

HORIZONTE

SOMMER 2022

Prof. Dr. Aymo Brunetti,
Direktor des Volkswirtschaftlichen
Instituts der Universität Bern

Die Zukunft der Zinspolitik

**«Läutet die Zeitenwende
eine Zinswende ein?»**



Mein bisheriges Arbeitsleben in der Finanzwirtschaft war geprägt von der Globalisierung, von Überfluss und damit einhergehend von strukturell sinkenden Zinsen. Natürlich gab es Phasen wie in den Jahren 2004 bis 2007 oder in den USA auch 2016 bis 2019, in welchen die Notenbanken die Zinsen erhöht haben; allerdings nur, um danach wieder auf den langfristigen Zinssenkungspfad einzuschwenken. Inflation wurde als tot angesehen, Verschuldung gab es kostenfrei – sowohl für Private als auch für den Staat. Die Begehrlichkeiten stiegen ins Unermessliche.

«Zeitenwende» ist ein grosser Begriff. Doch mit der Rückkehr von Knappheit und Inflation kann man von einer Zeitenwende reden. In jüngster Zeit haben wir gelernt, dass Globalisierung und wirtschaftliche Integration uns nicht vor geopolitischen Spannungen und Krieg schützen. Die Corona-Pandemie hat gezeigt, dass Länder in Krisenphasen auf sich selbst gestellt sind. Die Renationalisierung von Lieferketten und das Streben nach einer grösseren Versorgungssicherheit in strategisch bedeutenden Bereichen wie der Energieversorgung sind die Konsequenz. Das führt dazu, dass Produktion und Dienstleistungen nicht mehr zwingend dorthin ausgelagert werden, wo es am günstigsten ist.

Knappheit, Inflation und die Notenbankpolitik zur Begrenzung der Inflation feiern damit ihre Auferstehung. Und was bedeutet das für die Aktienmärkte? Das Umfeld wird anspruchsvoller. Werthaltigkeit, Qualität und Preissetzungsmacht rücken wieder in den Vordergrund. Aber auch in diesem Umfeld bleiben Aktien – als Sachwerte – langfristig die attraktivste Anlageklasse.

Martina Müller-Kamp

Martina Müller-Kamp

Leiterin Geschäftseinheit Marktleistungen
Mitglied der Geschäftsleitung



6

«Das Risiko für eine schockartige Korrektur steigt»

Was bedeutet die Zinswende für unsere Zukunft? Im Gespräch erzählt der Ökonom und Professor für Volkswirtschaftslehre Aymo Brunetti, welche Rolle den Zentralbanken und ihrer Geldpolitik zukommt und wo er die Auslöser der Inflation verortet.

Kämpfende Zentralbanken

Eine zu hohe Inflation schadet der Kaufkraft und dämpft mittelfristig den Konsum und Investitionen. Die Zentralbanken sind zum Handeln gezwungen, um die hohen Inflationsraten zu bekämpfen.



11



20

Netto null bis 2050

Der Kanton Graubünden und die GKB fördern durch energetische Sanierungen die Energieeffizienz von Gebäuden. Mit dem Green Deal wird die Umwelt geschont, zusätzlich profitieren Kundinnen und Kunden von reduzierten Unterhaltskosten.



- Im Fokus
- 6 «Negativzinsen gehören wohl bald der Vergangenheit an»
- GKB Blickpunkt
- 11 Die Zentralbanken im Hintertreffen
- GKB Anlagephilosophie
- 12 Anlagemöglichkeiten im Umfeld steigender Zinsen
- Nachhaltigkeit im Anlagegeschäft
- 14 Anlageentscheidungen müssen Klimarisiken berücksichtigen
- GKB Anlagepolitik
- 16 An Strategie festhalten – gerade in unsicherem Umfeld
- GKB Anlagelösungen
- 19 Obligationenmarkt bietet wieder Chancen
- Ihre GKB
- 20 Green Deal: Nachhaltig sanieren und profitieren

«Negativzinsen gehören wohl bald der Vergangenheit an»

Interview: Jeannine Mülbrecht Fotos: Ethan Oelman

Die Zeit von Null- und Negativzinsen geht zu Ende: Nach einer anhaltend hohen Teuerung erzeugte auch der Ukraine-Krieg Druck auf die Währungshüter. So hat die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) im März den Leitzins erstmals seit 2018 erhöht. Doch was bedeutet die Zinswende für die Zukunft? Im Gespräch mit Adrian Schneider, Leiter des GKB Investment Center, diskutiert Prof. Dr. Aymo Brunetti, Ökonom und Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern, die Aufgaben und die Rolle der Notenbanken, ihre Geldpolitik und die Auslöser und Auswirkungen der Inflation.

Spätestens seit der Eurokrise steht die expansive Geldpolitik der Zentralbanken in der Kritik – zu Recht, findet Aymo Brunetti: «Aufgrund von Deflationsängsten haben die Zentralbanken die expansive Geldpolitik nach der Eurokrise 2013/14 beibehalten – meines Erachtens waren die deflationären Risiken aber völlig überzeichnet.» Zu den jahrelang tiefen Zinsen und dem Liquiditätsüberhang kam die Covid-Krise, welche die expansive Geldpolitik weiter anheizte. «Die Zentralbanken hinken mit den Zinserhöhungen hinterher; vor allem auch darauf ist die ausser Kontrolle geratene Inflation zurückzuführen», so Brunetti. Dass die Infla-

Steckbrief Prof. Dr. Aymo Brunetti

Funktion: Professor am Departement Volkswirtschaftslehre und Direktor des Volkswirtschaftlichen Instituts der Universität Bern

Jahrgang: 1963

Familie: Zwei Kinder

Ausbildung: Studium, Doktorat und Habilitation in Nationalökonomie an der Universität Basel. Visiting Scholarship am Department of Economics der Harvard University.



«Eine Deflation gab es nie.»

Prof. Dr. Aymo Brunetti, Direktor des
Volkswirtschaftlichen Instituts der Universität Bern



tion so lange auf sich warten liess, liegt daran, dass das überschüssige Geld bisher nicht in die Realwirtschaft gelangte. Banken behielten Überschussliquidität seit der Finanzkrise in ihren Bilanzen und investierten es an den Finanzmärkten. «Zwar kam es so zu keiner Konsumentenpreis-inflation, doch die Preissteigerung in praktisch allen Anlageklassen war deutlich stärker, als durch die Wirtschaftslage gerechtfertigt», so der Ökonom. Und weiter: «Die Zentralbanken haben keine Ziele für die Anlagepreis-inflation, entsprechend schien es nie Handlungsbedarf zu geben.» Schneider wirft ein, dass in diesem Jahr der lange ausgebliebene Inflationsprozess deutlich in Gang kam. Nun dürften die historisch hohen Bewertungen in unterschiedlichen Anlageklassen wie zum Beispiel Immobilien oder Aktien auf die Probe gestellt werden. «Die Chance auf eine schrittweise Normalisierung der Anlagepreise wird immer kleiner, je länger die Zentralbanken mit der Zinserhöhung zuwarten», kommentiert Brunetti.

Von Deflation zu Inflation – Megatrends als strukturelle Treiber

Bisher galten strukturelle Treiber wie die Digitalisierung, die demografische Entwicklung oder die fortschreitende Globalisierung als Deflationstreiber, weshalb Inflationsängste häufig als übertrieben dargestellt wurden. Hier ist laut Brunetti Vorsicht geboten: «Die bisher preisdämpfenden Kräfte der letzten 10 bis 15 Jahre fangen nun an, inflationär zu wirken.» Beispielsweise befanden sich die Babyboomer in der Vergangenheit im Arbeitsprozess und haben für ihre Pension gespart – ein klarer Sparüberhang in einer grossen Altersgruppe. Die Babyboomer werden nun nach und nach pensioniert und geben ihr Ersparnis aus, womit die demografische Entwicklung strukturell zur Inflation beiträgt. Bei der Globalisierung sieht es ähnlich aus: Die Integration von China und Indien in die Weltmärkte führte aufgrund der zusätzlichen Güter zu einer Preisreduktion und damit zu Deflationsdruck. Durch die Pandemie und zuletzt den Ukraine-Konflikt kommt es nun zu Tendenzen der Renationalisierung und De-globalisierung – Bewegungen, die inflationär wirken.

Schuldenproblem gelöst?

Inflation birgt immer eine Umverteilung – Sparerinnen verlieren real Geld und Schuldner, zum Beispiel der Staat, sind die Profiteure. Schneider spricht den Eindruck vieler Sparerinnen und Sparer an, dass Staatsschulden so «weginflationiert» werden können. Laut Brunetti ein zu kurzfristiges Argument: «Früher oder später müssen Schulden refinanziert werden. Das wird bei Zinserhöhungen problematisch.» Ausserdem, so Brunetti, sind Regierungen nicht nur Finanzministerien, sondern eben auch Wirtschaftsministerien – und für das Allgemeinwohl zuständig. Selbst wenn Inflation die Schuldenlast kurzfristig erleichtert, bedeutet Inflation eine Verschlechterung der Situation der Gesamtbevölkerung und eine problematische Umverteilung. «Eine Inflation wirkt ab einem bestimmten Niveau selbstverstärkend und ihre Bekämpfung führt dann zu einer scharfen Rezession. Dieses Risiko will jede Regierung vermeiden», fasst Brunetti zusammen.

Trotz aller Kritik an der ultraexpansiven Geldpolitik bewertet Brunetti die massiven fiskalpolitischen Programme während Corona als gerechtfertigt: «Bei einem weitestgehend exogenen Schock wie der Covid-Pandemie ist es angebracht, extreme Auswirkungen wie den Zusammenbruch gesunder Firmen aktiv zu verhindern.» Leider hatten nicht alle Länder den makroökonomischen Spielraum, den die Schweiz genoss. Hinzu kommt, dass insbesondere die USA zusätzlich zu den Pandemiemassnahmen weitere Fiskalpakete auferlegte,

um anderweitige Probleme zu lösen. «Die Erhöhung der US-Staatsausgaben, kombiniert mit einer boomenden Wirtschaft und zunehmender Knappheit auf den Arbeitsmärkten, ist eine stark inflationstreibende Mischung», so Brunetti. Ökonomen und Ökonomen sind sich einig: Diese Programme torpedieren die Bemühungen der Zentralbanken, gegen die Inflation zu kämpfen.

Die (Un-)Abhängigkeit der SNB

Neben der US-amerikanischen Geldpolitik hat auch die Europäische Zentralbank (EZB) einen starken Einfluss auf die Inflation in der Schweiz. «Der Wechselkurs CHF – EUR ist zentral», so Brunetti, «und eine starke Auf- oder Abwertung kann das Ziel der Preisstabilität gefährden.» Obwohl die Schweizerische Nationalbank (SNB) grundsätzlich von der EZB unabhängig ist, ist sie gezwungen, zur Vermeidung von Kursschocks zu intervenieren. Schneider interessiert Brunettis Meinung zum «Problem» der Überbewertung des Schweizer Frankens. Diesem würde Brunetti aktuell mit einer gewissen Lockerheit begegnen: «Die magische Grenze von CHF 1.20 entspricht nicht mehr den aktuellen Inflationsdifferenzen – das wäre heute eine deutliche Unterbewertung des Schweizer Frankens.» Viel angebrachter ist laut Brunetti mindestens eine Parität von Schweizer Franken und Euro, auch weil das hilft, den Inflationsdruck zu reduzieren. Nichtsdestotrotz hat die SNB einen starken Sprung des Wechselkurses zu vermeiden – und ist damit in gewisser Weise an die EZB gebunden.

Trotz der Frankenstärke sollte die SNB laut Brunetti keinesfalls am Kapitalmarkt als Staatsfonds aktiv werden: «Ziel der SNB ist das Betreiben von Geldpolitik, nicht das Geldverdienen mit ihren Anlagen.» Mit den hohen Bilanzwerten der SNB wie eine Geschäftsbank Renditen zu erwirtschaften, kann dem Ziel der Währungsstabilität entgegenwirken. Noch gefährlicher ist laut Brunetti aber die Politisierung der SNB: «Die SNB hat mit der restriktiven Geldpolitik, Zinserhöhungen und dem Abbau ihrer Bilanz einige Herausforderungen zu stemmen. Zusätzlich die AHV zu finanzieren und Fondsrenditen zu generieren, das passt nicht unter einen Hut.» Neben dem Hauptziel der Geldpolitik entstehen natürlich Gewinne – allerdings als Nebeneffekt. Diese werden dem Bund und den Kantonen ausgezahlt. «Das soll auch so bleiben», meint Brunetti. ■





Steckbrief Adrian Schneider

Funktion: Leiter Investment Center,
Graubündner Kantonalbank
Jahrgang: 1985
Familie: Verheiratet, zwei Kinder

Ausbildung: Berufslehre als Informatiker,
im Anschluss Studium der
Wirtschaftswissenschaften mit
Abschluss als Master in Banking
and Financial Management an
der Universität Liechtenstein.
Weiterführende Ausbildungen als
Chartered Financial Analyst (CFA),
Financial Risk Manager (FRM)
und Chartered Alternative
Investment Analyst (CAIA).

Was bedeutet die Zinswende für Anlegerinnen und Anleger?

Drei Fragen an Adrian Schneider,
Leiter des GKB Investment Center

Die Inflation ist hoch, die Realzinsen sind negativ: Die Sparer verlieren Geld. Was empfiehlt die GKB ihren Kundinnen und Kunden in einem solchen Umfeld?

Wir empfehlen unseren Kundinnen und Kunden schon seit längerem, Sachwerte wie Gold, Immobilien und Aktien in die Anlagestrategie zu integrieren. Diese bieten Schutz vor erhöhter Inflation und sichern die Kaufkraft.

Aufgrund der restriktiveren Geldpolitik kann eine Rezession in den kommenden Monaten nicht mehr ausgeschlossen werden. Macht es Sinn, weiterhin in Aktien zu investieren, wenn die Wirtschaft schrumpft?

Ja, es macht Sinn, weiterhin in Aktien zu investieren. Zum einen, weil der richtige Ein- und Ausstiegszeitpunkt in der Praxis schwierig zu finden ist, und zum anderen, weil sich die Wirtschaft und damit auch die Aktienanlagen erholen werden. Dies war immer so und wird auch dieses Mal so sein. Wir empfehlen jedoch in einem solchen Umfeld die aktive Selektion umso mehr. Auch in dieser Phase des Wirtschaftszyklus gibt es Gewinner und Verlierer.

Die Zinsen steigen, das sind doch gute Nachrichten für Sparerinnen und konservative Anleger. Ist es bald wieder sinnvoll, mehr Anleihen in den Portfolios zu haben?

Kurzfristig wird dies zu tieferen Marktbewertungen von Anleihen führen. Die höheren Zinsen machen Anleihen aber wieder vermehrt als echte Ergänzung interessant. Zu beachten ist jedoch, dass die Risikoaufschläge und Zinsen im historischen Vergleich nach wie vor tief sind. ■

Facts and Figures

Erstmals seit 2018 erhöhte die US-Notenbank im März den Leitzins. Damit wurde die Zinswende eingeläutet. Den Zentralbanken kommen dabei als «Währungshüter» wichtige Funktionen zu, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

1980er

Damals war die Geldentwertung in Europa laut Rückrechnungen von Ökonomen zuletzt so hoch wie dieses Jahr.



1907

hat die Schweizerische Nationalbank ihre Geschäftstätigkeit aufgenommen und die Wirtschaftspolitik der Schweiz seither massgeblich geprägt.



Das Kofferwort «**Stagflation**»

(aus «Stagnation» und «Inflation» gebildet) wurde in den 1970er-Jahren während der Ölkrise geschaffen.



Die US-Notenbank Federal Reserve hat **drei** erklärte Ziele:

- ✓ Kontrolle des Inflationsdrucks
- ✓ Förderung der Erwerbstätigkeit
- ✓ Unterstützung des Wirtschaftswachstums

Von Hyperinflation wird ab einer jährlichen Inflationsrate von **13'000%** gesprochen – das sind 50% monatlich.



Im Jahr 1910

wurde die SNB zur alleinigen Inhaberin des Notenausgaberechtes in der Schweiz.



Preisstabilität

Deren Gewährleistung ist die wichtigste Aufgabe der Europäischen Zentralbank.



2-3%



Die Zentralbanken der meisten Länder haben die Aufgabe, die Zielinflationsrate auf diesem Niveau zu halten.

Die Zentralbanken im Hintertreffen

«Die hohen Inflationsraten stellen Notenbanken vor eine grosse Herausforderung.»



Adrian Schneider
Leiter Investment Center

Jahrelang kämpften die wichtigsten Zentralbanken gegen Deflationstendenzen und sinkende Wachstumsraten. Die massiven geldpolitischen Massnahmen wurden mit der zu tiefen Inflation gerechtfertigt. Das Beispiel von Japan zeigt, wie ein erfolgloser Kampf gegen die Deflation aussehen kann und welches die Konsequenzen sind. In einem deflationären Umfeld stockt der Konsum, die Schulden steigen real an und Unternehmen machen aufgrund tieferer Preise weniger Profit. In der Folge schrumpft die Wirtschaftsleistung. Das Ziel der Geldpolitik war somit gerechtfertigt.

Im Nachgang zur Corona-Krise ist die Inflation da, und zwar deutlich höher, als von der Zentralbank erwartet. Das ist ein Problem, denn eine zu hohe Inflation schadet der Kaufkraft und dämpft mittelfristig den Konsum und Investitionen. Die Zentralbanken sind jetzt zum Handeln gezwungen.

Doch können die Zentralbanken die hohen Inflationsraten überhaupt bekämpfen? Anfangs wurde die Inflation durch Angebotsengpässe, welche bis heute andauern, und steigende Energiepreise angetrieben. Mittlerweile sehen wir eine breit abgestützte Inflationsentwicklung. Die Zentralbanken werden durch eine Anpassung der Geldpolitik versuchen, die Wirtschaft abzukühlen, um eine Entspannung der Lieferengpässe und der Wirtschaft zu bewirken. Aktuell werden die Energiepreise jedoch durch exogene Ereignisse gesteuert – der Effekt einer Anpassung der Geldpolitik ist deshalb mittelfristig ungewiss. Bleiben die Energiepreise auf aktuellen Niveaus, dürfte die rasche Anpassung der Geldpolitik ihr Ziel jedoch nicht verfehlen und die Inflation in den kommenden Monaten niedriger notieren lassen. ■

Anlagemöglichkeiten im Umfeld steigender Zinsen



Die Notenbanken haben (endlich) mit der Erhöhung der Zinsen begonnen. Zudem haben sie auch damit begonnen, die seit der Finanzkrise durch Käufe von Anleihen stark gestiegenen Notenbankbilanzen zu reduzieren. Welche Auswirkungen auf die Finanzmärkte sind aufgrund dieser restriktiveren Geldpolitik zu erwarten?

Daniel Lüchinger
Leiter Investment Solutions

Wenn die Bilanzreduktion – wie erwartet – kontrolliert voranschreitet, ist der Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung und damit wohl auch auf die Finanzmärkte gering. Wir gehen davon aus, dass die Rückführung der Bilanzsumme im Umfang geringer ausfallen wird als die Erhöhung. Die Marktliquidität ist zudem nur wenig tangiert, da keine abrupte Veränderung von Angebot und Nachfrage bei der Liquidität zu beobachten ist.

Bei der Zinsentwicklung ist vor allem entscheidend, wie hoch die Zinsen im aktuellen Zinserhöhungszyklus ansteigen werden. Dies ist hauptsächlich davon abhängig, wie stark sich die Notenbanken auf die Inflationsbekämpfung als Ziel fokussieren. Es ist wahrscheinlich, dass der Höhepunkt im aktuellen Zinserhöhungszyklus tiefer ausfallen wird als in vergangenen Phasen. Wir sehen aber, dass vor allem die US-Notenbank Fed die Zinsen schnell erhöhen wird. Sollte die zyklische Inflation nicht wie erwartet zurückgehen, müssten die Leitzinsen auf Kosten des Wirtschaftswachstums sogar stärker angehoben werden.

Anlageklassen im Umfeld steigender Zinsen

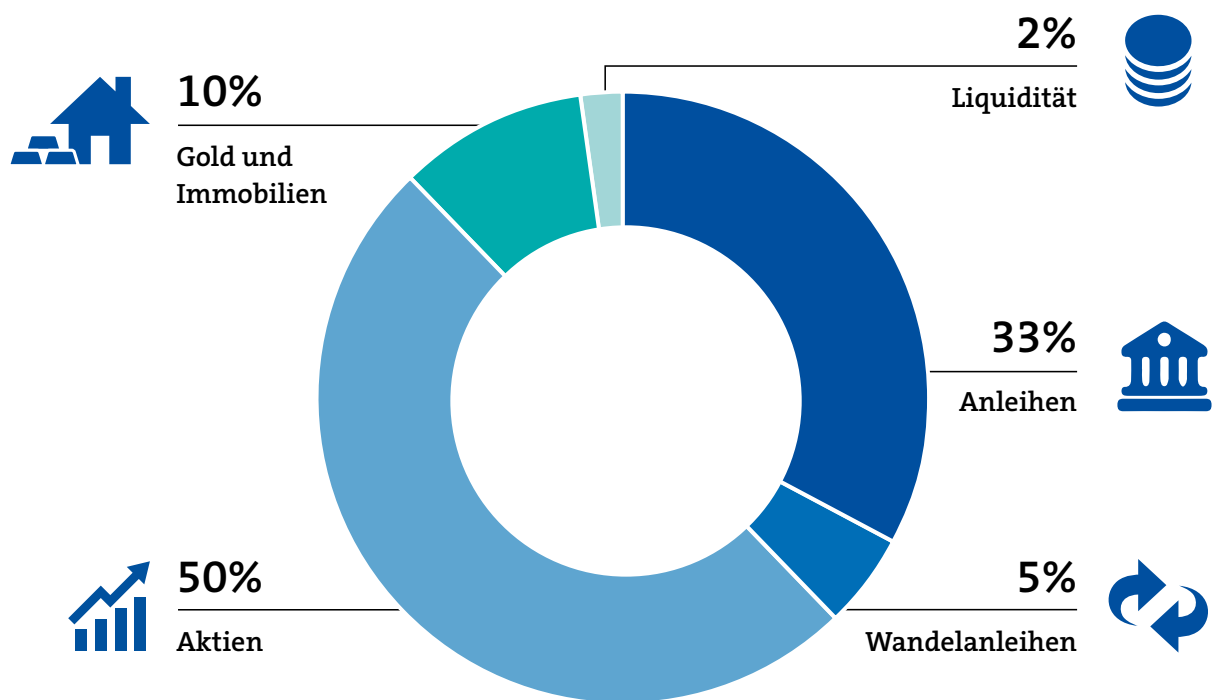
Auch wenn die Notenbanken erst am Anfang des Zinserhöhungszyklus stehen, versuchen die Finanzmärkte bereits das Ende zu antizipieren. Für Obligationen hat dies zur Folge, dass die Zinsen für alle Laufzeiten be-

reits deutlich angestiegen und mit ihnen die Kurse für Anleihen deutlich gesunken sind. So wird für Anfang 2023 in den USA bereits mit einem Leitzins von mehr als 3% gerechnet. Der Markt nimmt also einiges vorweg, und der Grossteil der Korrektur bei Obligationen liegt bereits hinter uns. Obligationen sind damit so attraktiv wie lange nicht mehr.

Auch die Aktienmärkte leiden unter steigenden Zinsen. Dies aus einem einfachen Grund: Die steigenden Zinsen führen dazu, dass die Bewertung von Aktien sinkt. Dies trifft Wachstumstitel in besonderem Ausmass, da diese den Grossteil ihrer Gewinne in der Zukunft erwirtschaften. Normalerweise – also immer, wenn eine länger anhaltende Rezession vermieden werden kann – entwickeln sich Aktien längerfristig aber auch bei höheren und steigenden Zinsen gut. Allerdings ist die Kursentwicklung in dieser Phase keine Einbahnstrasse, sondern immer auch von grösseren Rücksetzern begleitet.

Für Realwerte wie Gold und Immobilien ist die Entwicklung der Zinsen ebenfalls von entscheidender Bedeutung. Weiter steigende Zinsen werden die Preisentwicklung von Gold und Immobilien unter Druck setzen. Wir schätzen jedoch die guten Diversifikationseigenschaften, welche Gold und Immobilien im Portfoliokontext aufweisen. So hat Gold auch im laufenden Jahr einmal mehr seine Funktion als sicherer Hafen bewiesen.

Strategische Bausteine eines ausgewogenen Portfolios



Vor allem was die Reduktion der Bilanz betrifft, betreten die Notenbanken geldpolitisches Neuland. Damit kann auch die Reaktion der Finanzmärkte nur schwer vorhergesagt werden. Wir gehen aber davon aus, dass die Notenbanken sie genau beobachten und ihren Kurs immer überprüfen und entsprechend gestalten werden.

Wir erwarten, dass sich die Inflation gegen Ende Jahr abschwächen wird. Das globale Wirtschaftswachstum wird sich 2022/23 zwar verlangsamen, bleibt aber positiv. Auch weil die Wachstumstreiber, wie die starke Beschäftigung und die hohen Ersparnisse der Konsumenten, weiterhin intakt sind und die Wirtschaft stützen. Damit sind die Risiken zwar angestiegen, eine tiefgehende Rezession kann aber verhindert werden.

Ausblick

Wie sollen sich Anlegerinnen und Anleger in diesem Zinserhöhungszyklus verhalten? Macht es Sinn, alles auf eine Karte zu setzen? Oder den Aktienmärkten den Rücken zu kehren? Wir empfehlen, Vermögen systematisch und breit diversifiziert anzulegen. Ein Portfolio, welches verschiedene Anlageklassen und -segmente abbildet, ist stabil aufgestellt und für verschiedene Marktphasen gut gerüstet. Aktien, Anleihen und andere Anlagen wie Immobilien oder Gold gehören auch in Zeiten der Zinswende ins Portfolio. ■

Anlageentscheidungen müssen Klimarisiken berücksichtigen

Autor: David Gartmann, Leiter Business Development & Responsible Investment Officer

Die globale Erderwärmung zu bremsen, ist die grösste Herausforderung dieses Jahrhunderts. Industrie, Mobilität und unsere Ernährungsweise stehen vor gewaltigen Umbrüchen. Als Konsequenz der Pariser Klimaziele sollten auch Anlegerinnen und Anleger ihre Geldanlagen klimaverträglich ausrichten.

Im Klimaabkommen von Paris wurde 2015 festgelegt, dass die Staaten den globalen Temperaturanstieg auf deutlich unter zwei, wenn möglich aber unter 1.5 Grad begrenzen wollen. Dies kann nur durch die Senkung von Treibhausgasemissionen in Verbindung mit dem Energieverbrauch erreicht werden, und zwar entweder durch eine Entscheidung zugunsten umweltfreundlicherer Energieträger und/oder durch Senkung des gesamten Verbrauchs mittels Energieeinsparungen und höherer Energieeffizienz (beispielsweise bessere Wärmedämmung von Häusern und Nutzung umweltfreundlicherer Verkehrsmittel).

Überschreiten des 1.5-Grad-Ziels zurzeit wahrscheinlich

Der sechste Bericht des Weltklimarats IPCC zeigt klar auf, dass das ambitionierte 1.5-Grad-Ziel mehr und mehr zu einer utopischen Herausforderung wird. Auch das 2-Grad-Ziel ist aus aktueller Perspektive durchaus ehrgeizig. Noch können wir die schlimmsten Folgen des Klimawandels mildern und uns seinen Herausforderungen stellen, wie der Bericht weiter zeigt. Doch in der Politik wird dem Thema nicht genug Bedeutung beigemessen.

In der Geschichte der Menschheit waren die Emissionen von Treibhausgasen noch nie so hoch wie heute. Insgesamt dürfen global nur noch 400 Milliarden Tonnen Kohlendioxid ausgestossen werden, um die Chance auf das 1.5-Grad-Ziel beim Klima zu wahren, rechnet der sechste Weltklimabericht vor. Diese Menge dürfte jedoch bereits in wenigen Jahren aufgebraucht sein. Das Mercator-Forschungsinstitut (MCC) hat anhand der Angaben des Weltklimaberichts eine rückwärts laufende Kohlenstoffuhr veröffentlicht: Bei gegenwärtiger Emissionsrate werden wir schon in etwas mehr als sieben Jahren die 1.5- und bereits in 25 Jahren die 2-Grad-Marke überschreiten. Viel Zeit bleibt also nicht mehr.

Integration von Klimarisiken in Anlageentscheide zählt sich aus

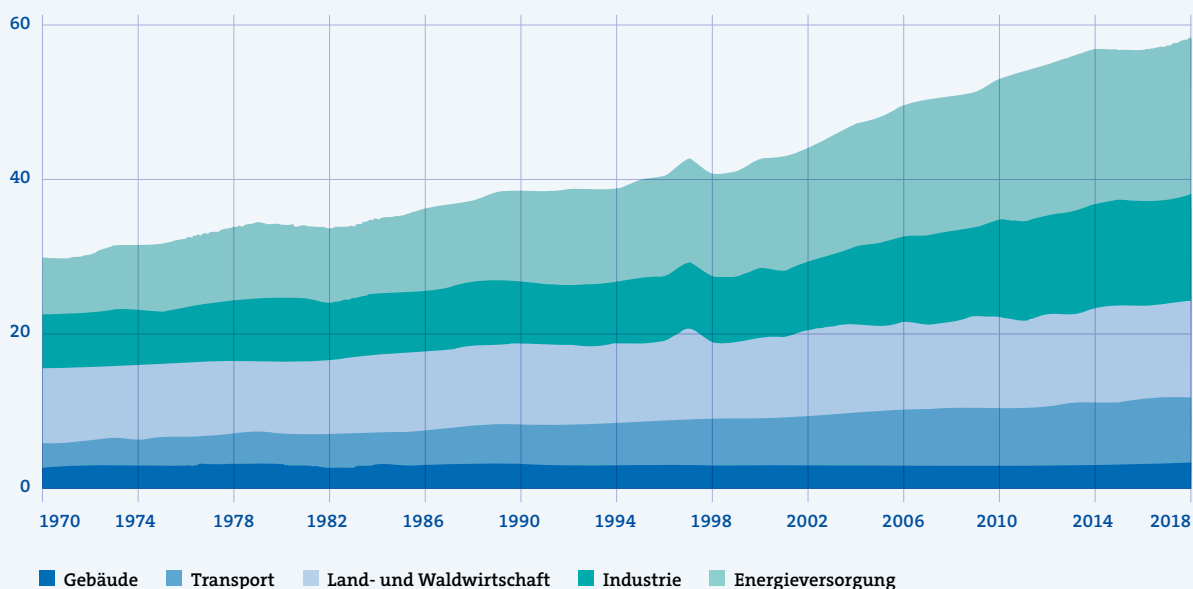
Der Klimawandel gewinnt für Anlegerinnen und Anleger laufend an Bedeutung bei Anlageentscheiden. Denn Investoren haben langfristige Perspektiven und sind an Risiken, die dieses Thema birgt, interessiert. Doch neue Technologien sowie Markt- und Geschäftsmodelle bieten auch grosse Chancen. Somit stellt sich die Frage, welche Ebenen Anlegerinnen und Anleger bezüglich Klimarisiken und -chancen beachten sollten.

Die CO₂-Uhr des MCC veranschaulicht, wie viel CO₂ in die Atmosphäre abgegeben werden darf, um die globale Erwärmung auf maximal 1,5 °C beziehungsweise 2 °C zu begrenzen.
www.mcc-berlin.net/forschung/co2-budget.html



Die Energieversorgung verursacht die meisten Emissionen

Globale Entwicklung von Treibhausgasemissionen nach Wirtschaftssektor, in Gigatonnen CO₂-Äquivalent



Quelle: Global Carbon Project; NZZ/svt.

Beginnen wir mit einer übergeordneten Betrachtung: Welche Makrotrends können die Preise von Vermögenswerten erheblich beeinflussen? Angesichts des Klimawandels könnte sich das Bevölkerungswachstum verlangsamen und die Produktivität abnehmen, folglich würde das Bruttoinlandsprodukt schrumpfen. Dies betrifft vor allem ärmere Länder, wo zugleich Finanzmittel fehlen, um sich an den Klimawandel anzupassen.

Auf der Ebene einzelner Unternehmen sind physikalische Gefahren und Übergangsrisiken massgebend. Erstere sind beispielsweise steigende Meeresspiegel, welche Industrieanlagen und -einrichtungen gefährden und die Nutzung von Transportwegen für Material und Angestellte einschränken oder verhindern können. Daher lohnt sich ein Blick auf die geografische Ausdehnung der Geschäftstätigkeit eines Emittenten, seiner Kunden, Standorte und Lieferketten. Übergangsrisiken sind Faktoren, die mit dem Übergang zu einer CO₂-neutralen Wirtschaft verbunden sind. Sie sind schwerer zu kontrollieren als physikalische Risiken und nicht min-

der unberechenbar. Beispielsweise können veränderte Regulierungsbestimmungen CO₂-Emissionen verteuern, während neu aufkommende Technologien die Wettbewerbsbedingungen verändern. Und wenn Regierungen beim Umweltschutz zu zögerlich vorgehen, könnten Anwälte mit Haftungsansprüchen und Gerichtsverfahren auf den Plan treten.

GKB stützt sich beim Messen und Steuern von Klimarisiken auf Modelle von MSCI ESG

Klassische ESG-Ratingagenturen wie MSCI ESG, S&P Trucost oder ISS ESG haben in der Vergangenheit anhand der Beurteilung von ESG-Risiken für Unternehmen entsprechende ESG-Ratings erstellt. Seit einiger Zeit können Vermögensverwalter zudem auf föderierte Klimaszenarien und -modelle zurückgreifen. Die Analysten der Graubündner Kantonalbank nutzen dabei die Modelle von MSCI ESG. ■

An Strategie festhalten – gerade in unsicherem Umfeld

Autor: Daniel Lüchinger, Leiter Investment Solutions

Der Wachstumsausblick schwächt sich deutlich ab: Die Weltbank stufte ihre Wachstumsprognose für das globale Bruttoinlandsprodukt auf 2.9% zurück. Im Januar wurde noch mit einem Wachstum von 4.1% gerechnet. Auch wir erwarten eine Abschwächung des Wachstums, eine globale Rezession ist jedoch nicht unser Hauptszenario. Die Wahrscheinlichkeit dafür nimmt aber zu.

Wirtschaftsabschwung oder Rezession?

Die Inflationszahlen bleiben aufgrund der nach wie vor bestehenden Angebotsknappheit sowie der höheren Energiepreise hoch. Ein deutlicher Inflationsrückgang ist nicht vor Ende 2022 zu erwarten. Auslaufende Basiseffekte, eine Abschwächung der Angebotsknappheit sowie ein Nachfragerückgang werden dazu führen, dass die Inflationszahlen sinken. Während der Pandemie wurden hohe Lagerbestände aufgebaut; diese müssen nun abgebaut werden. Weitere Faktoren, wie die vermehrte Verfügbarkeit von Computerchips und sinkende Frachtkosten, deuten auf den Beginn einer Entspannung hin.

Zudem haben die Zentralbanken den Kampf gegen die Inflation zur Priorität Nummer eins erklärt. Ihre Massnahmen werden denn auch zu einer Abschwächung der Nachfrage und entsprechend der Wirtschaftsaktivität führen. Die zentrale Frage dabei bleibt, ob es den Zentralbanken gelingen wird, die Inflation zu bekämpfen, ohne eine Rezession auszulösen. Das Risiko, dass eine «sanfte Landung» misslingt und eine zu restriktive Geldpolitik eine starke Verlangsamung der Wachstumsdynamik oder gar eine Rezession verursacht, ist hoch. Damit verschieben sich die Sorgen der Anlegerinnen und Anleger von Inflationsängsten hin zu Wachstumssorgen.

Prognoseübersicht

Makroökonomische Indikatoren	Schweiz		USA		Eurozone	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Wachstum Bruttoinlandsprodukt (BIP)	3.8	2.5	5.7	2.5	5.4	2.7
Staatshaushalt in % des BIP	-2.3	-0.5	-10.8	-4.5	-6.9	-4.5
Leistungsbilanz in % des BIP	5.4	7.2	-3.7	-3.9	2.4	1.7
Inflation	0.6	2.3	4.7	7.5	2.6	7.2
Arbeitslosenrate	3.0	2.3	5.4	3.6	7.7	6.9

Zinsen und Währungen	CHF		USD		EUR	
	30.06.22	Q4 2022	30.06.22	Q4 2022	30.06.22	Q4 2022
Leitzinsen in %	-0.25	0.25	1.75	3.50	0.00	1.25
Rendite Staatsanleihen	0.89	1.03	2.49	3.17	1.35	2.18
Wechselkurse .../CHF			0.96	0.96	1.00	1.03

Quelle: Bloomberg Finance L.P./ Capital Economics

Die Weichen sind gestellt

Auch wenn die Inflationsbekämpfung für die US-Notenbank oberste Priorität hat, hat ihr Chef, Jerome Powell, durchblicken lassen, dass das Wirtschaftswachstum im Auge behalten wird. Damit ist eine Pause bei den Zinserhöhungen im Herbst nicht komplett auszuschliessen, auch um zu beobachten, wie sich die höheren Zinsen auf die Realwirtschaft auswirken.

Wir erwarten, dass die US-Notenbank die Leitzinsen entschlossen in einen Bereich führen wird, der die Nachfrage deutlich abschwächt. Deshalb gehen wir von einem Leitzins nahe bei 3% bis Ende Jahr aus. Zudem hat das Fed damit begonnen, die Bilanz zu verringern, was den Zugang zu billigem Geld zusätzlich erschwert. Die EZB startet ebenfalls mit der Normalisierung der Geldpolitik: Das Anleiheaufkauf-Programm wird beendet und mehrere Zinserhöhungen werden folgen. Die Schweizer Nationalbank dürfte dann ebenfalls die Leitzinsen erhöhen. ■

GKB Einschätzung auf einen Blick

- ✓ Die Belastungsfaktoren für Konjunktur und Finanzmärkte halten an – das Anlageumfeld bleibt damit herausfordernd.
- ✓ Die Inflationszahlen bleiben aufgrund der Angebotsknappheit und hoher Energiepreise hoch.
- ✓ Eine weltweite Wachstumsverlangsamung ist unausweichlich. Das Rezessionsrisiko steigt, eine globale Rezession ist aber nicht unser Hauptszenario.
- ✓ Die Weichen für erste beziehungsweise weitere Zinserhöhungen sind gestellt – dies trotz erhöhter Konjunkturrisiken.
- ✓ Zinserhöhungen und eine Entspannung bei den Lieferengpässen werden die Inflation gegen Ende Jahr deutlich sinken lassen.
- ✓ Das herausfordernde Umfeld bietet auch Chancen für eine aktive Positionierung im Rahmen einer langfristigen, diversifizierten Anlagestrategie.



Finanzmärkte besser verstehen. Wöchentlich News, spannende Analysen und Hintergrundberichte sowie Wissenswertes aus der Welt des Anlegens.

gkb.ch/investieren



Viel Bewegung am Obligationenmarkt

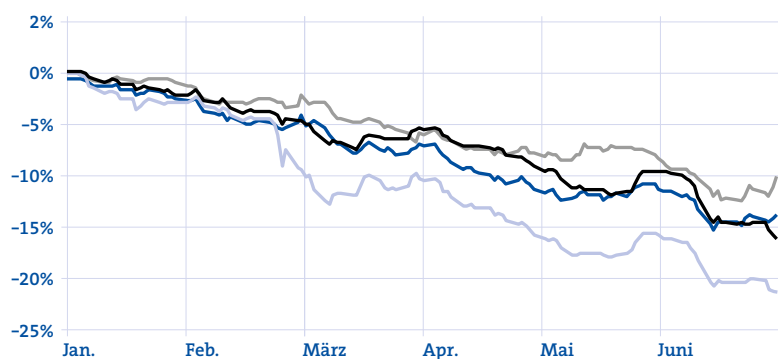
Die Zinswende ist eingeläutet – das Fed agiert mit allen Instrumenten weniger expansiv. Die sich eintrübenden Wirtschaftsaussichten haben die Kreditprämien ansteigen lassen, insbesondere in Europa. Zwar sind die Bilanzen der Unternehmen stark und die Kreditausfälle weiterhin sehr tief. Die Verfassung der Unternehmen ist somit derzeit gut, der Blick in die Zukunft

beziehungsweise darauf, was vom Markt eingepreist wird, deutet jedoch auf Gegenwind hin. Wir erwarten daher eine weitere Ausweitung der Kreditprämien. Ein Überschiessen der Kreditprämien ist auch bei Schwellenländeranleihen möglich, was kurzfristig zu weiteren Verlusten führen kann. Allerdings ist die Rendite auf Verfall attraktiv.

Rendite Obligationenmärkte seit Jahresbeginn

- CHF-Anleihen (AAA-BBB)
- Unternehmensanleihen (hdg CHF)
- Hochzinsanleihen (hdg CHF)
- Schwellenländeranleihen (hdg CHF)

Quelle: Bloomberg Finance L.P.



Inflationsorgen setzen Aktienmärkte unter Druck

Die Risikofaktoren an den Aktienmärkten bleiben weiterhin vielfältig. Zwar sind die Bewertungen günstiger geworden, doch hat sich die Risikoprämie weiter reduziert. Bis anhin wurden die erwarteten Gewinne für die nächsten zwölf Monate kaum nach unten korrigiert. Dies hat die Bewertungen seit Jahresanfang klar verringert – die Niveaus von 2018 sind in Reichweite. Der Druck auf die Bewertungen dürfte aufgrund der restriktiven

Geldpolitik des Fed weiter anhalten. Anleger sind weniger bereit, hohe Preise für Aktien zu bezahlen. Kurzfristige Erholungsrallys sind zwar immer wieder möglich, mittelfristig belastet jedoch der Wirtschaftsabschwung die Aktienmärkte. Die Gewinnmargen werden zunehmend unter Druck geraten, was die Stimmung negativ beeinflussen wird. Die Abwärtsrisiken überwiegen in der Summe die Chancen für eine nachhaltige Erholung.

Rendite Aktienmärkte seit Jahresbeginn

- Schweiz (SPI)
- USA (S&P 500)
- Europa (Euro Stoxx 50)
- Schwellenländer (MSCI EM)

Quelle: Bloomberg Finance L.P.



Obligationenmarkt bietet wieder Chancen

Positive Renditen für Schweizer Qualitätsanleihen waren lange Zeit Mangelware. Obligationen galten mehr als zinslose Risiken und Stabilisator für ein Portfolio denn als attraktive Renditequelle. Seit Jahresbeginn hat sich die Situation verändert.

Die Zinsen am Kapitalmarkt steigen aufgrund der hartnäckig hohen Inflation. Unterdessen sind Obligationen wieder eine Anlage, die dem Portfolio eine positive Rendite beisteuern kann.

Die Graubündner Kantonalbank verwaltet seit 2016 Obligationenfonds in Schweizer Franken und Euro. Investiert wird in fest oder variabel verzinsliche Obligationen. Dabei liegt der Fokus auf Anleihen mit guter Bonität über alle Laufzeiten. Durch eine breite Diversifikation über mindestens hundert Emittenten werden schulderspezifische Risiken tief gehalten. Wir verfolgen einen aktiven Investitionsansatz, wobei das Anlageziel darin besteht, eine Mehrrendite gegenüber dem Swiss Bond Index AAA-BBB (im CHF-Fonds) beziehungsweise dem Bloomberg Euro Aggregate Total Return Index (im EUR-Fonds) zu erzielen. Insgesamt beträgt das Fondsvermögen CHF 736 Mio. Entsprechend der GKB Anlagephilosophie verfolgen auch unsere Obligationenfonds einen nachhaltigen Anlageansatz.

Wenn die Zinsen steigen, fallen die Preise von Obligationen. Dieser inverse Zusammenhang stellt Anlegerinnen und Anleger sowie Portfolio-Manager gleichermaßen vor Herausforderungen. In Zeiten von grossen Schwankungen an den Zinsmärkten ist aktives Management besonders gefragt. Wir verfolgen bei unseren Obligationenfonds einen strukturierten Prozess, um die Zinsrisiken zu steuern und damit einen Mehrwert gegenüber dem Referenzindex zu erzielen. Dabei stützen wir uns auf das ökonomische Weltbild der GKB Anlageexperten und auf quantitative Modelle. Erwarten wir steigende Zinsen wie zu Beginn des Jahres, reduzieren wir die Zinsänderungsrisiken, indem wir die Duration des Fonds verkürzen. Gleichzeitig positionieren wir uns den Prognosen entsprechend auf der Zinsstrukturkurve.

GKB (CH) Obligationen CHF ESG
ESG: AAA
CHF 607 Mio.
Lancierung: Januar 2016



Benno Demont, Portfolio-Manager



CCC B BB BBB A AA AAA

GKB (LU) Obligationen EUR ESG
ESG: AA
CHF 129 Mio.
Lancierung: Februar 2016



Benjamin Lehmann, Portfolio-Manager



CCC B BB BBB A AA AAA

Steigende Zinsen sind für Obligationen zwar mit einer unmittelbar negativen Preisreaktion verbunden, doch Obligationen weisen eine begrenzte Laufzeit auf. Sofern per Fälligkeitsdatum keine Ausfälle zu beklagen sind, wird der Nominalbetrag der Anleihe zurückbezahlt. Im aktuellen Anlageumfeld profitieren Investoren von den höheren Zinsen. Durch das höhere Zinsniveau sind Obligationen so attraktiv wie schon lange nicht mehr. Die Rendite des Schweizer Obligationenmarktes ist so hoch wie zuletzt vor knapp zehn Jahren. ■

Green Deal: Nachhaltig sanieren und profitieren

Undichte Fenster, schlechte Wärmedämmung oder mit fossilen Brennstoffen betriebene Heizungen: Dies sind die Mängel älterer Gebäude. Eine energetische Sanierung mit den Fördermassnahmen des Kantons Graubünden und der GKB kann die Energieeffizienz enorm erhöhen. Das schont die Umwelt und reduziert die Unterhaltskosten.

Am 13. Mai 2022 war hierzulande der «Overshoot-Day». Das bedeutet, dass die Schweizerinnen und Schweizer vom 1. Januar bis 13. Mai pro Person im Durchschnitt so viel von der Natur verbraucht haben, wie der Planet im ganzen Jahr erneuert. Die restlichen 232 Tage des Jahres leben wir somit auf Kosten der Zukunft. Es ist höchste Zeit, das Thema anzugehen. Eine Möglichkeit bietet der Green Deal des Kantons Graubünden, womit die gesamtheitliche Sanierung von Immobilien stark gefördert wird.

Gebäude unter grössten Energiefressern

Durch den Klimawandel haben sich meteorologische Extremereignisse in den letzten Jahren weltweit gehäuft. Eine der Hauptursachen für den Klimawandel ist der CO₂-Ausstoss. Dazu trägt die Mobilität 33% bei, Gebäude und Industrie je 24%. Ein grosser Teil der restlichen 19% stammt aus der Landwirtschaft.

Eine wesentliche Rolle spielt auch das Thema Energie. Der Ausstieg aus der Kernenergie, das Ziel von netto null CO₂-Ausstoss bis ins Jahr 2050 und die mögliche

Stromlücke sind nur einige der Themen, die uns beschäftigen. Rund 50% des Schweizer Energieverbrauchs entfallen auf die Gebäude. Wer etwas bewirken möchte, muss hier ansetzen.

Aktionsplan Green Deal des Kantons Graubünden

Der Kanton Graubünden hat sich intensiv mit dem Thema befasst und die Erkenntnisse im Aktionsplan Green Deal zusammengefasst. Darin enthalten ist ein Massnahmenpaket von über 1.5 Milliarden Franken zur Erreichung des Netto-null-Ziels im Jahr 2050. In der Oktobersession 2021 hat der Grosse Rat des Kantons Graubünden den Startschuss zur ersten Etappe eines Programms gegeben. Dieses sieht deutlich höhere Förderbeiträge für energetische Gebäudesanierungen und den Ersatz von bestehenden Elektro-, Öl- und Gasheizungen vor.

Nachhaltigkeit ist bei der GKB ein strategisches Handlungsfeld mit höchster Priorität, denn die Zukunft des Kantons, der Menschen und der Umwelt liegt uns am Herzen. Ideale Voraussetzungen also für diese Partner-

Green-Deal-Dienstleistungspaket der GKB

Mit dem Green Deal können Besitzerinnen und Besitzer von Liegenschaften ...

- ✓ von den Förderprogrammen des Kantons und
- ✓ von der ganzheitlichen Beratungskompetenz der GKB profitieren,
- ✓ den Wert ihrer Immobilie erhöhen und
- ✓ die CO₂-Emissionen massiv reduzieren und Energiekosten sparen.

Weitere Informationen unter:
gkb.ch/greendeal





schaft, mit der wir und der Kanton das gleiche Ziel verfolgen: Gemeinsam wollen wir den Kanton Graubünden mit der Nutzung von Synergien nachhaltiger machen.

Kantonales Förderprogramm samt Finanzierungspaket der GKB

Mit den Angeboten des Kantons und der GKB sollen die Besitzerinnen und Besitzer von Eigenheimen im Kanton Graubünden für das Thema «nachhaltiges Bauen und Sanieren» sensibilisiert werden. Energetische Sanierungen reduzieren den CO₂-Ausstoss durch eine Steigerung der Energieeffizienz, was sich letztlich positiv auf das Klima auswirkt.

Das richtige Vorgehen ist entscheidend, um maximalen Nutzen zu erzielen. Der erste Schritt ist die Vorgehensberatung beim Amt für Energie und Verkehr des Kantons Graubünden. In einem Gespräch werden die zentralen Fragen wie Höhe des Energieverbrauchs, mögliche Massnahmen, optimale Energiequelle etc. geklärt. In einem zweiten Schritt empfiehlt es sich, einen Gebäudeenergieausweis des Kantons (GEAK) erstellen zu lassen. In diesem GEAK-Plus-Gutachten wird Eigentümerinnen und Eigentümern umfassend aufgezeigt, welche Sanie-

rungsmassnahmen zu welchem Zeitpunkt angegangen werden sollen und mit welchen Investitionen zu rechnen ist.

Das GEAK-Plus-Gutachten dient dann als Grundlage für ein ganzheitliches Beratungsgespräch bei der GKB. Jede und jeder hat individuelle Pläne, Ziele und Bedürfnisse. Dank des Gutachtens wissen die Eigenheimbesitzer, was in Bezug auf die Liegenschaft alles ansteht. Diese Informationen helfen uns, zu erklären, dass nebst der Finanzierung der geplanten Sanierung weitere Punkte zu beachten sind. Die Beraterinnen und Berater zeigen etwa auf, wie beim Einbezug der Vorsorge, der Absicherung sowie der Pensionsplanung eine optimale steuerliche Ausgestaltung erreicht werden kann, was weitere Einsparungen erlaubt.

Zusätzlich zu den Fördergeldern des Kantons hat die Graubündner Kantonbank für ihre Kundinnen und Kunden ein ergänzendes Paket geschnürt. Besitzerinnen und Besitzer von Eigenheimen profitieren einerseits von einer Abwrackprämie für den Ersatz ihrer Öl- oder Gasheizungen. Andererseits beteiligt sich die GKB finanziell am GEAK-Plus-Gutachten. Ebenfalls im Dienstleistungspaket enthalten sind Gutscheine für eine Finanzberatung sowie für das Erstellen der Steuererklärung. ■



Bisherige
Ausgaben

Das GKB HORIZONTE gibt es auch online.
gkb.ch/horizonte

Newsletter abonnieren: gkb.ch/newsletter

Diese Publikation wurde von der Graubündner Kantonalbank aufgrund von öffentlich zugänglichen Informationen, intern erarbeiteten Daten sowie anderen unseres Erachtens verlässlichen Daten erstellt. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität kann dennoch keine Gewähr übernommen werden. Anlegerinnen und Anlegern muss bewusst sein, dass die abgegebenen Informationen und Empfehlungen der Graubündner Kantonalbank sich in Anbetracht einer Veränderung des wirtschaftlichen Umfeldes jederzeit verändern können. Ein positiver Verlauf eines Finanzinstruments in der Vergangenheit ist kein Garant für eine ebenso positive Entwicklung in der Zukunft. Die Graubündner Kantonalbank lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Diese Publikation darf nicht ohne Zustimmung der Graubündner Kantonalbank vervielfältigt oder an andere Personen verteilt werden, insbesondere nicht direkt oder indirekt an Bürger und Bürgerinnen oder Einwohnerinnen und Einwohner von Kanada, den Vereinigten Staaten, Grossbritannien oder anderen Ländern, in denen der Vertrieb durch das Gesetz eingeschränkt ist. Wer diese Publikation erhält, sollte sich dieser Einschränkung bewusst sein und sich daran halten. Die Publikation ist ausschliesslich für Informations- und Werbezwecke verfasst worden und beinhaltet keine Empfehlung, kein Ansuchen oder Angebot, irgendeine Währung oder ein Finanzinstrument zu kaufen oder zu verkaufen. Wir möchten ausdrücklich darauf hinweisen, dass diese Publikation eine anlegergerechte Beratung nicht ersetzen kann. Allfällige Prospekte/wesentliche Anlegerinformationen (z.B. Basisinformationsblatt) erhalten Sie kostenlos von Ihrer Kundenberaterin bzw. Ihrem Kundenberater. Wir bitten Sie deshalb, bei einem zu treffenden Entscheid Kontakt mit Ihrer Kundenberaterin bzw. Ihrem Kundenberater aufzunehmen.

Haben Sie Fragen zu den Dienstleistungen und Angeboten der GKB?

Wir sind gerne für Sie da: +41 81 256 96 01,
info@gkb.ch, gkb.ch



DCP Green 100 % Recycling-Papier gkb.ch/nachhaltigkeit

Herausgeberin



Postfach, 7001 Chur
Telefon +41 81 256 96 01
info@gkb.ch, gkb.ch/investieren



Redaktion

Graubündner Kantonalbank
IRF Reputation AG

Konzept

Graubündner Kantonalbank

Gestaltung und Realisation

Stilecht, Andreas Panzer
IRF Reputation AG

Druck

Graubündner Kantonalbank

Bilder

Ethan Oelman
Graubündner Kantonalbank
Adobe Stock

Sprachen

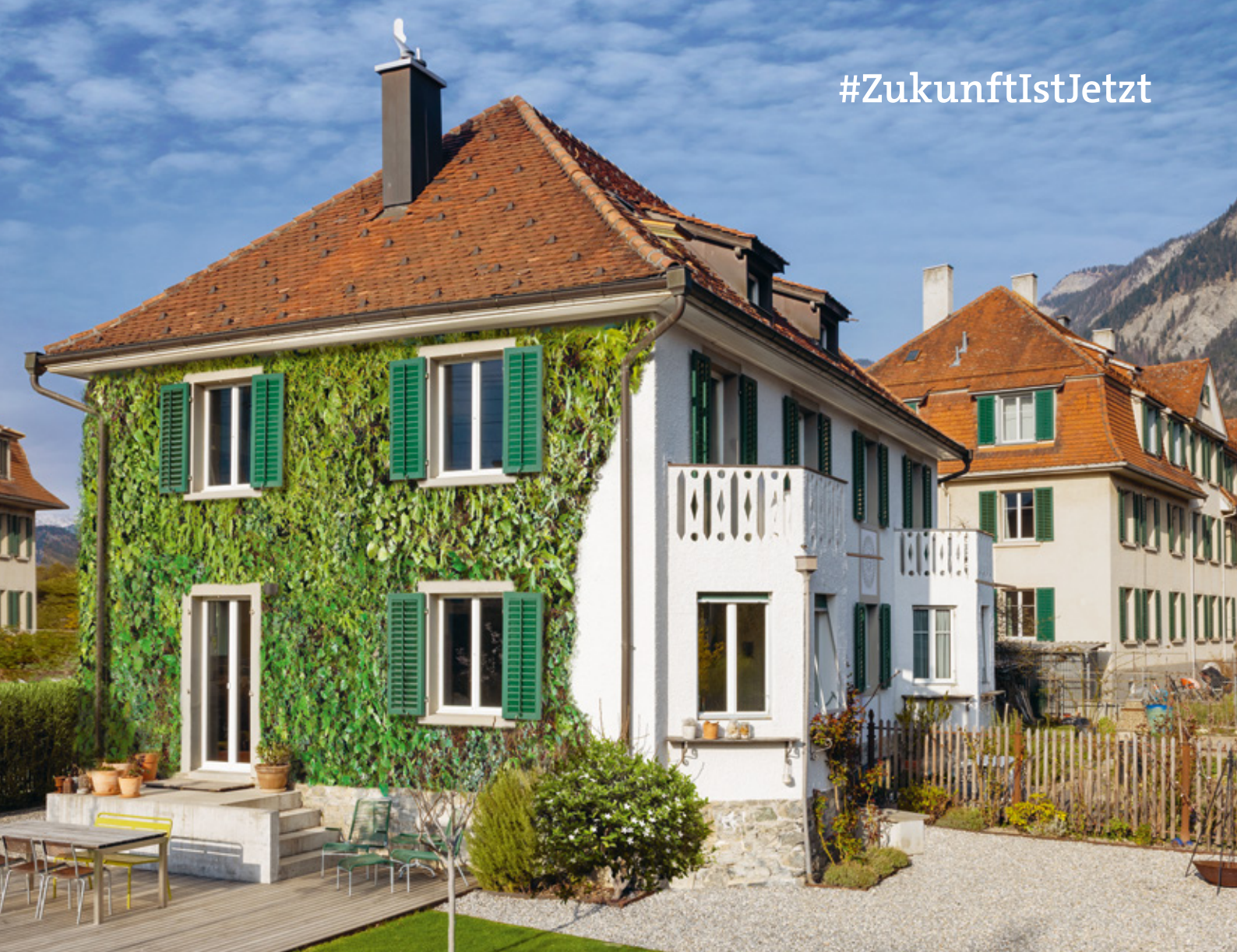
Deutsch, Italienisch

Redaktionsschluss

30.06.2022

Erscheint vierteljährlich

#ZukunftIstJetzt



Green Deal. Nachhaltig sanieren und profitieren.

Mit den Fördermassnahmen des
Kantons Graubünden und der GKB.

gkb.ch/greendeal

 Graubündner
Kantonalbank