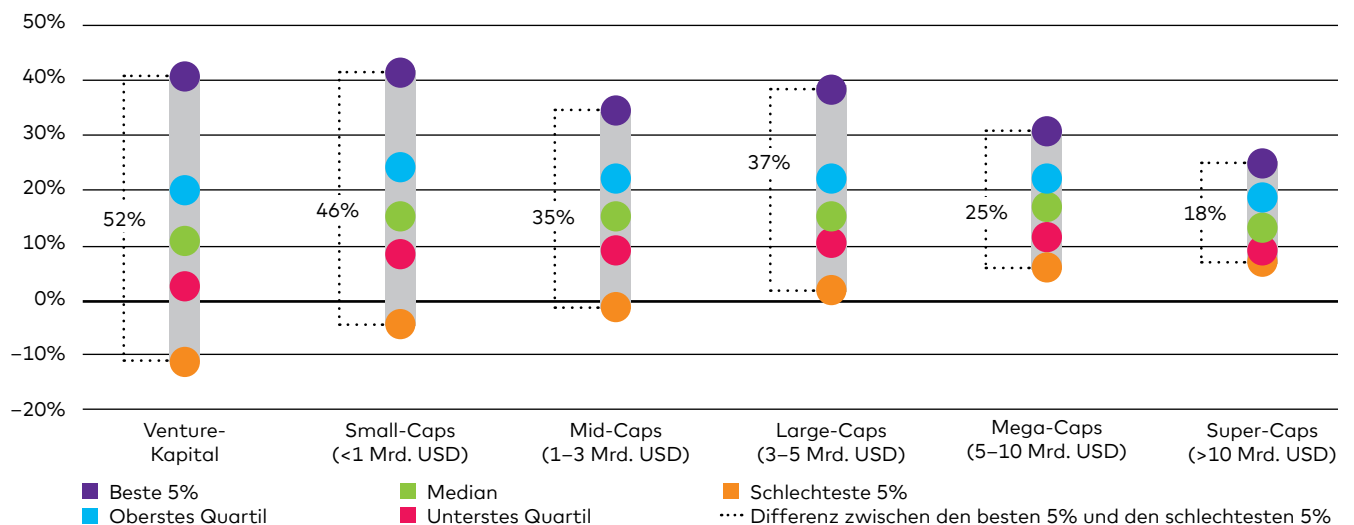
Renditen unter der Lupe

Gemäss dem Spezialisten für alternative Anlagen und Investmentdaten Preqin² beträgt der durchschnittliche IRR für Fonds mit Lancierung 2010 bis 2021 rund 15,5% (nach Verwaltungsgebühr und performanceabhängigen Gebühren). Die Bandbreite zwischen besseren Managern (IRR über 20%) und den schlechteren (IRR unter 10%) ist jedoch sehr gross. McKinsey gibt für einen längeren Betrachtungszeitraum ähnliche IRR-Niveaus an (siehe Abbildung 12). Um ein gegebenes IRR-Niveau einordnen zu können, sind zwei Aspekte zu bedenken:

1. Die Höhe des IRR hängt stark davon ab, wann Investitionsbeiträge abgerufen werden und das Kapital zurückschiesst. Eine zentrale Annahme ist dabei, dass alle Kapitalrückflüsse zum selben Zinssatz wieder investiert werden können. In der Realität wird dies so nie der Fall sein und es besteht ein signifikantes Reinvestitionsrisiko.
2. Werden die Kapitalzusagen nach und nach abgerufen, ergeben sich Renditeeinbussen («Cash Drag»). Im Durchschnitt wird für PE-Anlagen nach zwei Jahren ein Drittel des zugesagten Kapitals und nach vier Jahren erst das zweite Drittel abgerufen. Nach fünf Jahren sind im Durchschnitt noch immer 20% des zugesagten Kapitals nicht abgerufen und investiert.³

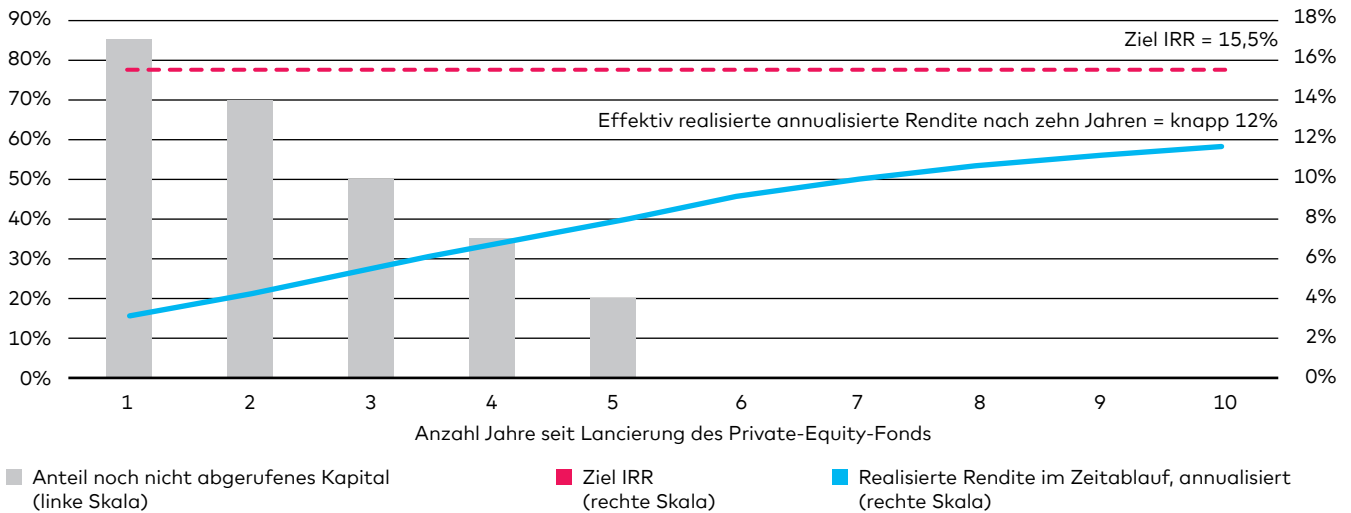
¹ Unter anderem: The Journal of Alternative Investments, Winter 2020
² Preqin Private Markets Performance Data Q2 2024
³ The Journal of Alternative Investments, Herbst 2022

Abb. 12: Performance (IRR) von PE-Fonds über unterschiedliche Kapitalisierungssegmente im Zeitraum 2000–2020



Quelle: McKinsey Global Private Markets Review 2024

Abb. 13: Die negative Wirkung nicht abgerufener Kapitalzusagen auf den Gesamterfolg



Annahmen: Kapitalzusagen werden bis zum Abruf zu Geldmarkttrenditen (Annahme 1%) investiert. Das abgerufene Kapital wird gemäss Zielrendite (IRR = 15,5%) investiert und allfällige Kapitalrückflüsse während der zehnjährigen Laufzeit des PE-Fonds können ebenfalls umgehend zum Ziel-IRR wieder angelegt werden.

Quelle: Bank Cler, in Anlehnung an «Cash for Calls: A Quantitative Approach to Managing Liquidity for Capital Calls», The Journal of Alternative Investments, Herbst 2022

Vom IRR zum traditionellen Renditeverständnis

Die beiden oben genannten Punkte beeinflussen die über die Laufzeit eines PE-Fonds erzielbare Gesamrendite. So wirkt sich der «Cash Drag» besonders in den Anfangsjahren einer PE-Allokation sehr negativ aus. Gleiches gilt, wenn erhaltene Kapitalrückflüsse nicht umgehend in neue Private-Equity-Fonds investiert werden können.

Im Rechenbeispiel in Abbildung 13 wird für noch nicht abgerufene Kapitalzusagen lediglich eine Geldmarkttrendite veranschlagt. Ebenfalls wird angenommen, dass die während der Laufzeit erhaltenen Kapitalrückflüsse zum Ziel-IRR nahtlos reinvestiert werden, was notabene nicht garantiert ist. Trotzdem liegt die über die Gesamtinvestitionsperiode von zehn Jahren effektiv realisierte Rendite rund 3 Prozentpunkte unter dem Ziel-IRR.

Dieses stark vereinfachte Rechenbeispiel verdeutlicht: Effektive Renditen auf einer durchschnittlichen PE-Anlage von über 15% annualisiert sind in einer ganzheitlichen Betrachtung und nach Kosten nachhaltig nur sehr schwer zu realisieren. Vielmehr sind Renditeniveaus zu erwarten, die nicht deutlich über einer traditionellen Aktienanlage liegen. Ein Blick auf die Performance offener PE-Fonds lässt den ähnlichen Schluss zu (siehe Abbildung 14). ■



Die Anlageklassen der Bank Cler

In unseren Delegationslösungen und in der Anlageberatung legen wir grossen Wert auf Anlageklassen, die einen einfachen, kosteneffizienten Zugang, eine gute regulatorische Aufsicht und einen ausreichend grossen Mehrwert in Bezug auf Rendite, Risiko und Liquidität bringen. Dazu gehören PE-Anlagen derzeit nicht. Private-Equity-Anlagen haben eine Daseinsberechtigung, sind jedoch einer traditionellen Aktienanlage bezüglich Rendite und Risiko – auch vor dem Hintergrund der Illiquidität – nicht klar überlegen. Die von uns bevorzugten Anlagekategorien sind neben Aktien und Obligationen auch Immobilien Schweiz, Edelmetalle, Rohstoffe und Liquid Alternatives (tägliche liquide Hedgefonds in einer UCITS-Fondsstruktur).

Möchten Sie gerne mehr erfahren, wie wir für Sie den Spagat zwischen langfristig attraktiver Rendite und kontrolliertem Risiko machen? Ihre Kundenberaterin oder Ihr Kundenberater zeigt es Ihnen gerne.

Abb. 14: Performance-Vergleich zwischen PE-Fonds und Aktienindizes (2010–2021)

in USD, annualisiert

	Performance in USD ann.	Anmerkung
Geschlossene PE-Fonds		
Preqin-PE-Fondsdaten	15,5%	IRR, Durchschnitt (arithmetisch) der PE-Fonds in der Preqin-Datenbank
CalPERS*	14,3%	IRR, Durchschnitt (arithmetisch) der PE-Fonds im CalPERS*-Portfolio
Offene PE-Fonds		
PG Global Value**	11,1%	offener Fonds von Partners, Investitionsschwerpunkt Private Equity
The Partners Fund**	11,7%	offener Fonds von Partners, Investitionsschwerpunkt Private Equity und Infrastruktur
Börsenkotierte PE-Unternehmen		
LPX50 Listed Private Equity Index	15,2%	Index bestehend aus den 50 grössten börsenkotierten Private-Equity-Unternehmen
Aktienindizes		
MSCI World Index	11,5%	Benchmark für Aktien Welt
MSCI USA Index	15,2%	Benchmark für Aktien USA
Russel 2000 Index	12,7%	Index für amerikanische Small- & Mid-Caps
Nasdaq Composite Index	18,8%	US-Technologieindex

* CalPERS (California Public Employees' Retirement System) ist das grösste öffentliche Pensionssystem in den USA. CalPERS gehört zu den erfahrenen PE-Investoren. Es tätigt bereits seit den 1990er Jahren PE-Anlagen.

** Die an der Schweizer Börse kotierte Partners Group hatte als einer der wenigen Anbieter schon sehr früh offene PE-Fonds ohne Laufzeitende im Angebot. Zwei dieser Fonds sind bereits weit über zehn Jahre alt und daher ein guter Gradmesser dafür, was an effektiv realisierter Rendite langfristig im Durchschnitt zu erwarten ist.

Quellen: Bank Cler, Bloomberg, Preqin, CalPERS, Partners Group

Hohe Immobilienpreise: Eine steigende Nachfrage trifft auf ein knappes Gut



Hohe Immobilienpreise: Eine steigende Nachfrage trifft auf ein knappes Gut

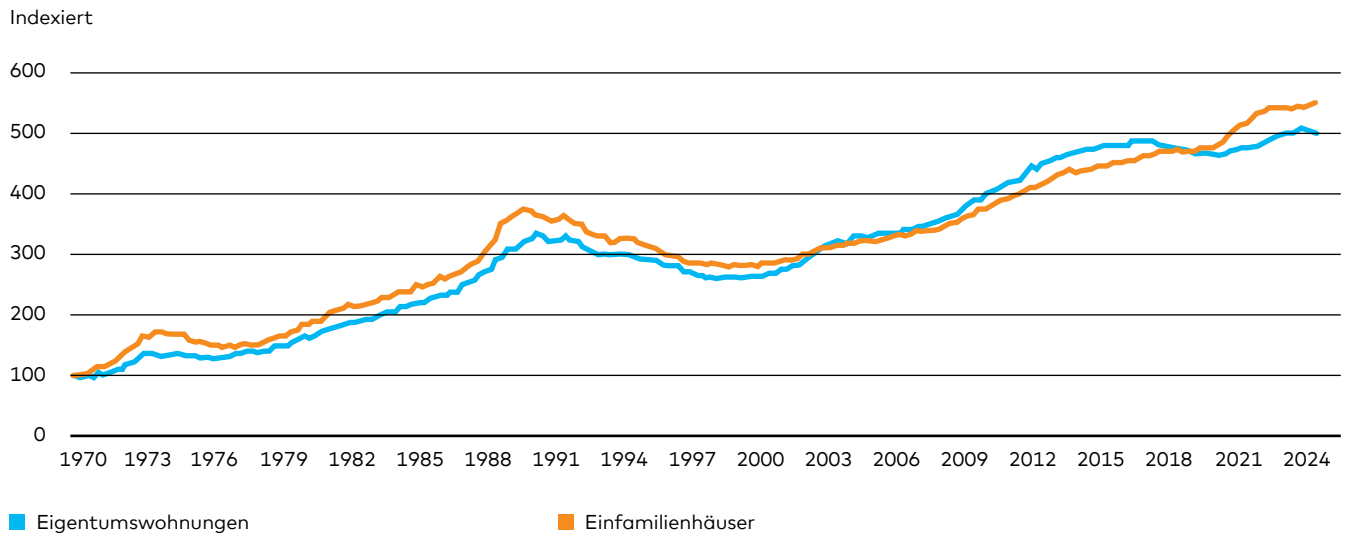
Mit einer Fläche von 41 285 Quadratkilometern zählt die Schweiz weltweit zu den kleineren Ländern. Verglichen mit europäischen Ländern ist sie damit ähnlich gross wie die Niederlande oder Dänemark. In die Flächen von Deutschland oder Frankreich würde die Schweiz rund 8,7 respektive 13,2 Mal hineinpassen. Wirtschaftlich ergibt sich ein völlig anderes Bild. Die Schaffenskraft der Menschen in der Schweiz übersteigt diejenige der Menschen in den Niederlanden und Dänemarks um gut die Hälfte, gegenüber Frankreich ist sie sogar doppelt so gross. Und dies, obwohl es keine Millionenstädte, wenig Schwerindustrie und kaum Bergbau gibt. Wie ist das möglich, in einem Land, das von oben betrachtet mit Alpen und Jura zu sieben Zehnteln aus Gebirge besteht?

Ein Viertel der Schweiz wird vom Bundesamt für Raumentwicklung als unproduktive Fläche, sprich Seen, Flüsse, Gletscher, Fels und Geröll, definiert. Daneben besteht das Land zu je einem Drittel aus Wäldern und Landwirtschaftsflächen. Lediglich 7,5% sind Siedlungsflächen. Darauf spielt sich die meiste gesellschaftliche und wirtschaftliche Entwicklung ab. Dies ist vergleichbar mit Frankreich, das nur in der Region Burgund siedelt und wirtschaftet. Das Bundesamt unterteilt diese Siedlungsfläche weiter in sechs Nutzungsarten. Die grösste Nutzungsart ist das Wohnen. Sie umfasst die Hälfte der Siedlungsfläche. Ein Achtel der Siedlungsfläche sind Arbeitsgebiete. Wohnen und Arbeiten finden somit auf weniger als 5% der Schweizer Fläche statt. Wenn die Schweiz wirtschaftlich oder als Bevölkerung wächst, muss sie diese Fläche intensiver nutzen. Daraus folgt eine steigende Nachfrage nach Boden, was zu hohen Preisen führt.

Wechselwirkungen von wirtschaftlichem Wachstum und Immobilienmärkten

Zwischen wirtschaftlichem Wachstum und der Entwicklung von Immobilienpreisen gibt es zahlreiche Wechselwirkungen. Eine stabile Wirtschaft geht einher mit einer hohen Beschäftigung und guten Löhnen. Dadurch steigt die Kaufkraft, was die Bevölkerung in die Städte lockt und ausländische Fachkräfte anzieht. Dies führt zu einer erhöhten Immobiliennachfrage und aufgrund des engen Angebots zu steigenden Preisen. Die gestiegene Nachfrage wirkt wiederum dreifach positiv auf das Wirtschaftswachstum. Um die Wohnungsnachfrage zu bedienen, erhöht sich die Bautätigkeit. Die Wertsteigerung führt zu einem Vermögenseffekt, der sich positiv auf das private Konsumverhalten auswirkt. Und zuletzt ziehen stabile Immobilienmärkte neue Investoren an. Dies führt zu mehr Wachstum und die Spirale dreht sich weiter. Eine weitere Komponente betrifft die seit Langem sehr niedrigen Zinsen in der Schweiz. Sie halten Investitionen und Kredite erschwinglich und fördern Bauinvestitionen, aber auch Immobilienkäufe, was sich erneut wachstumsfördernd auswirkt.

Abb. 15: Entwicklung der Immobilienpreise in der Schweiz der vergangenen 50 Jahre



Quellen: Bank Cler, SNB, indexiert 1970 = 100

Die Schweiz hat sich in den vergangenen 100 Jahren zu einem Einwanderungsland entwickelt. Die Zuwanderung stieg von einem Zehntel der Bevölkerung auf rund ein Viertel. Im Jahr 2022 belief sich die Zahl der zugewanderten Personen auf 2,3 Millionen. Das wirtschaftliche Wachstum und der damit einhergehende Wohlstand, das Bevölkerungswachstum, die Zuwanderung, die neuen Ballungszentren sowie der allgegenwärtige Platzmangel liessen die Nachfrage nach Wohnraum und -flächen explodieren und die Immobilienpreise (siehe Abbildung 15) in ungeahnte Höhen steigen.

Immobilienmarkt Schweiz: aktuelle Entwicklungen

Die Zeit, in der die Schweiz um eine weitere Million Menschen wächst, hat sich stetig verkürzt. Dauerte der Sprung von sechs Millionen Einwohnerinnen und Einwohner auf sieben Millionen ein Vierteljahrhundert, so dauerte der Sprung von acht auf neun Millionen nur noch halb so lang. Ohne politische Einschränkungen kann man folglich von einer Schweiz ausgehen, die innerhalb der nächsten paar Jahre zehn Millionen Einwohnerinnen und Einwohner zählen wird. Heute leben noch 14% der Bevölkerung auf dem Land. Dem Trend folgend wird die wachsende Bevölkerung weiterhin in die Stadt oder



Die Zeit, in der die Bevölkerung der Schweiz um eine weitere Million Menschen wächst, hat sich stetig verkürzt.





Historische Entwicklung

Die Entwicklung von Bevölkerung, Wirtschaft und Immobilienmärkten in der Schweiz durchlief seit 1800 verschiedene Phasen und starke Veränderungen. Damals war die Schweiz landwirtschaftlich geprägt. Es gab rund 1,6 Millionen Einwohnerinnen und Einwohner, kaum Zuwanderung, und die Preise für Grundstücke und Gebäude waren stabil.

Ab 1850 setzte die Industrialisierung und damit verbunden auch der Eisenbahnbau ein. Die Bevölkerung war auf 2,4 Millionen gestiegen und die Menschen drängten verstärkt in die Städte. Die Einwohnerzahl von Zürich hatte sich vervierfacht, die von Basel verdoppelt. Diese wachsende Nachfrage führte dort zu einem erheblichen Anstieg der Immobilienpreise. Das Zinsniveau lag bei 4,5%. Im Jahr 1880 überstieg die Beschäftigung in der Industrie erstmals die der Landwirtschaft. Die Bevölkerung war auf gut 3,8 Millionen gewachsen. Der Run in die Städte blieb ungebrochen, Zürichs Bevölkerung hatte sich nochmals vervierfacht. Der Immobilienmarkt erlebte bis 1896 seine erste spekulative Welle von Preiserhöhungen, die mit sinkenden Zinsen einherging. Die gute wirtschaftliche Entwicklung endete 1914. Zu Kriegsbeginn des Ersten Weltkriegs, 1914, lag das Zinsniveau wieder bei 4,5%. Die Periode der beiden Weltkriege war wirtschaftlich unerquicklich,

einzig die Goldenen Zwanziger brachten Wachstum, das allerdings 1929 mit der Weltwirtschaftskrise endete. Die Bevölkerung stieg weiter auf 4,7 Millionen Einwohnerinnen und Einwohner im Jahr 1950, auch der Stadtboom war ungebremst. Zürich konnte sich nochmals verdoppeln. Das Zinsniveau stieg bis 1920 auf 7,3%, um dann bis 1950 auf unter 3% zu sinken. Der Immobilienmarkt stagnierte in diesen 30 Jahren.

Nach 1945 erlebte die Schweiz einen beispiellosen wirtschaftlichen Aufschwung. Getrieben von hohen Produktions- und Lohnkosten verschwanden zwar traditionelle Sektoren wie Textilien oder Uhren, dafür spielen inzwischen Dienstleistungen die wesentliche Rolle. Die Bevölkerung hat sich seither von 4,7 auf 9 Millionen Personen beinahe verdoppelt. Das Wachstum der Städte hat sich hingegen deutlich verlangsamt. Dort entstanden nach dem Krieg neue Wohnsiedlungen. Und viele Menschen ziehen ins Umland, wo mit den Agglomerationen neue Ballungszentren entstanden. Das Zinumfeld hat sich auch stark verändert. Seit den 1950er-Jahren liegen Schweizer Zinsen stets unter vergleichbaren ausländischen Zinsen. In den vergangenen 30 Jahren gab es einen steten Trend zu sinkenden Zinsen. Dies schuf ein günstiges Umfeld für Wirtschaftswachstum und eine steigende Immobiliennachfrage.

Agglomeration ziehen, obwohl dort bereits eine angespannte Wohnsituation herrscht. Auch eine steigende Lebenserwartung trägt nicht zu einer langfristigen Entspannung der Lage bei. Es besteht also künftig die Notwendigkeit, die bestehenden Flächen intensiver zu nutzen oder neue Flächen zu überbauen. Dies wird zulasten der Landwirtschaft gehen. Schon heute verliert die Schweiz rund 70 Quadratmeter Agrarland pro Minute.

Am Immobilienmarkt wirken langfristige Tendenzen, durch die sich trotz einem dauerhaft hohen Preisniveau die Nachfrage nicht ausgleicht. Dem steht ein sehr begrenztes Angebot an Baugrundstücken gegenüber. Es sind folgende Szenarien denkbar, die die Anspannungen am Immobilienmarkt lösen oder zumindest abmildern könnten: Es besteht die Möglichkeit politischer Interventionen, sobald eine grössere Bevölkerungsschicht an ihre

finanzielle Belastungsgrenze stösst. Auch eine dauerhaft steigende Arbeitslosigkeit, hohe Zinsen oder die aktuelle Entwicklung von Heimarbeitsmöglichkeiten und Onlinehandel könnten den Wohnungsmangel mildern oder ausgleichen.

Fazit für Investitionen

Für Anlagen in Immobilien bedeutet dieser Nachfrage- druck eine grössere Sicherheit hinsichtlich langfristiger Wertsteigerungen, da diese von den fundamentalen Kräften getragen werden. Zwar muss wie bei allen Anlagearten mit kurzfristigen Schwankungen gerechnet werden, aber der Ausblick auf stabile bis steigende Mieten und Preissteigerungen auf dem Grundstück führt schon heute zu attraktiven Ausschüttungsrenditen. Wir empfehlen, Immobilien als Anlageklasse in der strategischen Allokation beizumischen. ■



Finanzmarktausblick

Erstens kommt es anders und zweitens als man denkt. Trotz einiger Bedenken hat sich das Jahr 2024 erfreulich entwickelt. Das globale Wirtschaftswachstum ist unterdurchschnittlich, aber positiv und die US-Konjunktur konnte eine Rezession vermeiden. Tiefere Teuerungsraten eröffneten den Notenbanken die Möglichkeit, ihre Leitzinsen zu senken. Auch für das Jahr 2025 wird mit einer wenig dynamischen, aber positiven Konjunktorentwicklung gerechnet, die Inflationsraten dürften nochmals nachgeben. Die Zentralbanken erhalten damit weiteren Zinssenkungsspielraum. Entsprechend stehen die Chancen gut, dass sich 2025 erneut als gutes Anlagejahr erweisen wird.

Hinsichtlich der globalen Konjunktur versprechen die Konsensprognosen auch für das kommende Jahr eine ähnliche Entwicklung wie 2024. Damit würde der durchschnittliche Anstieg des BIP der vergangenen 24 Jahre von 3,6% erneut verfehlt: Stand Ende Oktober 2024 signalisiert die Prognose eine Zunahme der globalen Wirtschaftsleistung für 2025 von 3,1%. Dabei ist nicht nur für das laufende und das kommende Jahr mit tieferen globalen Wachstumsraten zu rechnen. Vielmehr dürften sich zunehmend strukturelle Faktoren durchsetzen, die mittelfristig zu einem geringeren durchschnittlichen Anstieg des weltweiten Bruttoinlandsprodukts führen. Auch wenn aufgrund konjunktureller Boomphasen eine Rückkehr zu alten Höhen nicht auszuschliessen ist, zeichnet sich eine solche für das Jahr 2025 bislang nicht ab.

Inflationsraten: 2025 wird ein weiterer – wenn auch nur noch leichter – Rückgang erwartet.

Die strukturellen Faktoren für eine schwächere Wachstumsdynamik betreffen unter anderem China. Das Reich der Mitte hat im Jahr 2023 knapp 17% zum nominalen globalen BIP beigetragen, ist 2024 aber mit weniger als 5% real gewachsen. Der Anstieg der Wirtschaftsleistung ist damit in diesem Jahr rund 3,5 Prozentpunkte geringer ausgefallen als im Mittel der Jahre 2000 bis 2023 – was für sich betrachtet bereits das unterdurchschnittliche Wachstum weltweit erklären kann. Die heute verfügbaren Prognosen verdeutlichen, dass auch in den kommenden Jahren nicht mit einer Wiederbelebung des chinesischen Wachstumswunders zu rechnen ist. Die wirtschaftliche Dynamik der Volksrepublik China wird sich mittelfristig vielmehr jener vieler Industrienationen annähern. Einen gewichtigen Grund liefert dafür die demografische Entwicklung. Die über Jahrzehnte verfolgte und 2015 aufgegebene Ein-Kind-Politik wirkt bis heute nach. Die Überalterung nimmt rasch zu, die Geburtenrate liegt unter derjenigen von Japan und die Wirtschaftsstruktur gleicht nach wie vor der eines Schwellenlandes – mit einem gegenüber Industrienationen vergleichsweise tiefen Anteil des privaten Verbrauchs am gesamten Bruttoinlandsprodukt.

Während 2024 die US-Wirtschaft die negativen Auswirkungen der chinesischen Wachstumsschwäche zum Teil kompensieren konnte, dürfte dies 2025 deutlich schwieriger werden. Die expansive Fiskalpolitik (kreditfinanzierte Staatsausgaben) der Biden-Administration mit den verschiedenen Investitionsprogrammen führte dazu, dass die Wirtschaft der USA überdurchschnittlich zulegen konnte. Es bleibt abzuwarten, wie sich die Investitionstätigkeit in den kommenden Monaten entwickeln wird. Für das neue Jahr fällt die Konsensprognose für die USA jedenfalls geringer aus. Die Ergebnisse über die verschiedenen Regionen stützen aber die Erwartungen an eine positive, jedoch unterdurchschnittliche Konjunkturendynamik im Jahr 2025.

Nimmt man als Basisszenario den Median der Prognosen (auf Basis der Ende Oktober 2024 verfügbaren Werte), so liegt die Konsensprognose bei der Wachstumsrate des realen BIP (YoY, in %)

- für China bei +4,5%
(Bandbreite: 3,8% bis 5,4%),
- für die USA bei +1,9%
(Bandbreite: 0,8% bis 3,2%),
- für die Eurozone bei +1,2%
(Bandbreite: 0,6% bis 1,7%)
- und für die Schweiz bei +1,4%
(Bandbreite: 1,0% bis 2,1%).

Nachdem sich die Inflationsraten bereits in diesem Jahr deutlich abgeschwächt haben, wird auch für 2025 ein weiterer – wenn auch nur noch leichter – Rückgang erwartet. Die Marke von 2% dürfte jedoch sowohl für die USA wie auch für die Eurozone einen Widerstand darstellen, der nur schwer nachhaltig zu unterschreiten ist (siehe Abbildung 16). Durchschnittlich liegt die Inflationsprognose für die USA und die Eurozone für 2025 nahe bei 2% und für die Schweiz bei unter 1%. Die Inflationsziele von US-Notenbank und EZB wären damit fast erreicht, in der Eidgenossenschaft bewegt sich die Teuerung im Zielband der Schweizer Nationalbank von 0% bis 2%.

Aktien

Wir rechnen auch für das Jahr 2025 mit einem durchschnittlich guten Aktienjahr. Als Orientierungsgrösse gilt der langfristige Anstieg der Aktienkurse von rund 7%. Für Aktien sprechen die zwar unterdurchschnittliche, aber positive globale Konjunktorentwicklung, Teuerungsraten in den Industriestaaten nahe 2% (oder darunter) sowie die Aussicht auf weiter sinkende Leitzinsen der Notenbanken. Geopolitische Unsicherheiten sowie teilweise hohe Bewertungen mahnen dagegen auch im neuen Jahr zur Vorsicht. Die langfristigen Anlagethemen behalten ihre Gültigkeit. Für Anlegerinnen und Anleger mit einem Fokus auf Schweizer Aktien empfiehlt sich weiterhin die Beimischung von global ausgerichteten Aktienfonds aus dem Bereich Technologie, da dieser Sektor in Schweizer Aktienindizes nur sehr schwach vertreten ist (siehe Best-in-Class-Fonds von unserer Empfehlungsliste).

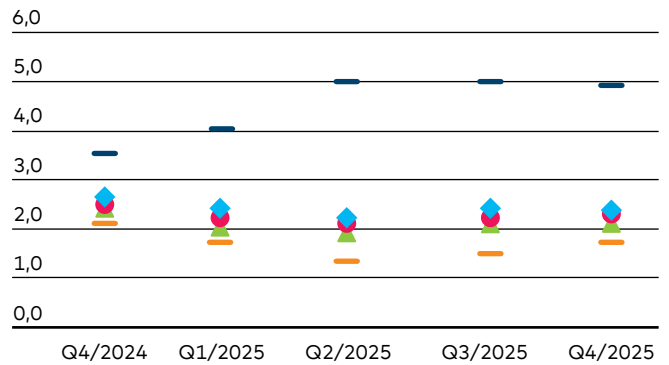
Obligationen

Infolge der lange erwarteten und schliesslich erfolgten Leitzinssenkungen wichtiger Notenbanken kamen auch die Renditen der Obligationen im Jahresverlauf zum Teil deutlich unter Druck. Die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen notierten Ende Oktober nur knapp über 0,3%. Um attraktivere Renditen zu erzielen, bieten sich als Beimischung in einem Schweizer-Franken-Obligationenportfolio Investitionen in ausländische Anleihen an. Dabei sind allerdings mögliche Währungsrisiken zu berücksichtigen. Wir sind in den Vermögensverwaltungsmandaten und Anlagelösungen mittels Fonds in globale Unternehmensanleihen investiert.

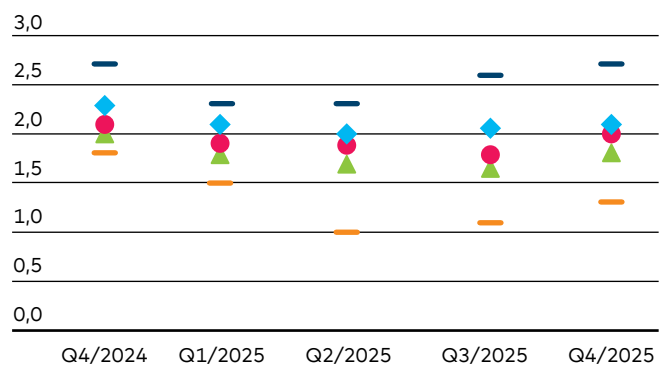
Wir empfehlen weiterhin eine breit diversifizierte Anlagestrategie. Aktienfonds bleiben auch 2025 ein wichtiger Baustein in der Portfoliokonstruktion. Sie waren trotz allen Krisen in der Vergangenheit mit die wichtigsten Renditetreiber. Auch zeitweise sehr ausgeprägte Kurseinbrüche haben daran nichts geändert. Aktien dürften auch in den kommenden Jahren ihrem Ruf als «Rendite-Lieferanten» gerecht werden. ■

Abb. 16: Inflationsprognosen für die USA, die Eurozone und die Schweiz

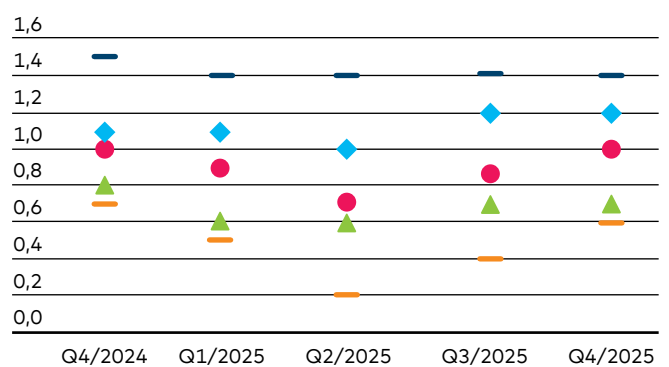
Inflation YoY USA in Prozent



Inflation YoY Eurozone in Prozent



Inflation YoY Schweiz in Prozent



■ Min. ■ 25%-Quantil ■ Median ■ 75%-Quantil ■ Max.

Quellen: Bank Cler, Bloomberg

Technischer Fortschritt und Digitalisierung



Digitalisierung und künstliche Intelligenz haben in den vergangenen beiden Jahrzehnten zu erheblichen Veränderungen in unserem Alltag geführt.

Investieren Sie in den technologischen Fortschritt mit einem ETF auf den Nasdaq-100 (IE00B53SZB19) oder in den aktiv verwalteten Fidelity Global Technology Fund (LU1560650563).

Best-in-Class-Fonds und eigene Fondsprodukte – eine Auswahl



Gold als sinnvolle Diversifikation



Die Krisen der vergangenen Jahre, die geopolitischen Unsicherheiten sowie die steigende globale Staatsverschuldung haben uns in unserer Ansicht bestärkt, dass Gold eine sinnvolle Beimischung in den Portfolios darstellt. In unseren Vermögensverwaltungsmandaten haben wir eine strategische Quote von 5% gewählt.

Der BKB Physical Gold Fairtrade Max Havelaar Fonds (CH1185050486) stellt unseres Erachtens deshalb auch in einem nachhaltigen Portfolio eine sinnvolle Ergänzung dar.

Nachhaltigkeit



In Bezug auf die Nachhaltigkeit werden uns künftig der Klimawandel, die Umweltverschmutzung oder das Artensterben weiter beschäftigen. Wir haben deshalb in den vergangenen Jahren konsequent auf den Ausbau einer nachhaltigen Fondspalette gesetzt, die unseren Nachhaltigkeitsansatz eins zu eins umsetzt. Wir sind davon überzeugt, dass nachhaltiges Investieren im Vergleich zu konventionellen Anlagen mittel- und langfristig ähnlich gute Anlageergebnisse liefert.

Investieren Sie in unsere breit diversifizierten nachhaltigen Anlagelösungen und in unseren Schweizer Aktienfonds BKB Sustainable – Equities Switzerland (CH0496872323).

«Wachstum kann auf die kurze Frist
forciert werden, dies nicht selten
zulasten einer stetigeren und
nachhaltigen Wertentwicklung.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer



Disclaimer

Allgemein

Die Bank Cler AG hat in Übereinstimmung mit den geltenden gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen (bzw. den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse) interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und der Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. In diesem Rahmen trifft die Bank Cler AG insbesondere die geeigneten Massnahmen, um die Unabhängigkeit und die Objektivität der Mitarbeitenden, die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt sind, oder deren bestimmungsgemässe Aufgaben oder wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfängerinnen und Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, sicherzustellen.

Verbot bestimmter Mitarbeitengeschäfte

Die Bank Cler AG stellt sicher, dass ihre Finanzanalytistinnen und Finanzanalysten sowie die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligten Mitarbeitenden keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalysen beziehen, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten tätigen, bevor die Empfängerinnen und Empfänger der Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen ausreichend Gelegenheit zu einer Reaktion hatten.

Hinweis auf Bewertungsgrundlagen und -methoden – Sensitivität der Bewertungsparameter

Die Analysen des Investment Research der Bank Cler AG im sekundären Research beruhen auf allgemein anerkannten qualitativen und quantitativen Bewertungsgrundlagen und Bewertungsmethoden. Zur Unternehmens- und Aktienbewertung werden Methoden wie Discounted-Cashflow-Analyse, KGV-Analyse sowie Peer-Group-Analyse angewandt. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind das Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Die Einschätzung der zugrunde liegenden Parameter wird mit grösster Sorgfalt vorgenommen. Dennoch beschreibt das Ergebnis der Analyse immer nur eine aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen. Es ist die Entwicklung, der das Investment Research der Bank Cler AG zum Zeitpunkt der Analyse die grösste Eintrittswahrscheinlichkeit beimisst.

Hinweis auf Empfehlung

Die in den Empfehlungen des Investment Research der Bank Cler AG enthaltenen Prognosen, Werturteile oder Kursziele stellen, soweit nicht anders angegeben, die Meinung der Verfasserin oder des Verfassers dar. Die verwendeten Kursdaten beziehen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung, soweit nicht anders angegeben.

Hinweis auf Zuverlässigkeit von Informationen und Veröffentlichung

Diese Veröffentlichung ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe. Alle Angaben stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, welche die Bank Cler AG für zuverlässig hält, ohne aber alle diese Informationen selbst verifiziert zu haben. Eine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit wird insofern seitens der Bank Cler AG sowie der mit ihr verbundenen Unternehmen nicht übernommen. Die Veröffentlichung dient lediglich einer allgemeinen Information und stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Sie ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberaterinnen und -berater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Haftungsansprüche aus der Nutzung der dargebotenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschliesslich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung beziehungsweise ihres Inhalts ergeben. Eine Vervielfältigung oder Verwendung von Grafiken und Texten in anderen elektronischen Medien ist ohne ausdrückliche Zustimmung der Bank Cler AG nicht gestattet. Eine inhaltliche Verwertung ist nur mit Quellenangabe zulässig, wobei um vorherige Übersendung eines Belegexemplars gebeten wird.

MSCI ESG Research – Hinweis und Disclaimer

Zu den Emittenten, die in den Materialien von MSCI ESG Research LLC erwähnt werden oder darin enthalten sind, können MSCI Inc., Kundinnen und Kunden von MSCI oder Lieferantinnen und Lieferanten von MSCI gehören, und sie können auch Research- oder andere Produkte oder Dienstleistungen von MSCI ESG Research erwerben. Die Materialien von MSCI ESG Research, einschliesslich der Materialien, die in MSCI-ESG-Indizes oder anderen Produkten verwendet werden, wurden weder bei der United States Securities and Exchange Commission noch bei einer anderen Aufsichtsbehörde eingereicht, noch von dieser genehmigt. MSCI ESG Research LLC, ihre verbundenen Unternehmen und Informationsanbieterinnen und -anbieter geben keine Garantien in Bezug auf solche ESG-Materialien. Die hierin enthaltenen ESG-Materialien werden unter Lizenz verwendet und dürfen ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ESG Research LLC nicht weiterverwendet, verteilt oder verbreitet werden.

Aufsicht

Die Bank Cler AG unterliegt der Aufsicht durch die Eidg. Finanzmarktaufsicht (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Bern.

Bank Cler AG, Postfach, 4002 Basel,
Telefon 0800 88 99 66, cler.ch/kontakt

Diese Angaben dienen ausschliesslich Werbezwecken. Die Bank Cler AG übernimmt keine Gewähr für deren Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Sie stellen weder ein Angebot noch eine Empfehlung dar, noch sind sie als Aufforderung zur Offertstellung zu verstehen. Bevor Sie Entscheidungen treffen, sollten Sie eine professionelle Beratung in Anspruch nehmen. Die jederzeitige Änderung der Angebote bzw. Leistungen der Bank Cler AG sowie die Anpassung von Preisen bleiben vorbehalten. Einzelne Produkte oder Dienstleistungen können rechtlichen Restriktionen unterworfen sein und sind daher unter Umständen nicht für alle Kundinnen und Kunden bzw. Interessentinnen und Interessenten verfügbar. Die Verwendung von Inhalten dieser Broschüre durch Dritte, insbesondere in eigenen Publikationen, ist ohne vorgängige schriftliche Zustimmung der Bank Cler AG nicht gestattet.

967710.01 Redaktionsschluss: Freitag, 15. November 2024. Änderungen sind jederzeit möglich. Änderungen sind jederzeit möglich.
Grafische Gestaltung und Bildauswahl: Glutz Kommunikation AG, Basel. Gedruckt auf 100%-Recyclingpapier.

Finanzen regeln, entspannter leben.

Jetzt
beraten
lassen.

[cler.ch/
finanzen-regeln](https://cler.ch/finanzen-regeln)

Alles wird besser mit geregelten Finanzen.
Wir zeigen Ihnen, wie Sie Ihre Finanzen in die
Hand nehmen und optimal für sich nutzen.
Ob es um Anlegen, Vorsorgen, Sparen oder alles
zusammen geht: Wir beraten Sie ganzheitlich.

Zeit, über Geld zu reden.

Bank
Banque
Banca

CLER