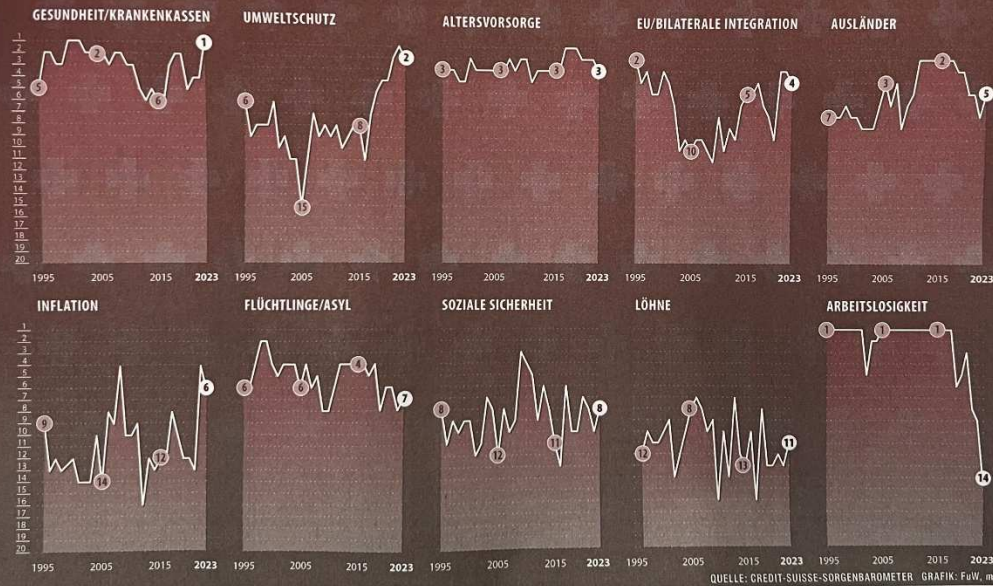


Was zählt

DIE SORGEN DER SCHWEIZER

1 RANG DER SORGEN DER SCHWEIZER STIMMBEVÖLKERUNG



Auch wenn es die Grossbank Credit Suisse nicht mehr gibt, ihr Sorgenbarometer existiert weiter. Bereits seit knapp fünf Jahrzehnten werden Schweizer Stimmbürger jedes Jahr gefragt, bei welchen politischen Fragen und in welchen Themenbereichen sie besonders grossen Handlungsbedarf sehen. Seit 1995 führt das Forschungsinstitut GfS Bern diese Umfrage durch. Eine Analyse der seither publizierten Resultate zeigt, wie sich die Sorgen verändert haben – oder eben

nicht. Die Altersvorsorge ist politischer Dauerbrenner, und auch bei den Krankenkassen beziehungsweise im schweizerischen Gesundheitssystem wird Jahr für Jahr Handlungsbedarf verortet. Ebenso ist der Themenblock Aussenpolitik – die Schweizer Beziehung zur EU und der Umgang mit Migration – alljährlich präsent. Andere Themen sind zyklischer, beispielsweise Umweltschutz oder die Inflation. Wieder andere haben eine bloss kurze

Halbwertszeit und sind deshalb nicht auf der Grafik zu finden, dazu gehören die Stabilität des Finanzsystems, die Eurokrise, die Coronapandemie und der Ukrainekrieg. All die kurz- und langfristigen Probleme der Welt haben eine früher prominente Sorge der Schweizer in den Hintergrund rücken lassen: Die Arbeitslosigkeit, jahrelang auf den vordersten Rängen des CS-Sorgenbarometers, hat es im vergangenen Jahr nur noch auf Platz vierzehn geschafft. MB

1 Soldaten und Soldatinnen bei der Bundeswehr

Anzahl in Tausend



2 Ein Drittel mit Abi

Anteil der Schulabschlüsse unter Soldatinnen und Soldaten 2022, in Prozent

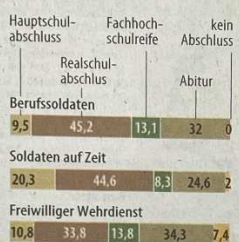


Illustration: Gollib/F.A.Z. Grafik: Swireczyna, Gollib

2 Zivile Angestellte in der Bundeswehr

Anzahl nach Bereichen 2023



1) Bereich Infrastruktur, Umweltschutz, Dienstleistungen;
2) Bereich Ausrüstung, Informationstechnik, Nutzung;
3) Bundesministerium der Verteidigung

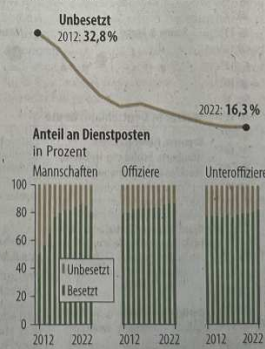
4 Die meisten nur auf Zeit

Soldaten und Soldatinnen nach Art des Dienstes im Jahr 2023, in Prozent



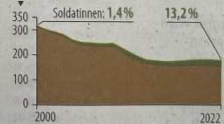
5 Auf welchen Ebenen bei der Bundeswehr Personal fehlt

Besetzte und unbesetzte Stellen im Jahr 2022



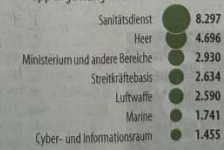
6 Frauenquote in der Truppe steigt

Anzahl Soldaten und Soldatinnen in 1000



7 In welchen Truppenteilen Soldatinnen arbeiten

Anzahl der Soldatinnen nach Truppengattung 2023



2 Prozent Zins erhalten, mit Kassenobligationen



Geldspiegel
Markus Städeli

Wie schnell die Zinsen wieder gesunken sind - zum Leidwesen von Anlegern, die jetzt Geld investieren wollen. Der 10-jährige «Eidgenosse» wirft bloss noch 0,8 Prozent Rendite ab - ein garantiertes Verlustgeschäft angesichts der Inflation von zuletzt 1,7 Prozent. Anleger, die bei grösstmöglicher Sicherheit eine ansprechende Rendite suchen, müssen sich anders orientieren. Eine Möglichkeit ist, auf ein klassisches Sparkonto zu setzen. Dort kommt man bis zu

einem Guthaben von 100 000 Franken ja in den Genuss des Einlegerschutzes. Und in dieses totgegläubte Segment ist jüngst Bewegung gekommen: Die WIR-Bank zum Beispiel wirbt mit einem «Topzins bis zum 28.2.2025 bei Überweisung Ihres Guthabens von anderen Finanzinstituten». Konkret locken 1,8 Prozent. Allerdings muss man das Kleingedruckte beachten, zum Beispiel die jährliche Rückzugslimite von 20 000 Franken. Gewisse Banken wie Cler investieren sogar in Plakatwerbung, um auf ihre Sparkonten aufmerksam zu machen. Cler bietet ebenfalls 1,8 Prozent Zins - allerdings nur im ersten Jahr ab Kontoeröffnung.

Um die besten Anbieter zu finden, lohnt es sich vielleicht, die einschlägigen Vergleichsdienste zu nutzen. Denn der Bekanntheitsgrad der attraktivsten Anbieter ist meist negativ korreliert mit der Höhe ihrer Zinsen. Mit anderen Worten: Die Bezirks-Sparkasse Dielsdorf oder die Obwaldner Kantonalbank haben weit bessere Konditionen als UBS, Postfinance und Co.

Natürlich muss das Ganze auch praktikabel sein: Sie wollen ja nicht unbedingt eine Schweizer Reise veranstalten, um in einer

Randregion ein Konto zu eröffnen. Dieser Prozess sollte komplett digital ablaufen - was leider bei weitem nicht bei allen Banken der Fall ist.

Diese Woche hat aber gerade die Cembra Money Bank - die traditionell zu den besten Zinszahlern gehört - die Lancierung von digitalen Sparprodukten angekündigt. Die Eröffnung erfolge digital - unkompliziert und in nur wenigen Minuten, verspricht die Bank.

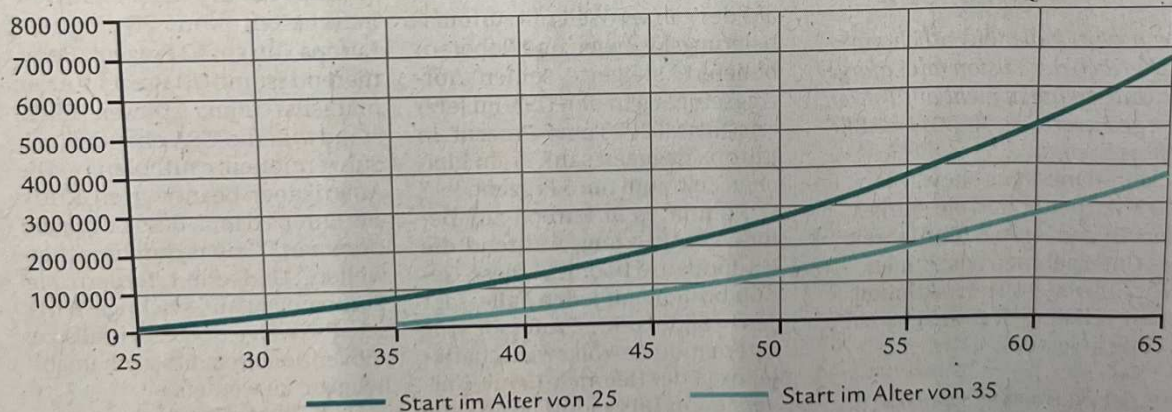
Sie bietet drei verschiedene Sparkonten an, die je nach Rückzugslimiten mit einem Zins von 1,25 bis 1,85 Prozent locken. Auf dem Kinder-Sparkonto gibt es 2 Prozent. Die Cembra Money Bank hat auch attraktive Kassenobligationen im Angebot. Für eine Laufzeit von 2 Jahren gibt es immerhin 2 Prozent. Leider steigt der Zins mit einer längeren Laufzeit nicht, oder nicht mehr wesentlich. Wer sein Geld für 10 Jahre bindet, erhält 2,1 Prozent. Im Vergleich zum «Eidgenossen» lässt sich das aber sehen.

Dieser Zins ist übrigens doppelt so hoch wie bei Kassenobligationen der Migros Bank (0,95 Prozent für 2 Jahre). Das zeigt wieder einmal: Das ganze Gerede vom Genossenschaftsgedanken ist ziemlich hohl.

Grafik 1:

Je früher jemand zu sparen anfängt, desto stärker greift der Zinseszinsseffekt

Kapitalwachstum unter der Annahme jährlicher Einzahlungen von CHF 5000 bei einer Verzinsung von 5 Prozent pro Jahr.



Quelle: Swiss Life AG

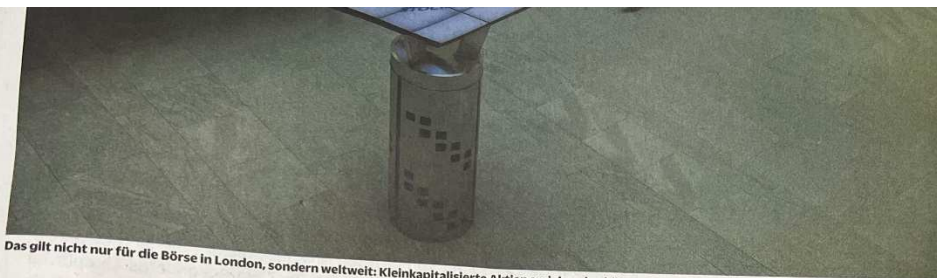
Grafik 2:

Schweizer Aktienmarkt im historischen Vergleich

Kursentwicklung von Schweizer Aktien von April 1995 bis Dezember 2023 (Stand 1. Dezember 2023: 10 887 Punkte). Beim Swiss Market Index (SMI) handelt es sich um einen Kursindex. Das heisst, Dividendenausschüttungen sind nicht berücksichtigt. Der SMI ist der bekannteste Index für Schweizer Standardwerte (Blue Chips).



Quelle: SIX Swiss Exchange



Das gilt nicht nur für die Börse in London, sondern weltweit: Kleinkapitalisierte Aktien erzielen eine höhere Rendite.

Die Zeit ist reif für ein Comeback der Small-Caps

Kleinkapitalisierte Aktien sind historisch günstig bewertet. Auf lange Frist rentieren sie besser als Large-Caps. Von Henning Hölder

Momentan dominieren Large-Caps die Börse: Seit mehr als zwei Jahren fahren Anleger mit Aktien von grosskapitalisierten Konzernen deutlich besser als mit sogenannten Small- und Mid-Caps. Besonders anschaulich lässt sich dies am Rally der «Magnificent Seven» in den USA beobachten. Mit Ausnahme von Tesla laufen die amerikanischen Schwergewichte - zu denen Alphabet, Amazon, Apple, Nvidia, Meta Platforms und Microsoft gehören - seit Anfang 2023 dem Rest davon.

Nicht nur mit Blick auf die Börsenstars ist die Unter-Performance von Nebenwerten augenscheinlich. In Europa dümpelt der Nebenwerte-Index Stoxx Small 200 unter seinem Vor-Corona-Niveau. Auch in der Schweiz ist die Schere zwischen den grosskapitalisierten Unternehmen im SMI und den kleineren Gesellschaften im SPI Extra sichtbar - wenn auch weniger ausgeprägt (vgl. Grafik 1).

Dabei ist die seit Jahren andauernde unterdurchschnittliche Kursentwicklung von

Nebenwerten gegenüber Large-Caps historisch gesehen nicht der Normalfall, sondern die Ausnahme. In den letzten 20 Jahren haben die Aktien der 200 grössten kotierten Unternehmen Europas um gut 90 Prozent an Wert gewonnen. Die 200 kleinsten Gesellschaften im europäischen Leitindex Stoxx haben dagegen um 170 Prozent zugelegt - jeweils ohne Dividenden gerechnet (vgl. Grafik 2).

Woran liegt das? Die Antwort liegt hauptsächlich in den unterschiedlichen Wachstumsbedingungen. Kleinere und dynamischere Nebenwerte können wesentlich höhere

Kleinere Nebenwerte können wesentlich höhere Wachstumsraten aufweisen als Unternehmen mit einer stattlichen Grösse.

Wachstumsraten aufweisen als Unternehmen, die bereits eine stattliche Grösse erreicht haben. Jean Keller von der Genfer Fonds-Boutique Quaero Capital veranschaulicht dies anhand eines simplen Rechenbeispiels.

«Für ein kleines Unternehmen mit einem Umsatz von 600 Millionen Franken bedeutet ein neuer Auftrag im Wert von 100 Millionen Franken eine Umsatzsteigerung um 17 Prozent.» Für ein börsennotiertes Schwergewicht hingegen sei ein Auftrag in dieser Grössenordnung kaum spürbar. Auch spiele es eine Rolle, dass kleinere und mittelgrosse Gesellschaften in der Regel stärker fokussiert seien, sich auf Nischen spezialisierten und dort zu Marktführern werden könnten.

Dass diese positiven Merkmale von Nebenwerten in den letzten Jahren kaum ge-griffen haben, hat mit der Inflation zu tun. Small- und Mid-Caps sind in Phasen hoher Inflation im Nachteil, da ihre Marktmacht oft nicht ausreicht, um Preiserhöhungen an die Kunden weiterzugeben. Gleichzeitig wirken sich stei-

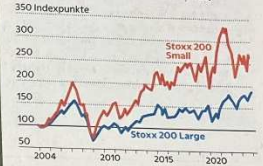
Quelle: NZZ

170%

beträgt der Zuwachs der europäischen Small-Caps in 20 Jahren. Die Grosskonzerne dagegen konnten nur um 90 Prozent zulegen.

... doch langfristig rentieren sie besser

Europäische Börse: Grosskapitalisierte Aktien (Stoxx 200 Large) contra Kleinkapitalisierte (Stoxx 200 Small)



Quelle: themarket.ch / Bloomberg

gende Kapitalkosten - wenn die Zinsen anziehen - meist stärker auf Gesellschaften mit Millionen- statt mit Milliardenumsatz aus.

Durch die jahrelange Unter-Performance hat sich die Bewertung von Nebenwerten verbilligt - vor allem im Verhältnis zu Large-Caps. Gemäss der Bank of America (BoFA) liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis der US-Small-Caps im Vergleich zu den Large-Caps 25 Prozent unter dem historischen Durchschnitt.

Die Bank of America sieht gute Chancen, dass Nebenwerte 2024 das erste Mal seit 2016 das Large-Cap-Segment schlagen. «Wir glauben, dass die Gewinnentwicklung in den USA 2024 die Talsohle erreicht hat», schreibt Jill Carey Hill, BofA-Expertin für Small- und Mid-Caps. Nebenwerte dürften dann ihren Gewinn schneller steigern können, was sich entsprechend im Aktienkurs spiegeln werde.

Zudem ist der Investment-Case für Nebenwerte noch nicht bei der Mehrheit der Marktteilnehmer angekommen, sondern fängt gerade erst an, für sie interessant zu werden. Anleger laufen entsprechend kaum Gefahr, einem Hype-Thema hinterherzuerennen. Daher halten Analysten die Bewertung derzeit für attraktiv, vor allem im Hinblick auf ein Nachlassen des zyklischen Gegenwinds.

the market
NZZ

Dieser Artikel ist auf themarket.ch erschienen. Die Finanzplattform richtet sich an Anleger und ist eine Firma der NZZ-Gruppe.

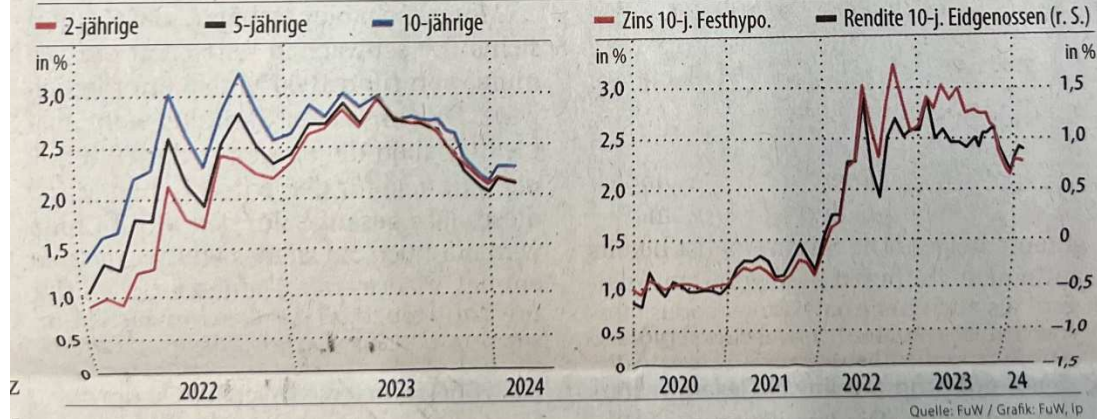
Die Ausbildung der Kinder geht mächtig ins Geld

Es gibt drei große Wege, wie die Ausbildung finanziert werden kann. Am wichtigsten ist es aber, die Kinder „ihr Ding“ machen zu lassen. So gelassen müssen Eltern sein.



Hypothekenzinsen in der Schweiz

FuW-Panel von 11 Anbietern: Durchschnittliche Richtsätze im 1. Rang für selbstgenutzte Wohnbauten (ohne Gewähr)



Quelle: FuW / Grafik: FuW, Ip

Richtsätze Hypothekarzinsen Schweiz

Anbieter	Festhypothekenzins in %			
	Laufzeit in Jahren			
	2	3	5	10
Aargauische Pensionskasse	1,94	1,95	1,95	2,05
Axa Winterthur	2,09	2,04	2,04	2,17
Baloise	2,19	2,17	2,22	2,38
BVK	1,86	1,82	1,86	1,99
Credit Suisse	2,39	2,34	2,35	2,48
Hypo Lenzburg	2,27	2,23	2,30	2,44
Hypomat.ch ¹⁾	1,95	1,92	1,93	2,07
Migros Bank	2,35	2,30	2,31	2,44
Mobilgarantie	1,81	1,75	1,76	1,90
PostFinance	1,85	1,80	1,81	1,95
Raiffeisen	2,31	2,28	2,37	2,62
Swiss Life	-	2,13	2,03	2,13
Swissquote	1,94	1,98	2,02	2,33
Valiant	2,41	2,29	2,33	2,48
ZKB	2,44	2,39	2,39	2,53
Tendenz zum Vormonat	→	→	→	→
Rendite Bundesanleihen der Eidgenossenschaft in %	1,02	0,94	0,88	0,89

1) Onlinehypothek Glarner KB

Richtsätze per 6. Februar 2024 für Hypotheken im 1. Rang für selbstgenutzte Wohnbauten (ohne Gewähr)

Frankreichs Banken sind führend

Die größten Geschäftsbanken in Europa nach Bilanzsumme 2022, in Milliarden Euro



FRANKFURTER ALLGEMEINE ZEITUNG

Wirtschaft

Der Streik der Immobilienkäufer

Die Immobilienpreise fallen so stark wie seit Jahrzehnten nicht. Das hat viel mit den höheren Zinsen zu tun. Aber auch strengere Energiestandards tragen zum Preisverfall bei.

Von Julia Lühr, Berlin

Immobilienpreise fallen 2023 in historischem Ausmaß

Preisentwicklung von Immobilien
Index für Wohnimmobilien Greix, 2000 = 100

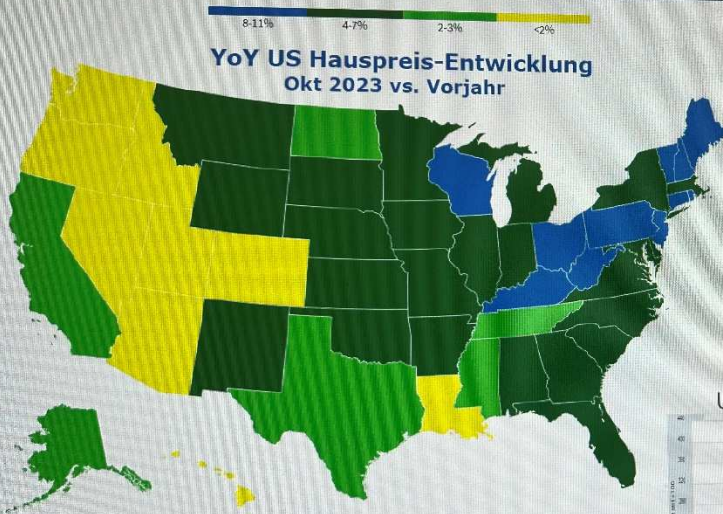


Preisentwicklung von Eigentumswohnungen
Index für das Jahr 2008 = 100



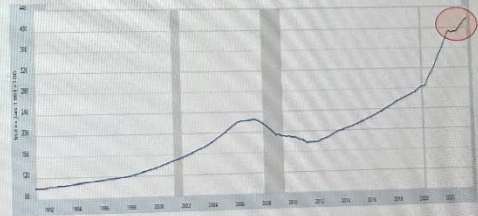
US-Immobilienkrise bleibt aus

YoY US Hauspreis-Entwicklung
Okt 2023 vs. Vorjahr



- Keine US-Immobilienkrise
- US-Hauspreise haben sich stabilisiert
- Heterogene Entwicklung

US FHFA House Price Index

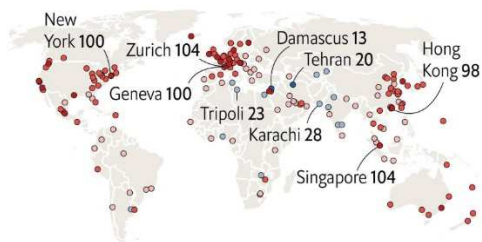


Quelle: Federal Housing Finance Agency, Alpinum Investment Management AG

ALPINUM INVESTMENT MANAGEMENT

Cost-of-living index, September 2023

New York=100



Most expensive

1=	Zurich	104
1=	Singapore	104
3=	Geneva	100
3=	New York	100
5	Hong Kong	98
6	Los Angeles	97
7	Paris	91
8=	Tel Aviv	89
8=	Copenhagen	89
10	San Francisco	86

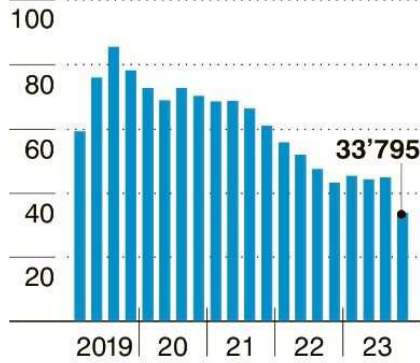
Least expensive

173	Damascus	13
172	Tehran	20
171	Tripoli	23
170	Karachi	28
169	Tashkent	31
168	Tunis	32
167	Lusaka	33
166	Ahmedabad	34
165	Lagos	35
163=	Buenos Aires	37
163=	Chennai	37

Source: EIU
The Economist

Angebot hat sich in nur zwei Jahren halbiert

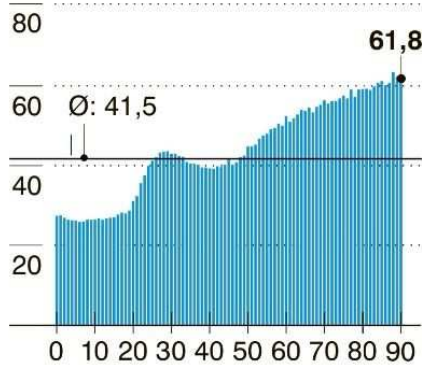
Zur Vermietung ausgeschriebene Wohnungen, in Tausend



Grafik: arm, vif / Quelle: Meta-Sys, Raiffeisen

Je älter die Mieter, desto grösser die Wohnfläche

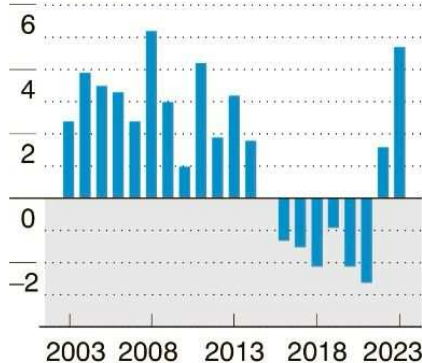
Ø Mietwohnungsfläche in m² pro Person im Jahr 2021, nach Alter



Grafik: arm, vif / Quelle: BFS, Raiffeisen

Stärkster Anstieg seit 2008

Jährliche Veränderung der Angebotsmietpreise, in %



Top Festgeld

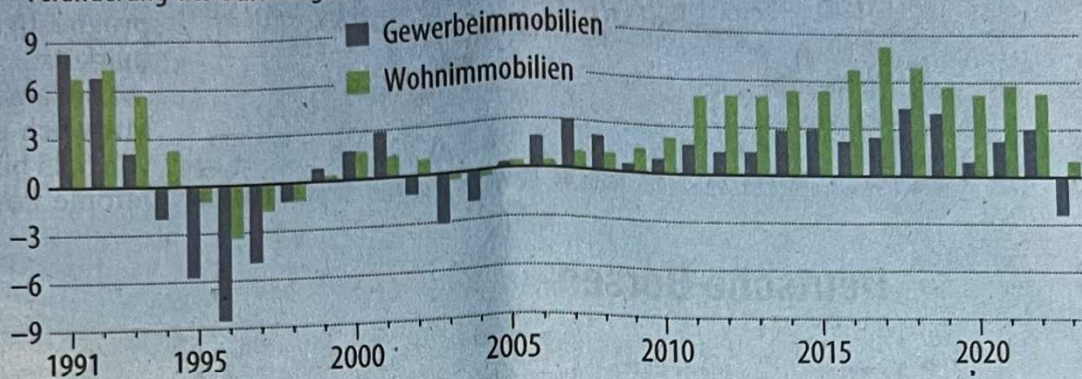
Zins für 10.000 Euro

	Anbieter/Einlagens.	Zins
1 Jahr	Freedom 24* Zypern	5,82 %
	Bigbank* Estland	4,00 %
	Ziraat Bank Intern. Deutschland	3,85 %
2 Jahre	Bigbank* Estland	4,00 %
	Ziraat Bank Intern. Deutschland	3,70 %
	CreditPlus Bank Deutschland	3,60 %
3 Jahre	LeasePlan Bank* Niederlande	3,80 %
	Cronbank Deutschland	3,55 %
	Ford Bank GmbH Deutschland	3,40 %
5 Jahre	LeasePlan Bank* Niederlande	3,90 %
	CreditPlus Bank Deutschland	3,20 %
	ProCredit Bank Deutschland	3,10 %
10 Jahre	Varengold Bank* Deutschland	3,50 %
	ProCredit Bank Deutschland	3,10 %
	pbb direkt Deutschland	3,00 %

*Einlagensicherung bis max. 100.000 €; Stand: 5.2.2024
HANDELSBLATT Quelle: FMH Finanzberatung

Der Immobilienboom ist zu Ende

Veränderung des Bulwiengesa-Immobilienindex, in Prozent



Durchschnittliche Veränderungsrate der Immobilienpreise seit 1975, in Prozent p.a.



Nur westdeutsche Städte

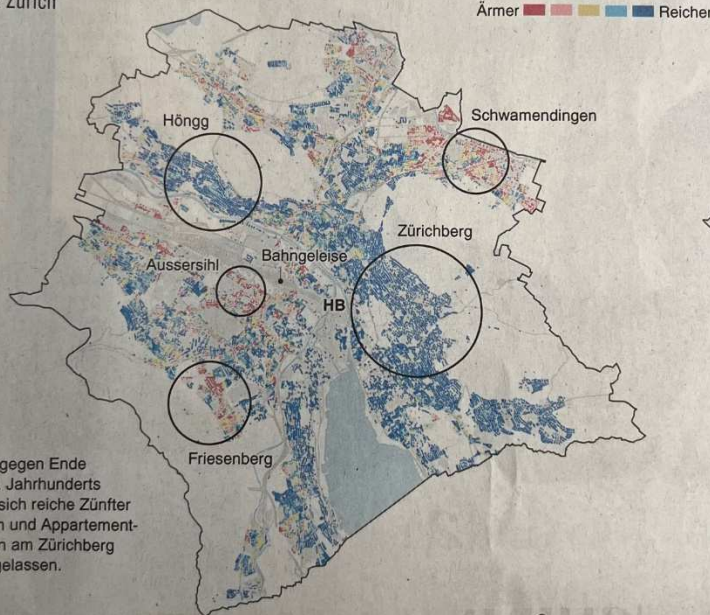
Quelle: Bulwiengesa
Foto Lucas Bäuml
F.A.Z.-Grafik Piron



So durchmischt sind die Schweizer Städte

Stadt Zürich

Ärmer (rot) Reicher (blau)



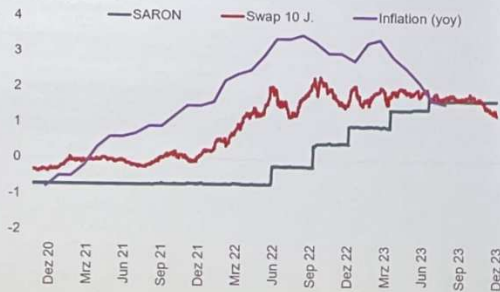
Schon gegen Ende des 19. Jahrhunderts haben sich reiche Zünfter in Villen und Appartementshäusern am Zürichberg niedergelassen.

Steigende Zinsen und Inflation.

Jährliche Inflation Schweiz seit 1915 (in %)



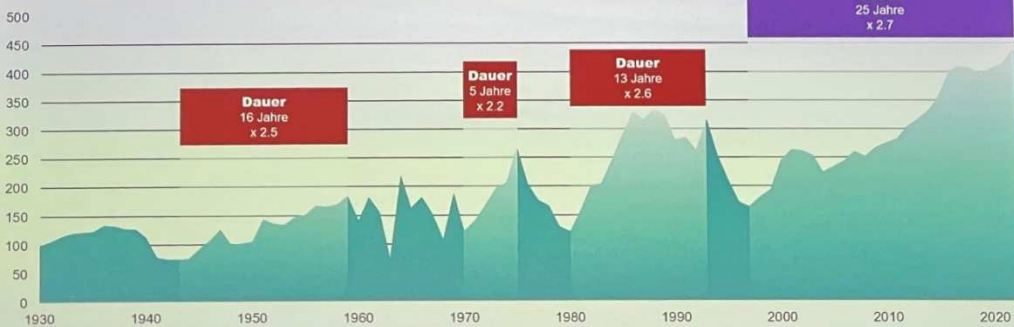
Inflation und Zinsen (in %)



Quelle: Bloomberg, BFS und Helvetia Asset Management

Ist der Superzyklus zu Ende?

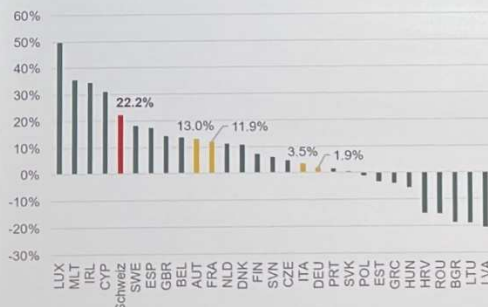
Reale Preisentwicklung von Mehrfamilienhäusern (indexiert; 1930 = 100)



Quelle: WP, BFS und Helvetia Asset Management AG

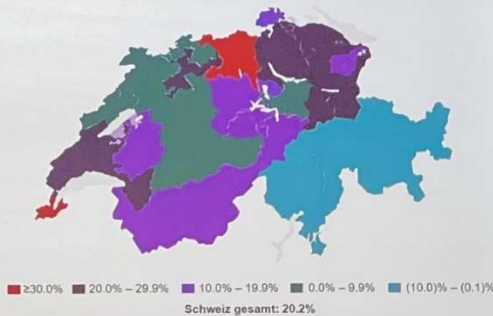
Anhaltendes Bevölkerungswachstum.

%-uales Bevölkerungswachstum in Europa (2000-2022)



Quelle: OECD, Helvetia Asset Management AG

Prognose ständige Wohnbevölkerung je Kanton 2050



Quelle: BFS Szenarien zur Bevölkerungsentwicklung der Schweiz und der Kantone 2020-2050

Fazit.

Keine Impulse auf Diskontierungssätze
Tiefe Bauaktivität

Höhere Baukosten

Teuerung ist zurück Negative Wertveränderungen
Steigende Marktmieten und Bestandesmieten

Höhere Zinsen Erhöhte regulatorische Anforderungen

Sinkende / stabile Transaktionspreise **Steigendes Bevölkerungswachstum**

Hoher Wettbewerb bei Kapital
Höhere FK Kosten
ESG als Must-have

Schöne Neue (Immobilien-)Welt

= Sinfonie mit Dissonanzen

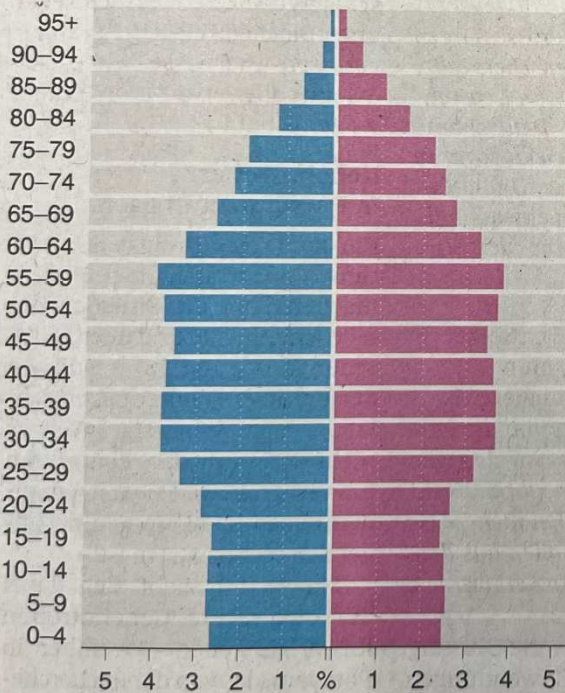
«Aufgrund des stabilen Cashflows gepaart mit partiellem Inflationsschutz bleiben Immobilienanlagen auch in der **Schönen Neuen (Immobilien-)Welt** ein unverzichtbarer Baustein im Gesamtportfoliokontext. Die Prämissen für ein gutes Immobilienjahr 2024 sind gegeben»

In der Schweiz leben immer mehr ältere Menschen

Schweiz

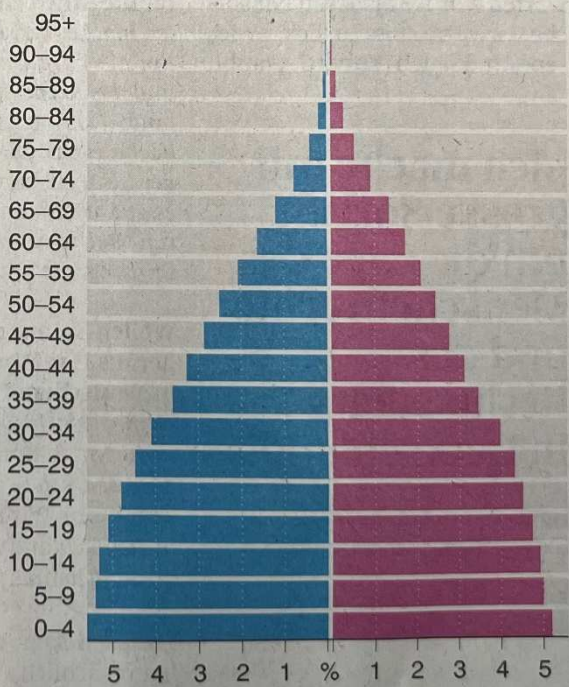
Bevölkerung nach Alter, in Prozent

■ Männer ■ Frauen

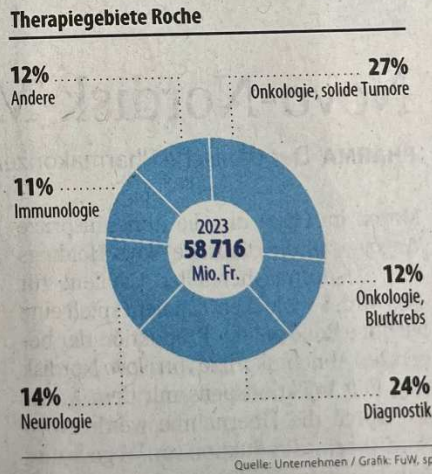
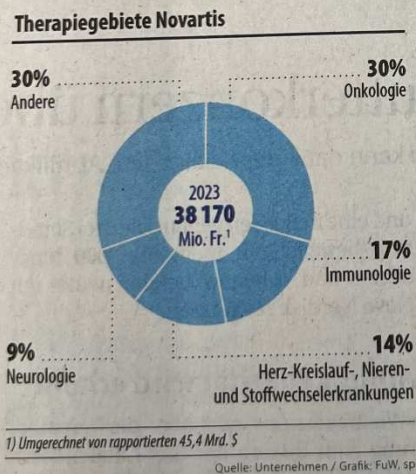
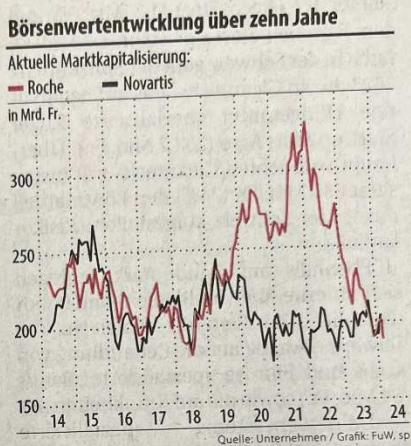
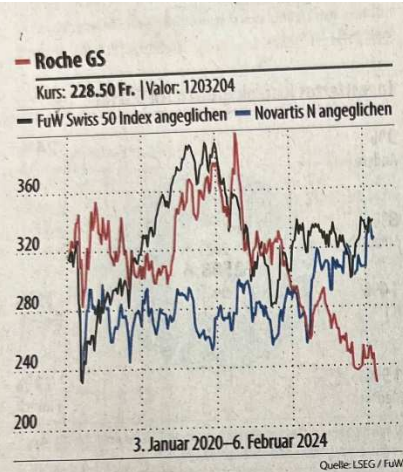
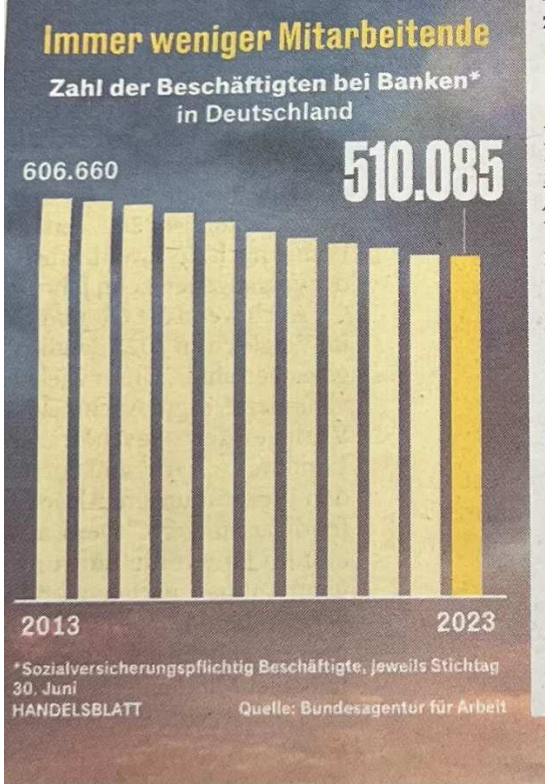
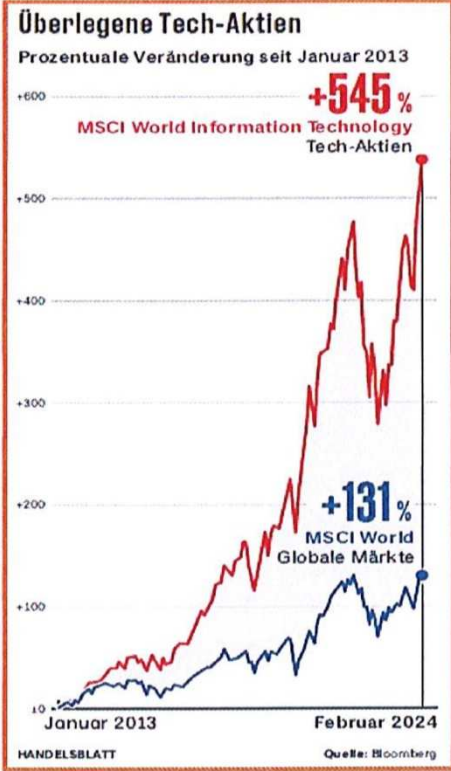


Philippinen

Auf den Philippinen sind die jüngsten Jahrgänge an der Basis am häufigsten vertreten



Grafik: mrue, mt / Populationpyramid.net (Daten: 2023), BFS (2022)



vart
 die
 tale
 so S
 geru
 I
 dürt
 gier
 neg
 ner
 Auf
 klip
 Ent
 Na
 res
 fol
 sc
 Ne
 sc
 ru
 Ja
 M
 C

1) Umgerechnet von rapportierten 45,4 Mrd. \$

Märkte-Insight

Die freudlose Rally an den Börsen

In den USA und Europa sind die Aktienmärkte auf Rekordkurs. Die Euphorie bleibt trotzdem aus. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass das eine gute Nachricht ist.

Eigentlich gibt es für die Investoren an den großen westlichen Aktienbörsen keinen Grund zum Jammern. In den USA sind der Leitindex Dow Jones und der breiter angelegte S&P 500 seit Jahresbeginn auf Rekordkurs, und der heimische Dax hat auch gerade erst eine Bestmarke aufgestellt. Aber obwohl das neue Börsenjahr nach einem kurzen Zwischentief schnell wieder an Schwung gewonnen hat, herrscht bei den Profianlegern kein Hurra-Optimismus, und das ist sehr gut so.

Die Handelsblatt-Umfrage Dax-Sentiment zeigt, dass das Stimmungsbild der Investoren derzeit neutral ist. Für die sehr gemischte Laune gibt es gute Gründe. Einer der wichtigsten: In den USA treibt die Rally eine sehr überschaubare Zahl an Aktien an, allen voran die „glorreichen Sieben“, also große Technologiewerte wie Microsoft, Alphabet oder Nvidia. Deren Kursgewinne sind maßgeblich für die Index-Höchststände.

Rallys, die auf einer derart schmalen Basis beruhen, sind häufig fragil, zeigt die Börsenhistorie. Die quantitativen Analysten von JP Morgan fühlen sich bereits an das Platzen der Dotcom-Blase Anfang des Jahrtausends erinnert, als die Euphorie über die erste Generation von Internetaktien abrupt in Enttäuschung umschlug. Die Folge war eine tiefe und lange Vertrauenskrise an den Börsen, die in Deutschland sogar das Aus für ein ganzes Börsensegment bedeutete, den „Neuen Markt“. Für einige kurze Jahre sah es so aus, als könnte

sich dieser Markt für Wachstumsaktien zu einer lokalen Alternative zur US-Tech-Börse Nasdaq entwickeln.

An den europäischen Börsen spielt die Euphorie rund um das Modethema Künstliche Intelligenz längst keine so große Rolle wie in den USA. Allein schon, weil es hier keine „glorreichen Sieben“ gibt. Hinter den robusten Börsen in Europa steht vor allem die Hoffnung auf schnelle und deutliche Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank (EZB), auch wenn sich die Notenbanker rund um Christine Lagarde alle Mühe geben, den Zinsoptimismus zu dämpfen. Das Zinsargument ist zumindest zweischneidig, denn der einzige Grund, der die EZB wirklich schon im Frühjahr zum Handeln zwingen könnte, wäre eine deutlich höhere Rezessionsgefahr als bislang befürchtet. Dann würden die Leitindizes zwar schneller sinken, aber eben

verbunden mit einer ziemlich negativen Überraschung für die Investoren.

In den USA haben die Notenbanker ebenfalls alle Hände voll zu tun, die Zinssenkungsfantasie auf ein vernünftiges Maß zu dämpfen. Wie bei den Technologiewerten lohnt sich auch bei der Geldpolitik ein Blick in die Vergangenheit, um die Euphorie zu bremsen. In den 1970er Jahren befand sich die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) in einer ganz ähnlichen Ausgangssituation wie heute. Als Folge des Ölpreisschocks war die Inflation auf historische Höchststände geklettert.

Die Fed erhöhte die Zinsen zunächst deutlich, doch dann folgte ein Zickzackkurs. Als die höheren Leitzinsen auf den Arbeitsmarkt durchschlugen, reagierten die Notenbanker mit Zinssenkungen. Deutlich zu früh, wie man heute weiß, denn die USA rutschten in eine Stagflation – also eine lähmende Mischung aus hoher Inflation und wirtschaftlicher Stagnation.

Die Wende kam erst mit Paul Volcker, der 1979 die Fed-Führung übernahm. Volcker musste die Zinsen auf mehr als 20 Prozent anheben, um die Inflation in den Griff zu bekommen – die Folge waren zwei tiefe Rezessionen. Die Vergangenheit muss sich nicht wiederholen. Aber sie ist ein mahnendes Beispiel. Spätestens, wenn Strategen Theorien aufstellen, warum heute alles anders ist als damals, und die Rally deshalb ungebremst weiterlaufen kann, gilt an den Märkten die höchste Alarmstufe.

Michael Maisch ist Leiter des Finanzressorts. Sie erreichen ihn unter: maisch@handelsblatt.com

Publio Custermonts

DOW	38.726.33	0.13%	▲
S&P 500	4.997.91	0.06%	▲
NASDAQ	15.793.71	0.24%	▲



Fear & Greed Index

What emotion is driving the market now?
[Learn more about the index](#)



Die Märkte träumen vom Goldlöckchen

Frankfurt und New York feiern Börsenrekorde. Alle Warnzeichen werden ignoriert. Eine heikle Börsenphase.

Von Daniel Mohr und Hanno Mußler, Frankfurt

Die Vorfreude gilt bekanntlich als die schönste Freude. So ist es auch an der Börse. Da können führende Notenbanker noch so sehr vor übertriebenen Zinssenkungsphantasien warnen. An den Märkten perft das ab. Am Wochenende starteten Bundesbankpräsident Joachim Nagel im Interview der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung und Fed-Präsident Jerome Powell im Interview mit dem amerikanischen Fernsehsender CBS einen neuen Versuch, die Erwartungen einzufangen. Nagel sagte: „Noch sind die Preisaussichten aus meiner Sicht nicht eindeutig genug. Deshalb ist es für Zinssenkungen jetzt zu früh.“ In der Medizin wie in der Geldpolitik sei es wichtig, den Patienten genau im Auge zu behalten. „Die Dosis darf nicht zu früh reduziert und das Erreichte nicht aufs Spiel gesetzt werden“, sagte Nagel. Powell sagte: „Der Job ist noch nicht erledigt.“ Es sei am klügsten, sich mit dem Zinsschritt noch etwas Zeit zu lassen. „Die Daten müssen einen nachhaltigen Rückgang der Inflation auf den Zielwert von zwei Prozent bestätigen“, sagte der Präsident der amerikanischen Notenbank.

An den Zinserwartungen an den Märkten hat sich dadurch am Montag nichts geändert. Rund fünf Zinssenkungen werden weiterhin für die nächsten zwölf Monate diesseits und jenseits des Atlantiks erwartet. Ob es nun im März oder doch erst im Juni losgeht, ist den Märkten egal. Stichwort Vorfreude. Wichtiger ist es, dass sich an der generellen Grunderwartung nichts ändert. Und hier nehmen die Börsen seit Oktober eine sehr optimistische Position ein. Sie setzen auf das berühmte Goldlöckchen-Szenario, angelehnt an eine englische Erzählung aus dem 19. Jahrhundert, wonach der mo-

derate Mittelweg als Ideal gilt. Für die Bären im Märchen soll der Brei nicht zu heiß und nicht zu kalt sein und der Stuhl nicht zu hart und nicht zu weich.

Und genau auf ein solches Szenario spekulieren die Anleger in der aktuellen Hausse an den Märkten, die den Dax am Freitag auf rekordhohe 17.004 Punkte hievte und auch der Wall Street derzeit fast täglich neue Höchststände beschert. Erwartet wird ein Rückgang der Inflation auf ein moderates Niveau, das den Notenbanken einige Zinssenkungen erlaubt, ebenfalls auf ein angenehmes Niveau, während sich das Wirtschaftswachstum gerade so belebt, dass es den Unternehmen steigende Gewinne und Umsätze beschert, ohne gleich wieder neue Inflationsängste heraufzubeschwören.

Ein solches Szenario kommt seitens der Anleger meist nur von kurzer Dauer. Alle

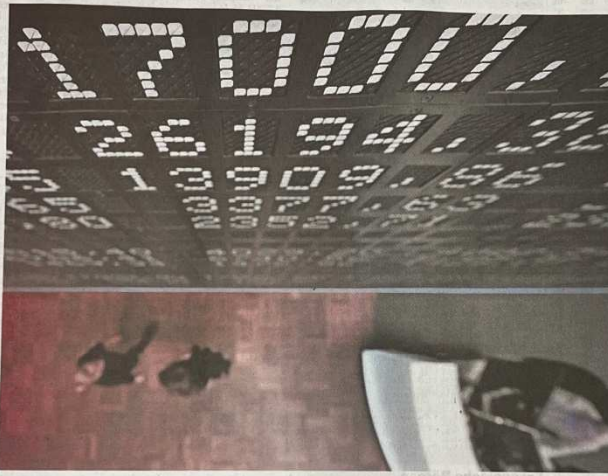
möglichen denkbaren Risiken können einen Strich durch die Rechnung machen, ganz zu schweigen von den besonders fließenden Ereignissen, die niemand auf der Rechnung hat.

Derzeit werden viele Warnsignale schlicht ignoriert. Am Freitag fiel der Januar-Arbeitsmarktbericht aus Amerika derart positiv aus, dass schon sehr viel Autosuggestion dazugehörte, ihn nicht als ein klares Zeichen dafür zu sehen, dass die amerikanische Wirtschaft sich auch dieses Jahr stärker als gedacht entwickeln könnte – mit höheren Löhnen, die dann höhere Preise hervorrufen und letztlich die Fed zu weniger oder gar keinen Zinssenkungen veranlassen.

Auch das letzte vergangene Krisenjahr der US-Regionalbanken wird bisher ignoriert. Die New York Community Bank, die im Frühjahr 2023 die strauchelnde

Signature Bank aufgenommen hatte, musste für das vierte Quartal 2023 einen Verlust von 252 Millionen Dollar melden und die Dividende um 70 Prozent kürzen. Die Anleger schickten die Aktie zwei Tage lang mit einem Kursverlust von 45 Prozent auf Talfahrt. Neben Kreditausfällen auf dem US-Gewerbeimmobilienmarkt machen der New York Community Bank die höheren Einlagenzinsen zu schaffen, die sie Sparern bieten muss, damit diese ihr Geld nicht abziehen.

Nach dem kräftigsten und schnellsten Zinsanstieg in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte stechen zudem viele Risiken auf dem Immobilienmarkt ins Auge. Vielen Projektentwicklern geht angesichts der durch die Inflation gestiegenen Baukosten und der erhöhten Zinskosten schlecht das Geld aus. Die Signa-Gruppe von René Benke ist dafür nur ein promi-



Rekordkurs trotz Ungewissheiten: Der Dax ist zuletzt über 17.000 Punkte gestiegen.

Foto: dpa

nenes Beispiel – die Kreditausfälle bei den Banken nehmen gerade im Immobiliengeschäft zu. Hinzu kommt die zögerliche Haltung vieler Angestellter, nach der Covid-Pandemie in die Büros zurückzukehren. Nach Daten von Moody's Analytics standen in den USA im vierten Quartal 2023 so viele Büros leer wie noch nie, die landesweite Leerstandsquote wird mit 19,6 Prozent angegeben. In China muss gerade mit Evergrande einer der größten Immobilienkonzerne abgewickelt werden. Aus deutschen offenen Immobilienfonds wird seit Monaten Geld abgezogen – noch nicht auf besorgniserregendem Niveau, aber mit deutlich steigender Tendenz.

Bisher werden die Warnzeichen an den Märkten nicht ernst genommen und als beherrschbar zu den Akten gelegt. Die Analysen aus den Banken befassen sich daher eher mit dem Thema, wer die größten Gewinner der Zinswende sind: nicht die der erfolgten Zinswende, sondern der nun erwarteten Senkungsrunden. Die Fachleute des britischen Vermögensverwalters Schroders haben alle 22 Zinssenkungsphasen seit 1928 untersucht: Im Schnitt gab es mit Aktien 11 Prozent Rendite oberhalb der Inflation zu erzielen und gut 5 Prozent mehr als mit Anleihen. Der Vermögensverwalter HQ Trust aus Bad Honburg hat in einer Sektoranalyse für die jüngsten 13 Zinssenkungsphasen festgestellt, dass defensive Sektoren wie Gesundheit, Nahrungsmittel und Körperpflege besonders gut abschnitten. Rohstoffe und Energie waren indes die Verlierer. Und auch Technologieaktien schnitten oft unterdurchschnittlich ab.

Die sind bislang noch Treiber der aktuellen Aufwärtsbewegung. Meta will erstmalig Dividende zahlen, auch Amazon schwimmt in Unmengen Geld. Anleger, die auf Bewertungen schauen, schütteln schon lange mit dem Kopf. Doch es überwiegt an den Märkten ganz eindeutig Wachstumseuphorie, die allein schon durch die beiden Buchstaben KI ausgelöst wird.

„Für langfristige Investoren bleibt der US-Aktienmarkt aufgrund der großen Innovationskraft, der attraktiven Eigenkapitalrenditen und der hohen Wachstumschancen ein guter Ort, Kapital anzulegen – unabhängig davon, wer die Wahlen im November 2024 gewinnt“, sagt Jan Viebig, Chiefvolkswirt der deutsch-französischen Bank Cofide B. Der Optimismus überwiegt bei all Themen an den Börsen. Das erhöht die Fallhöhe und die Risiken.

Die deutsche Industrie hat im Dezember überraschend den stärksten Auftragszuwachs seit rund dreieinhalb Jahren verbucht.

Liebe Anlegerin, lieber Anleger

Das Volatilitäts-Conundrum, und der Optionsmarkt wartet auf «Kurs hoch, Vola hoch».

Der Ausblick ist unsicher, doch am Aktienmarkt ist die Volatilität gering. Das ist ein Rätsel, ein Conundrum, wie schon 2017. Damals notierte der Volatilitätsindex Vix auf dem tiefsten Niveau seit 2007 – trotz Säbelrasseln Nordkoreas, zwiespältiger Signale von der US-Wirtschaftspolitik, ungelöster Probleme in der Eurozone und Sorgen um Chinas Schuldenberg. Das klingt ganz ähnlich wie heute, wo der Vix nicht viel höher steht als vor sieben Jahren.

Den ursprünglichen Begriff «Zins-Conundrum» prägte 2005 der damalige Chef der US-Notenbank, Alan Greenspan. Das Rätsel lautete, weshalb die langfristigen Marktzinsen einfach nicht steigen wollten, obwohl das Fed den Leitzins stetig hinaufsetzte. Beim Volatilitäts-Conundrum fragt sich, warum trotz Unsicherheit die Kursschwankungen der Aktien nicht zunehmen. Ein Grund liegt im Zusammenspiel der Aktien, ein zweiter im massenhaften Verkauf von Derivaten (vgl. Text links).

Eine dritte Ursache bedeute für die Gemeinschaft der Derivatspezialisten «schon fast eine existenzielle Bedrohung», wie Amy Wu Silverman vergangene Woche gegenüber Bloomberg scherzhaft sagte – sie ist Derivatspezialistin bei der Royal Bank of Canada. Man könne nicht mehr nur den Vix betrachten – das traditionelle Angstbarometer der Wallstreet. Er spiegelt die implizite (erwartete) Volatilität des S&P 500 auf Sicht von dreissig Tagen, abgeleitet aus den Marktpreisen von Call- und Put-Optionen. Doch mittlerweile entfällt die Hälfte des Handelsvolumens am Optionsmarkt auf Tagesoptionen: Diese ODTE-Optionen, ausgeschrieben Zero Days to Expiry, sind seit

der Coronapandemie der Renner. Sie verfallen noch am selben Tag und werden deshalb vom Vix mit seiner Sicht auf dreissig Tage nicht erfasst.

Zum Glück hat der Vix einen Cousin, den Eintagesvolatilitätsindex Vix1D. Dessen Daten reichen nicht bis 2017 zurück, sondern lediglich bis Frühling 2022. Seither notierte er im Durchschnitt 18 und am Freitag bloss 11. Somit signalisiert auch der Eintagesvolatilitätsindex derzeit keine Unsicherheit.

Wo aber steuert der Aktienmarkt hin? Er wirke wieder wie vergangenes Jahr, auch mit Blick auf die Dominanz der glorreichen sieben Aktien, sagte Silverman. Am Optionsmarkt hingegen sei die Stimmung viel weniger euphorisch als während der Phase, in der die Anlegerschaft den steigenden Nvidia-Aktien hinterherrante.

Zunehmender Optimismus am Optionsmarkt zeigt sich gemäss Silverman etwa im Muster «Kurs hoch, Vola hoch». Normalerweise gilt das nicht, sondern Aktienkurse und der Vix bewegen sich entgegengesetzt. Wenn der S&P 500 fällt, steigt der Vix, denn Anleger kaufen mehr Puts, um sich abzusichern, womit die erwartete Volatilität zunimmt. Wenn der S&P 500 steigt, werden weniger Optionen gekauft und der Vix fällt.

Seltener ist «Kurs hoch, Vola hoch». Mit steigendem S&P 500 kaufen optimistische Anleger mehr Call-Optionen, um beim Börsenaufschwung dabei zu sein, und damit steigt der Vix ebenfalls. Das war in der Nvidia-Rally der Fall, lässt nun aber auf sich warten.

Ihr Derivatikus

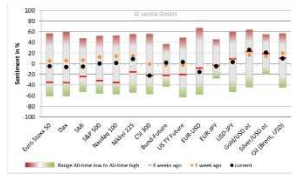


sentix Global Investor Survey Kommentierung der aktuellen Ergebnisse 05 / 2024

Anlegerverhalten auf einen Blick

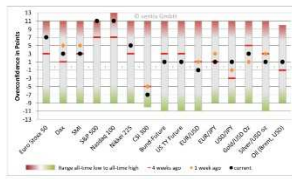
Sentiment-Überblick

Die Grafik zeigt das Sentiment für unterschiedliche Märkte und Assetklassen als Balkendiagramm. Der einzelne Balken dokumentiert die Bandbreite der historisch gemessenen Stimmungswerte (meist ab 2001). Starker Optimismus ist aufgrund der einhergehenden Risiken mit steigender Nachfrage Stimmungswerte sind umgekehrt grün markiert, da solche Stimmungsextrême aufkommende Chancen betonen. Dargestellt werden der aktuellen Umfragewert (schwarzer Punkt) und der Vorwertschwert (gelbe Raute). Der 4-Wochenvergleich ermöglicht eine mittelfristige Einordnung der Sentiment-Veränderung.



Overconfidence-Überblick

Der Chart gibt einen Überblick, an welchen Märkten zurecht starke Overconfidence herrscht. Dargestellt sind die wichtigsten Märkte und deren historische Schwankungsbreite in der Overconfidence. Die Bandbreite der Indemessung variiert zwischen -13 und +13 Punkten. Besondere Beachtung verdienen hierbei Extremwerte ab +7 Punkte: Ab diesem Niveau steigt die Selbstüberschätzung der Marktteilnehmer so stark an, dass heraus besondere Marktrollen / -chancen erwachsen. Sie können dem aktuellen Wert (schwarzer Punkt) mit den Vergleichswerten von vor einer und vier Wochen ablesen.



sentix Sentiment Highlights

- Aktien: Hochrisikolage bei US-Aktien
- Gold: Goldminen über die Maßen außer Mode
- FX: Euro-Bias kippt ab
- sentix Konjunkturindex: Montag, 05.02.2024, 10.30 MEZ

Youtube "Einblicke"

<https://www.youtube.com/@sentixfonds>

Aktuelle Signale aus dem sentix-Datenkranz

	DAX	ESX50	SMI	S&P 500	Nikkei	CSX300	Bunds	T-Bonds	EUR-USD	USD/JPY	Bitcoin	Rohöl	Gold	Silber
Sentiment				🔴	🔴									
Strategischer Bias														🟢
Zeitdifferenz-Index														
Overconfidence Index				🔴	🔴									
Neutrality Index	🟡	🟡												

* EUR-USD-Daten errechnet aus den Daten von EUR-USD und USD-JPY (Cross Currency Sentiment)
Hintergrundinfos zu den dargestellten Pfeilen siehe Seite 7

Chart der Woche

Erstaunlicherweise beflügelt das erneute Allzeit-Hoch im S&P 500 nicht die Stimmung der Anleger. Im Gegenteil, das Sentiment fällt sogar zurück. Damit liegt hier eine deutliche negative Sentimentdivergenz vor. Hinzu tritt die hohe Risikolage, wie sie im Overconfidence Index und im sentix Risikoradar angezeigt wird. US-Aktien sind damit ein „heisses Eisen“.



OSI INGLIN, WETTKAMPF-
ORGANISATION BEI SWISS SKI

«Viele TV-Zuschauer
sind heute schon
Senioren»

36

Geldanlage

Handelsblatt

DONNERSTAG, 14. DEZEMBER 2023, NR. 242

Geldwäscheverdacht

Warum eine Kontosperrung jeden treffen kann und Sie ein Zweitkonto brauchen

Immer öfter wird unbescholtenen Bankkunden das Konto gesperrt. Warum bestimmte Kontobewegungen einen Geldwäscheverdacht hervorrufen können und was Sie tun sollten.

”

Es ist oft
nicht die
Angst, sich
mit seiner
eigenen End-
lichkeit zu
beschäftigen,
als vielmehr
die Angst,
etwas nicht
geregelt zu
haben.

Hohe Nachlässe bei E-Autos

Aktuelle Rabatte zum Listenpreis
Angaben zu ausgewählten Modellen in Prozent

	Hersteller	Modell	Rabatt in %	Maximaler Rabatt in €
US	Tesla	Model Y	8,7 %	5.000
	Dacia	Spring Electric	44,0 %	10.000
Europa	Fiat	500	21,0 %	6.500
	Renault	Mégane E-Tech	15,2 %	7.200
	VW	ID.3	17,6 %	7.020
		ID.4	19,2 %	7.735
		ID.5	15,8 %	7.735
		ID.7	8,4 %	4.760
China	BYD	Atto 3	21,6 %	10.015
		Dolphin	16,7 %	6.000
		Seal	11,6 %	5.678
		Han	26,9 %	19.040
		Tang	22,0 %	15.708
		ETP3	24,4 %	9.000
	Great Wall Motors	Ora 03	30,8 %	12.000
	Polestar	Polestar 2	11,9 %	6.500
	Smart¹	smart #1	8,8 %	3.285
		smart #3	8,5 %	3.285
JP	Nissan	Leaf	25,4 %	9.103

Stand: 2. Februar 2024 • 1) Inhaber: Geely (51 %), Mercedes-Benz AG (49 %)
HANDELSBLATT • Quelle: ADAC



Der Umweltbonus hat kaschiert,
dass Elektroautos zu teuer sind
und dass das Portfolio zurzeit
doch ziemlich begrenzt ist.

Thomas Peckruhn
Skoda-Händler

*Nicht investiert zu bleiben,
ist ein weiterer, häufiger
Fehlentscheid.*

*«Ich glaube nicht, dass
es Menschen gut bekommt,
berühmt zu sein.»*

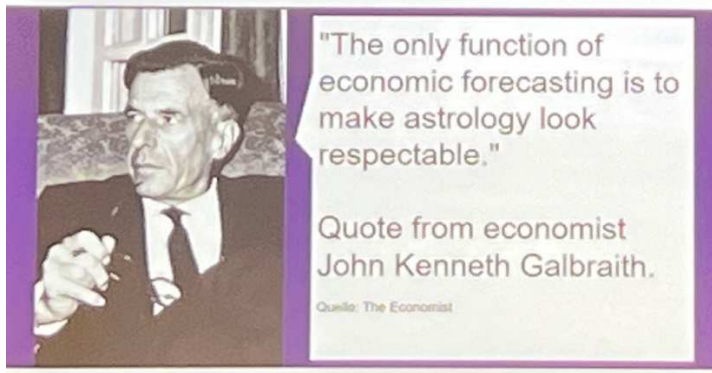
DONNA LEON

amerik.-schweiz. Schriftstellerin (geb. 1942)

*«Ich stelle fest, dass es
letztlich nichts Schöneres
gibt, als zu lesen.»*

JANE AUSTEN

brit. Schriftstellerin (1775–1817)



Die Menge geht nach dem Glück. (Friedrich Schiller)



ARP

- Name der Gesellschaft: **ARP Vermögensverwaltungs AG**
- Partnergesellschaft der Aquila AG seit: **2002**
- Anzahl Partner und Mitarbeiter: **5**
- Standort: **Zürich**
- USP: **«Viele sprechen von unabhängiger, individueller und erfolgsorientierter Vermögensverwaltung. Wir leben sie tagtäglich auf höchstem Niveau. Das seit 20 Jahren.»**
- Wir sind Aquila Partner, weil: **«wir auf den Branchenführer setzen und dessen Professionalität, Qualität und Kontinuität schätzen.»**

AQUILA
Partner.

Rudolf Roth
Geschäftsführer, Gründer und Mithaber




Presse und Statistik / Rudolf Roth, Zürich, 9. Februar 2024

ARP Vermögensverwaltungs AG
 Integrale Vermögensverwaltung
 CEO / Geschäftsführer
 Bahnhofstrasse 43 / am Paradeplatz
 CH-8001 Zürich

Telefon: +41 44 213 65 75
 Fax: +41 44 213 65 70
 Mobile: +41 79 395 99 00
 rudolf.roth@arp-vvag.ch
 www.arp-vvag.ch

ARP - Ihr unabhängiger Vermögensverwalter seit 2002 - FINMA lizenziert



Please don't print this e-mail unless you really need to.

NOTICE

This e-mail message is intended for the above-named recipient(s) only. It may contain confidential and/or privileged information. If you are not the intended recipient, you are hereby notified that any dissemination, distribution or copying of this e-mail and any attachment(s) is strictly prohibited. If you have received this e-mail in error, please immediately notify the sender by replying to this e-mail and delete the message and any attachment(s) from your system. Thank you