

## Liebe Kundinnen und Kunden

Wer die Geschichte von Donald Trump in den Grundzügen kennt und verfolgt hat, kann nicht überrascht sein. Sein Mentor in jungen Jahren war Roy Cohn, der Anwalt seines Vaters. Fred Trump machte als Immobilienentwickler in New York ein grosses Vermögen. Bemerkenswert ist, wie sein Junior es schafft, mit der Welt so zu spielen, als sei sie ein Puppentheater.

Roy Cohn vertrat mit Begeisterung Mafiosi vor Gericht und liess sich bereitwillig von Gangstern kaufen. Er vertrat bei Rechtsstreitigkeiten auch die Trumps und gab dem jungen Donald drei Ratschläge, die das Leben des amtierenden amerikanischen Präsidenten bis heute prägen. Erstens: «Gib nie zu, dass Du im Unrecht bist, auch wenn Du klar schuldig bist.» Zweitens: «Greife Deine Kritiker immer aggressiv an und gehe in den Gegenangriff, statt Dich zu verteidigen.» Drittens: «Zeige niemals eine Schwäche, sondern demonstriere Stärke und Dominanz – koste es, was es wolle.»

«Mich interessiert nicht, wie das Gesetz lautet, sondern wer der Richter ist.»

Roy Cohn, amerikanischer Anwalt und Berater von Fred Trump (1927–1986)

Die Ratschläge von Roy Cohn hat Donald Trump verinnerlicht und im Laufe seines Lebens in Perfektion umgesetzt – in seiner Geschäftswelt genauso wie in der Politik. Diese Eigenschaften sind im Grunde nichts Neuartiges bei Staatschefs, denn ein Grossteil der Länder dieser Erde wird bekanntlich von Diktatoren regiert. Neu ist «einzig», dass es Trump gelungen ist, Diktator oder zumindest Möchtegern-Diktator in einer der angesehensten Demokratien der Welt, den Vereinigten Staaten von Amerika, zu werden.

«Nicht die Diktatoren schaffen Diktaturen, sondern die Herden.»

Georges Bernanos, französischer Schriftsteller (1888–1948)

Anfang August feuerte Trump Erika McEntarfer, Chefin des Bureau of Labor Statistics (BLS), weil sie Arbeitsmarktdaten präsentierte, die dem Präsidenten nicht passten. «Wir brauchen genaue Arbeitsplatzzahlen. Ich habe mein Team beauftragt, die von Biden ernannte Präsidentin sofort zu entlassen», verkündete Trump auf seiner Plattform «Truth Social» und behauptete, die publizierten Daten seien «ein totaler Betrug». Noch im Frühjahr hatte Trump die Arbeitsmarktdaten derselben BLS-Chefin vorbehaltlos gefeiert. Nachfolger von McEntarfer ist Erwin J. Antoni, ein Vertrauter des Präsidenten. Auf «Truth Social» doppelte Trump nach: «Unsere Wirtschaft floriert, und E.J. wird sicherstellen, dass die veröffentlichten Zahlen EHRlich und AKKURAT sind.» Die krude Verdrehung der Wahrheit durch den «ehrlichsten» Mann dieses Planeten lässt sich auch so auf den Punkt bringen: Traue keiner Statistik, die Du nicht selbst gefälscht hast.

«Solche Dinge würde man sonst nur in einer Bananenrepublik erwarten.»

Janet Yellen, ehemalige amerikanische Finanzministerin und Zentralbankchefin, Interview in der «New York Times», 3. August 2025

Trump steht für Macht, Selbstvermarktung, Egomane und Chaos. Das zeigte sich in aller Heftigkeit im April vergangenen Jahres, als er mit seiner Ankündigung eines einseitig verordneten und erratischen Zollregimes die weltweiten Kapitalmärkte in Panik versetzte. In der Folge musste er, wie so oft bei seinen Ankündigungen und Drohungen, zurückrudern. Dieses Drohen und Zurückrudern von Trump brachte ihm den sogenannten Taco Trade ein: «Trump always chickens out – letztlich kneift Trump immer und rudert zurück.» Trump ist die personifizierte Unberechenbarkeit für Politik, Kapitalanleger und unzählige Menschen dieser Welt.

«Je länger ich lebe, desto mehr bin ich davon überzeugt, dass dieser Planet von anderen Planeten als Irrenanstalt genutzt wird.»

George Bernard Shaw, irischer Dramatiker, Politiker, Satiriker und Nobelpreisträger für Literatur (1856–1950)

### Ein erfreuliches Börsenjahr, trotz Chaos und Unsicherheit

Wer hätte zu Beginn des Jahres auf ein positives Börsenjahr getippt im Wissen, dass der amerikanische Präsident seinen Partnerländern Zölle in einer Höhe diktieren wird, wie sie die Welt letztmals vor 100 Jahren gesehen hat? Kaum jemand. Eher wäre wohl ein Crash vorausgesagt worden. Dieser blieb zwar aus, doch zwischenzeitlich waren die Kapitalmärkte erheblichen Erschütterungen ausgesetzt. Belastend für die Märkte im abgelaufenen Jahr waren neben dem irren Zollregime auch der langjährige Krieg in der Ukraine, der Gaza-Konflikt und der Angriff der USA auf die iranischen Atomanlagen. Dabei bewahrheitete sich wieder einmal das Sprichwort: «Politische Börsen haben kurze Beine». Am 2. April, dem sogenannten «Liberation Day», verkündete Trump überraschend ein für die Weltwirtschaft verheerendes Zollregime. Kurzfristig zog das die weltweiten Aktienmärkte in die Tiefe, doch die Baisse war nicht nachhaltig und

es setzte schon bald eine markante Erholung ein. Die Geschichte wiederholte sich am Freitag, dem 1. August. Trump unterzeichnete eine Executive Order mit umfassenden Zollerhöhungen auf Importe aus rund 66 Ländern, die ab dem 7. August 2025 in Kraft treten sollten. Marktexperten erwarteten für den Montag, 4. August, einen veritablen Aktien-Crash von 10 bis 15 Prozent. Dieser blieb komplett aus – zur Überraschung unzähliger Analysten und Gurus. Zwar starteten die Märkte mit Einbussen von 1 bis 2 Prozent, doch bereits am Ende desselben Tages waren die Verluste wieder aufgeholt. Wir können gut verstehen, dass wir von unseren Kundinnen und Kunden oft nach unserer Meinung zu den Auswirkungen der erratischen Politik Trumps auf die Kapitalmärkte gefragt werden. Im Grunde aber ist es aus Anlegersicht weitgehend Zeitverschwendung, sich mit irrwitzigen Politikern zu befassen.

«Die Dummheit von Regierungen sollte niemals unterschätzt werden.»

Helmut Schmidt, ehemaliger deutscher Bundeskanzler (1918–2015)

Ob die Politik Trumps bei all diesen Konflikten für die amerikanischen Bürger am Ende aufgehen wird, ist zweifelhaft. Ein Zeichen, dass das Land der unbegrenzten Möglichkeiten (und Unmöglichkeiten) bereits Schaden nahm, ist der amerikanische Dollar, der im vergangenen Jahr massiv an Wert und Vertrauen verloren hat – im ersten Halbjahr rutschte der Dollar so stark ab wie seit 1973 nicht mehr, als der damalige Präsident Richard Nixon das System der fixen Wechselkurse, welches die Nachkriegszeit geprägt hatte, aufhob. Aus Sicht eines schweizerischen oder deutschen Anlegers sind deshalb die scheinbar attraktiven Renditen, die der Weltindex MSCI World und der amerikanische Aktienmarkt S&P 500 zumindest bis Ende November präsentierten, zu einem grossen Teil eine Fata Morgana.

## «Ich staune, wie viel Staunen Trump in Europa auslöst: Wir kannten ihn doch aus seiner ersten Amtszeit.»

Ignazio Cassis, schweizerischer Bundesrat und Aussenminister

In ihrer Ausgabe vom 9. Juli 2025 titelte die «NZZ»: «Trumps Zollpolitik stürzt deutsche Exporteure in die Krise – die Ausfuhren sind auf dem niedrigsten Stand seit über drei Jahren». Diese ernüchternde wirtschaftliche Perspektive kontrastiert mit der erstaunlichen Entwicklung des deutschen Aktienmarkts DAX, der bis Ende November um rund 20 Prozent avancierte. So war der DAX im abgelaufenen Jahr der eigentliche Überflieger unter den westlichen Aktienmärkten. Die herausragende Performance des deutschen Aktienmarktes ist in erster Linie getrieben durch die fulminante Entwicklung des Rüstungskonzerns Rheinmetall sowie die für einmal stark performenden Bankenwerte Deutsche Bank und Commerzbank. Rheinmetall vervierzehnfachte den Kurs seit dem Beginn des Ukraine-Kriegs. Dass Rüstungswerte nicht nur salonfähig, sondern sogar zur Trendbranche mutiert sind, erstaunt. Noch vor wenigen Jahren war ESG (Environmental, Social, Governance) respektive nachhaltiges Investieren *das* dominierende Thema im Anlagegeschäft. Seit dem Krieg in der Ukraine und der Präsidentschaft Trumps ist ESG in den Hintergrund gerückt und bei vielen Finanzinstituten und deren Kunden in der Versenkung verschwunden. Unsere geschätzten Kundinnen und Kunden wissen, dass wir für eine umfassend *nachhaltige* Welt stehen, aber bezüglich der Wirkung von nachhaltigen Anlagen immer schon eine realistische und faktenbasierte Haltung einnahmen – daran hat sich nichts geändert. Gleichzeitig waren wir stets zurückhaltend bis ablehnend hinsichtlich des Kaufs von Aktien von Rüstungskonzernen. Während wir somit vor ein paar Jahren mit der Frage «Macht Ihr genug im Bereich nachhaltiger Anlagen?» konfrontiert wurden, ist es heute eher die Frage «Warum habe ich keine Rheinmetall in meinem Portfolio?». Mit dieser «Hü-und-hott-Politik» haben wir unsere Mühe. Eine

stetige statt einer wankelmütigen Einstellung zu diesem komplexen Thema ist uns wichtig – das gilt auch bezüglich eines Engagements in Aktien von Grossbanken. Über sehr viele Jahre waren sie die Sorgenkinder der Börse, jüngst erlebten sie eine Auferstehung. Wir werden die weitere Entwicklung sorgfältig beobachten. Solange die international tätigen Bankkonzerne regelmässig mit Klagen und Bussen konfrontiert werden, bleiben wir zurückhaltend.

## «Kein Vormarsch ist so schwer wie der zurück zur Vernunft.»

Bertolt Brecht, deutscher Schriftsteller (1898–1956)

Per Ende November sind wir mit der Performance unserer Kundinnen und Kunden sehr zufrieden, auch wenn uns einige wenige Einzeltitel enttäuschten. Dass darüber hinaus in den vergangenen zwei Jahren die Performance unserer deutschen Kundinnen und Kunden nicht mit derjenigen des DAX mithalten konnte, ist uns bewusst. Das ist der Preis einer international gut diversifizierten Portfoliopolitik, die wir seit jeher pflegen. Im Unterschied zu vielen unserer Wettbewerber opfern wir unsere Prinzipien nicht einfach deshalb, weil die Mode gerade mal wieder geändert hat. Schliesslich sind wir felsenfest davon überzeugt, dass es wieder Jahre geben wird, in denen deutsche Anleger froh sein werden, dass ihre Portfolios international diversifiziert sind. Wir haben das in der Vergangenheit schon öfters erlebt. 2024 war es der amerikanische Aktienmarkt, der alles überragte und überstrahlte, 2025 der deutsche. Ein Markt ist immer der beste – nur weiss niemand im Voraus, welcher es im nächsten Jahr sein wird.

## Künstliche Intelligenz (KI) – eine Technologie erobert die Welt

Ende Januar des vergangenen Jahres liess das chinesische KI-Startup DeepSeek die Aktien der amerikanischen KI-Technologiekonzerne unter Führung von Nvidia einbrechen. Der einflussreiche Tech-Investor

Marc Andreessen nannte DeepSeek auf der Social-Media-Plattform X «einen der erstaunlichsten Durchbrüche, die ich je gesehen habe.» Es sei der «Sputnik-Moment» für KI, schrieb Andreessen in Bezugnahme auf das Jahr 1957, als die Sowjetunion mit dem Sputnik-1 den weltweit ersten Satelliten in den Orbit sandte. Die Furcht ging um die Welt, dass DeepSeek mit sehr geringen Entwicklungskosten effizienter funktionieren könnte als die Modelle der etablierten amerikanischen KI-Anbieter. Zwar hat sich die Angst zwischenzeitlich als unbegründet erwiesen und die grossen US-Tech-Konzerne rund um Meta, Microsoft und Nvidia brillieren mit phänomenalen Umsatz- und Gewinnsteigerungen. Doch der Fall DeepSeek zeigte, wie fragil das hohe Bewertungsniveau gewisser Tech-Aktien ist.

«Vielleicht verändert KI unsere Wirtschaft so fundamental, dass sich die hohen Investitionen in diese Technologie und die stolzen Aktienbewertungen als völlig gerechtfertigt entpuppen. Ich persönlich glaube das zwar nicht, aber ich lag in der Vergangenheit schon so oft daneben, dass ich selbst nicht mehr viel auf meine Meinung gebe.»

Markus Städeli, Wirtschaftsredaktor der «NZZ am Sonntag», 16. November 2025

Aus dem Jahr 1960 stammt der Western «The Magnificent Seven» von John Sturges. Der Film erzählt die Geschichte von sieben Revolverhelden, die ihr mexikanisches Dorf gegen ein übermächtiges Banditenheer verteidigen. Zwar werden die Räuber besiegt, aber vier der sieben Helden müssen sterben. Heute stehen die «Magnificent Seven» für die Aktien der berühmten Unternehmen Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla. Der CH-Media-Wirtschaftsjournalist Daniel Zulauf stellt in seinem Beitrag «Die glorreichen

Sieben sind aus dem Tritt» vom 28. August die Frage, ob das Schicksal der Revolverhelden früher oder später auch das eine oder andere Unternehmen der heutigen «Helden» des Aktienmarktes einholen könnte. Tatsächlich sind die Magnificent Seven keine homogene Gruppe mehr. So kämpft der Autobauer Tesla mit einigen Problemen, während Meta, Microsoft und Nvidia Rekorde brechen. Nvidia ist der absolute Überflieger, den wir «leider» nicht in unserem Aktienuniversum halten. Die Aktie ist sehr hoch bewertet und das Unternehmen ist stark von den KI-Investitionen von Meta und Microsoft abhängig. Die beiden Konzerne sind verantwortlich für rund 40 Prozent des gesamten Umsatzes von Nvidia, was das Unternehmen anfällig macht. Weitere 13 Prozent des Umsatzes des Grafikprozessoren- und Chipherstellers entfallen auf Kunden aus China. Die politischen Risiken sind dort überdurchschnittlich hoch.

«Es gibt nichts, was das eigene Wohlbefinden und Urteilsvermögen dermassen irritiert, als zu sehen, wie ein Freund reich wird.»

Charles Kindleberger und Robert Aliber in «Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises», Springer Verlag, 2023

Dass die Bäume im KI-Bereich nicht in den Himmel wachsen, zeigt eine Studie, die Forscher des amerikanischen Massachusetts Institute of Technology (MIT) publiziert haben. Gemäss den Wissenschaftlern würden 95 Prozent aller KI-Pilotprojekte, die von Unternehmen gestartet werden, scheitern. Viele Manager würden auf falsche Strategien setzen und eine KI-Software implementieren, die sich schlecht in die betrieblichen Abläufe integrieren liesse. Als besorgniserregend beurteilen einige Experten überdies die Investitionen von KI-Giganten untereinander. OpenAI kauft Rechenleistung von Oracle und Grafikprozessoren von Nvidia. Der grösste Chiphersteller der Welt hat seinerseits eine Investition von USD 100 Mrd. in OpenAI bekanntgegeben. Fast gleich-

zeitig verkündete OpenAI einen milliarden schweren Auftrag an AMD, dem grössten Konkurrenten von Nvidia. Die gegenseitige Verflechtung im eigenen Ökosystem ist naturgemäss risikobehaftet.

«Werden Sie nicht gierig und seien Sie sich bewusst, dass wir es höchstwahrscheinlich mit einer Blasenbildung zu tun haben.»

Mark Dittli, Wirtschaftsredaktor der Online-Zeitung «the market», 17. Oktober 2025

In seinem «Big Picture» zeigt der angesehene Journalist von «the market», Mark Dittli, am Beispiel von Microsoft eindrucksvoll auf, wie sich die Aktie des Unternehmens in der Zeit nach der Jahrtausendwende entwickelt hat. Im Unterschied zu vielen anderen Unternehmen sei der Tech-Konzern in der Dotcom-Blase der späten Neunzigerjahre kein Luftgebilde gewesen, sondern «ein gefestigter, hoch profitabler Konzern mit einer monopolartigen Marktstellung.» Im März 2000 platzte die Blase und die US-Wirtschaft fiel kurzzeitig in eine Rezession. Trotzdem konnte Microsoft seinen Gewinn Jahr für Jahr steigern, als wäre nichts gewesen. «Selbst die Finanzkrise von 2008/09 steckte Microsoft problemlos weg», schreibt Dittli und weist darauf, dass es dem Softwarekonzern gelang, seinen Gewinn je Aktie zwischen 1999 und 2012 fast zu verachtfachen. Doch was passierte in dieser Zeit mit dem Aktienkurs von Microsoft? Es mag Sie erstaunen: Der Titel büsste ab dem Jahr 2000 zeitweise mehr als 75 Prozent seines Wertes ein und brauchte viele Jahre, bis er sein altes Hoch wieder erreichte. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis der Microsoft-Aktien reduzierte sich in dieser Phase von über 70 auf unter 10, weil sich Anleger von Tech-Aktien abwandten und stattdessen ein Boom in Rohstoffwerten stattfand. Was lässt sich daraus schliessen? Es ist denkbar, dass der KI-Boom noch Jahre weitergeht und die führenden Unternehmen ihre Gewinne erfolgreich steigern. Dennoch könnten die Aktienkurse im Kontext einer Bewertungskorrektur

deutlich zurückgehen, so dass die Aktionäre trotz guter Unternehmenszahlen eine lange Durststrecke durchlaufen müssten.

«Wer in den Index investiert, setzt sich einem Konzentrationsrisiko aus, das für breit diversifizierte Anleger historisch beisspiellos ist.»

Jim Bianco, amerikanischer Gründer des Analyse-Hauses Bianco Research, Chicago

Die Technologiewerte haben in den amerikanischen Indizes ein enorm hohes Gewicht, das in der jüngeren Vergangenheit prozyklisch aufgebaut wurde. Das birgt erhebliche Risiken. Selbstverständlich werden wir weiterhin in führenden KI-Unternehmen wie Alphabet oder Microsoft sowie Zulieferer wie ASML investiert bleiben. Abseitsstehen und riesige Chancen in einer sich verändernden Welt zu verpassen, ist keine intelligente Option – doch werden wir dies stets mit kontrollierten Risiken tun.

### Gegenwind für qualitätsorientierte Value-Investoren

Die Performance von «Hotz» per Redaktionsschluss dieses Briefes gestaltet sich im Vergleich mit unseren Wettbewerbern und dem Weltmarktindex MSCI World erfreulich. Allerdings ist die Streuung unter den Vermögensverwaltern sehr gross. Wer im abgelaufenen Jahr einen signifikanten Anteil an Gold oder einen hohen Anteil an Technologiewerten im Portfolio hielt, schwingt oben aus. Allein die fünf Aktien Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft und Nvidia repräsentieren ein Gewicht von über 30 Prozent im amerikanischen S&P-500-Index. Eine derart grosse Konzentration gab es in den vergangenen sechs Jahrzehnten nicht mehr. Das ist ein herausforderndes Umfeld für wertkonservative und breit diversifizierende Investoren. Erheblichen Gegenwind spürt für einmal Berkshire Hathaway, die Investmentfirma des legendären 95-jährigen



Warren Buffett. Sein Anlagevehikel hat seit der Anfang Mai erfolgten Ankündigung des Orakels von Omaha, sich zurückzuziehen, im Vergleich zum breiten Index einen erheblichen Rückstand eingefangen. Dazu kommt für schweizerische und deutsche Anleger ein erklecklicher Dollarverlust.

In den vergangenen Jahren entwickelten sich die Aktien von Schweizer Nebenwerten (Small & Mid Caps) enttäuschend. Nachdem wir in früheren Zeiten stark von einer Risikoprämie in dieser Titelskategorie profitieren konnten, entpuppten sich einige Unternehmen aus diesem Bereich zunehmend als «Sorgenkinder». Als Konsequenz daraus werden wir das Segment von Aktien mit einer tiefen Marktkapitalisierung und eingeschränkter Liquidität im Laufe der Zeit reduzieren.

Temporärer Gegenwind ist auszuhalten, auch wenn er unangenehm ist. Die Geschichte lehrt uns, dass das Verlassen einer langfristig erfolgreichen Strategie und das prozyklische Umschwenken in modische, heissgelaufene und hoch bewertete Aktien nicht schlau ist. Wir erinnern uns: Sowohl in der 9/11-New-Economy-Krise von 2001 bis 2003, in der Finanzkrise von 2007 bis 2009 als auch im Jahr 2022, als weltweit die Zinsen stark anzogen und die Börsenkurse fielen, übertrafen unsere Renditen diejenigen der relevanten Benchmarks und vieler unserer Wettbewerber um 8 bis 10 Prozentpunkte. Exzesse sind temporär und es ist eine Frage der Zeit, bis Gegenbewegungen einsetzen und die Euphorie einer nüchternen Betrachtung weichen wird. Wir werden an unserer wertkonservativen Strategie festhalten.

### **Nestlé – vom Obligationenersatz zur Hochrisikoanlage**

Es besteht kein Zweifel, dass Nestlé einige Baustellen aufweist. Der Nahrungsmittelkonzern leidet unter anderem an Wachstumsschwäche, personellen Turbulenzen in der Konzernleitung, enttäuschenden Zukäufen im Gesundheitssektor sowie unter generellem Margendruck. Wir erinnern uns: Ende 2021 erreichte Nestlé an der Börse einen Höchstwert von rund CHF 127. Im Zuge der Corona-Krise herrschten an den Anleihen-

märkten Negativzinsen, so dass viele Anlegerinnen und Anleger die als konservativ beurteilte Nestlé-Aktie mit einer Dividendenrendite von rund 2,4 Prozent als Obligationenersatz kauften. Wir kommentierten das damals mit einem kritischen Blick, denn am Ende ist Nestlé kein «Witwen-und-Waisen-Papier», sondern eine Aktie mit Chancen und Risiken. Seit dem Erreichen des Höchststands hat der Titel zwischenzeitlich über 40 Prozent an Wert eingebüsst und gilt bei einigen Analysten und Investoren mittlerweile als Risikopapier, so dass teilweise zum Verkauf geraten wird. Diese Haltung erachten wir als übertrieben. Bei einem Aktienkurs von CHF 80 beträgt allein die Dividendenrendite 3,8 Prozent. Der Jahresgewinn dürfte weiterhin um die 10 Milliarden Franken erreichen. Aus unserer Sicht ist es eine Frage der Zeit, bis Nestlé die Gunst der Anleger zurückerlangen wird.

«Investoren dürfen nicht den Fehler begehen, Aktien zu kaufen, weil ihr Preis gestiegen ist, oder zu verkaufen, weil ihr Preis gesunken ist.»

Benjamin Graham, amerikanischer Lehrmeister der Anlegerlegende Warren Buffett, in seinem Buch «The Intelligent Investor» (1894–1976)

Mit unserem wertorientierten Vermögensverwaltungsunternehmen werden wir am 12. und 13. Juni unser 40-jähriges Firmenjubiläum in St. Gallen, wo unsere Geschichte im Jahr 1986 begann, feiern. Trotz oder vielleicht auch *dank* unserer 40-jährigen Kapitalmarkterfahrung kommt bei uns ab und zu das Gefühl auf, von vorgestern zu sein. Während die Kurse privat geschürfter Kryptowährungen, die ohne jeden intrinsischen Wert sind, in den Himmel rauschen, werden Unternehmen wie Nestlé, die unter einem zwischenzeitlichen Schwächeanfall leiden, links liegen gelassen. Selbstverständlich ist das kein Grund für uns, ins Lager der digitalen Glaubensgemeinschaften zu wechseln.

### Raus aus Private Equity

Mehrere Kantonal- und Regionalbanken in der Schweiz führen seit einiger Zeit intensive Gespräche mit führenden Anbietern von Private Equity. Das Ziel ist, diese illiquide und oft intransparente, gebührenmässig aber äusserst lukrative Anlageklasse auch mittleren und kleineren Kunden schmackhaft zu machen. Bislang waren Privatmarktanlagen nur institutionellen Investoren wie Pensionskassen oder Versicherungen und sehr vermögenden Privatkunden zugänglich. Seit einiger Zeit öffnet sich die Private-Equity-Branche mit spezifischen, semiliquiden Fonds, sogenannten «Evergreens», dem breiteren Publikum. Es stellt sich die Frage: Macht das für die Anleger auch wirklich Sinn?

«Derzeit sehe ich keine systemischen Risiken im Nichtbankensektor, aber das Potenzial ist da. Viele Bereiche wie Private Equity und Private Debt haben noch nie einen richtigen Zinszyklus erlebt. Wie krisenfest sie wirklich sind, wissen wir nicht.»

Augustin Carstens, ehemaliger Geschäftsführer der in Basel ansässigen Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und lange in führender Stellung beim Internationalen Währungsfonds (IWF)

Am 18. September erschien der schonungslos offene Artikel «Die Pensionskassen wollen raus aus Private Equity» in der «Handelszeitung». Stephan Bereuter, Chief Investment Officer und Leiter Asset Management der Pensionskasse des Detailhandelskonzerns Migros, lässt sich darin wie folgt zitieren: «Wir tätigen keine neuen Investitionen in Private Equity und lassen letzte Positionen auslaufen.» Auch die grössten schweizerischen Pensionskassen, die Bundespensionskasse Publica sowie die BVK Pensionskasse des Kantons Zürich, lehnen Anlagen in Private Equity mangels Transparenz und wegen zu hoher Gebühren ab respektive haben sich davon verabschiedet. Auch die

Pensionskasse von Nestlé soll einen Abbau dieser Anlageklasse prüfen.

«Ein grosser Teil der Rendite geht an den Manager, dabei trägt der Investor das finanzielle Risiko.»

Dominique Gilgen, Head Private Markets bei der Bundespensionskasse Publica

Romano Gruber, Managing Director des Beratungsunternehmens PPCmetrics, bestätigt, dass Pensionskassen zunehmend kritisch gegenüber Private Equity eingestellt sind: «Es gibt Kunden, die im Rahmen der Überprüfung der Anlagestrategie einen Abbau prüfen beziehungsweise umsetzen.» Tatsächlich betragen die Gesamtgebühren bei Private-Equity-Konstrukten gemäss einer Analyse von PPCmetrics jährlich gegen 6 Prozent. Dass bei solch exorbitanten Gebühren für die Kunden wenig übrig bleibt, liegt auf der Hand. Private-Equity-Unternehmen berufen sich in ihren Renditeangaben gerne auf die sogenannte IRR (Internal Rate of Return) und behaupten, sie würden jährliche Renditen von 10 bis 25 Prozent erzielen. Ludovic Phalippou, Professor of Finance an der renommierten University of Oxford, publizierte im Dezember 2024 den Beitrag «The Tyranny of IRR: A Reality Check on Private Market Returns». Darin entzaubert der Wissenschaftler, der die IRR-Berechnungen wörtlich als «Bullshit» bezeichnet, die Renditen von Private Equity. Bei Lichte betrachtet liegen die jährlichen Nettorenditen von Private Equity tiefer als diejenigen börsenkotierter Aktien.

«Es ist faszinierend, dass so viele Leute glücklich sind mit einer übertrieben ausgewiesenen Performance, welche die Realität nicht reflektiert. Die Consultants sind glücklich, die Manager der Pensionskassen sind glücklich und die Stiftungsräte sind

glücklich. Alle sind glücklich und die einzigen, die unglücklich sein sollten, sind die Destinatäre.»

Ludovic Phalippou, Professor of Finance an der Oxford University

Im Juli berichtete die «Finanz und Wirtschaft», dass der Private-Equity-Anbieter Partners Group ihr Engagement beim Energiedienstleister Techem nicht loswerde. Es sei ein «Ladenhüter». Nachdem alle Verkaufsbemühungen grandios gescheitert seien, hätte Partners Group ihre Beteiligung einfach – schwuppdiwupp – von ihrer Private-Equity- in ihre Infrastruktur-Abteilung verschoben. Ein Schelm, wer Böses denkt. Techem ist kein Einzelfall. Die Abschlüsse vieler von Private-Equity-Häusern eingekauften Unternehmen betragen bis zu 30 Prozent ihres Einstandswerts. In den Jahren 2022 bis 2024 gingen gemäss der Ratingagentur Moody's rund 17 Prozent der Unternehmen in Private-Equity-Besitz in den Konkurs – das ist ein doppelt so hoher Anteil wie bei «normalen» Unternehmen. Erstaunlich ist, dass die Krise von Private Equity in einer konjunkturell fast wolkenlosen Phase hereingebrochen ist. Es stellt sich die Frage: Wollen die Anbieter von Private Equity ihre aktuellen Probleme auf dem Buckel «dummer» Privatanleger lösen? Und was würde wohl mit der Branche passieren, wenn auch noch die wirtschaftliche Stimmung kippt?

«Ich bin seit 30 Jahren in der Private-Equity-Branche und habe schon einige Krisen gesehen, wie das Platzen der Dotcom-Blase 2001 oder die grosse Finanzkrise 2008. Doch was wir derzeit erleben, ist sicher die längste und tiefste Krise der Branche.»

Daniel Flaig, Managing Partner des Private-Equity-Anbieters Capvis, Wirtschaftsmagazin «Bilanz», August 2025

Die «UBS House View, Investor's Guide»-Ausgabe vom vergangenen Juli trägt den packenden Titel «Massnahmen inmitten der Unsicherheit». Darin befasst sich die einzig verbliebene Schweizer Grossbank mit der Frage «Was ist die richtige Allokation in alternativen Anlagen?». Die UBS empfiehlt ihren Kundinnen und Kunden eine Allokation von 20 bis 40 Prozent in den Privatmärkten und 8 bis 12 Prozent in Hedge Funds. Sie kennen unsere Meinung zu diesen margenträchtigen und intransparenten Produkten: Solche Empfehlungen kann nur machen, wer die eigenen Bonustöpfe ins Zentrum der Bemühungen stellt und nicht die Kundeninteressen.

### Die Verschuldung Amerikas wird zum globalen Problem

Mehr als die geopolitischen Spannungen bereitet uns die weltweit beschleunigte Staatsverschuldung Sorgen. Obwohl wir uns wirtschaftlich weder in einer Rezession noch in einem konjunkturellen Kriechgang befinden, geben die Regierungen Geld weit über ihre Verhältnisse aus – von Sparen kann nicht im Geringsten die Rede sein.

«Ich zähle die Sparsamkeit zu den ersten und wichtigsten republikanischen Tugenden und die Staatsverschuldung zu einer der grössten Gefahren.»

Thomas Jefferson, einer der Gründerväter und ehemaliger Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika (1743–1826)

Schuldenweltmeister sind seit Langem die Japaner, deren Schuldenstand zwischenzeitlich die astronomische Höhe von 240 Prozent des Bruttoinlandprodukts (BIP) erreicht hat. Das Land der aufgehenden Sonne ächzt nach wie vor unter dem Immobilien- und Aktienzusammenbruch, der sich nach einem beispiellosen Boom zum Ende der 1980er Jahre ereignet hat. Danach kommen die notorischen Schuldenkönige Griechenland und Italien mit Werten von 155 respektive 135 Prozent.



Frankreich weist eine Verschuldung von 116 Prozent auf und hat in den letzten 18 Jahren die erlaubte Maastricht-Limite von 3 Prozent Neuverschuldung 16-mal übertreten. Im vergangenen Jahr dürfte das Haushaltsdefizit fast 6 Prozent des BIP erreicht haben. Als Folge davon sind die Zinsrisikoaufschläge französischer Staatsanleihen bedrohlich angestiegen. Deutschland mit 64 und die Schweiz mit 38 Prozent stehen bezüglich ihrer Gesamtverschuldung als Musterknaben da. Besonders zu denken an dieser unrühmlichen «Welt-rangliste» gibt die Tatsache, dass sich die Vereinigten Staaten von Amerika mit Riesenschritten in Richtung Tabellenspitze «vorarbeiten» – deren Verschuldung beträgt bereits über 120 Prozent des BIP. Die renommierten amerikanischen Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff haben in ihrem 2010 veröffentlichten Paper «Growth in a Time of Debt» die nicht unumstrittene These vertreten, dass ab einem Grenzwert von 90 Prozent ein gefährliches Terrain betreten wird und sich die Staatsschulden belastend auf das Wirtschaftswachstum auswirken würden.

«Defizit ist das, um was man weniger hat, als man gehabt hat, als man nichts gehabt hat.»

Karl Farkas, österreichischer Schauspieler, Kabarettist und Autor (1893–1971)

Der streitbare amerikanische Präsident Donald Trump hat mit der sogenannten «Big Beautiful Bill» ein Wahlversprechen abgegeben, das weniger Steuern, mehr Ausgaben für die Verteidigung, einen besseren Grenzschutz und mehr Ausschaffungen beinhaltet. Das Versprechen ist abenteuerlich, wenn nicht verantwortungslos, denn Amerikas Ausgabenwut ist auf Pump gebaut. So ist davon auszugehen, dass der Schuldenstand im abgelaufenen Jahr um weitere USD 2'000 Mrd. respektive um unglaubliche 7 Prozent des BIP angewachsen ist. Dass dies in einer konjunkturrell heiteren Stimmung möglich geworden ist, macht die Sache nur noch schlimmer.

«Politiker geben gerne Geld aus. Es ist viel einfacher, Schulden anzuhäufen, als sie abzubauen.»

Carmen Reinhart, amerikanische Professorin an der University of Harvard und ehemalige Chefökonomin der Weltbank, «NZZ», 17. Juni 2025

Im Jahr 1980 betrugen die Schulden der USA noch USD 1 Bio. In der Zwischenzeit ist diese Summe auf USD 36 Bio. angewachsen. Seit der Jahrtausendwende sind die Verbindlichkeiten von 55 Prozent des BIP auf über 120 Prozent der Wirtschaftsleistung empor-geschwungen, so dass die Amerikaner allein für den Zinsendienst jährlich USD 1'200 Mrd. ausgeben – täglich über USD 3 Mrd. Vor der Covid-Krise betrug der Zinsendienst der USA noch USD 1 Mrd. pro Tag. Gemäss Carmen Reinhart macht der Schuldendienst bereits 12 Prozent des amerikanischen Haushalts aus – der mit Abstand höchste Anteil unter westlichen Ländern. Es ist deshalb kein Zufall, dass im Mai vergangenen Jahres nach Standard & Poor's (2011) und Fitch (2023) auch Moody's als dritte einflussreiche Rating-Agentur dem Schuldner USA die Höchstnote entzogen und die Kreditwürdigkeit herabgesetzt hat.

«Die Mutter aller Schuldenkrisen könnte irgendwann in diesem oder im nächsten Jahrzehnt eintreten.»

Nouriel Roubini, amerikanischer Nationalökonom und Professor an der New York University

Das notorische Zwillingsdefizit der USA – die Kombination von Staatsdefizit im Inland und Leistungsbilanzdefizit gegenüber dem Ausland, weil die Importe die Exporte übersteigen – ist auf Dauer nicht tragbar. Es besteht die latente Gefahr eines «Liz-Truss-Schocks». Wir erinnern uns: Als im Jahr 2022 die damalige britische Premierministerin Steuersenkungen ankündigte, explodierten am Kapitalmarkt die Zinssätze von

Anleihen in unkontrollierter Weise. Die Anleger hatten über Nacht das Vertrauen in die Kreditwürdigkeit Grossbritanniens verloren, so dass Liz Truss kurz nach ihrem Amtsantritt zurücktreten musste. Als Donald Trump im April des vergangenen Jahres seine skurrilen Zollpläne verkündete, geschah mit den amerikanischen Zinsen Ähnliches. Die Kurse von Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps) auf Treasury Bonds schossen nach oben und Trump musste sein Vorhaben auf Druck der Kapitalmärkte auf Eis legen. Wie sensitiv die Kapitalmärkte auf Äusserungen von Politikern reagieren, zeigte sich erneut Anfang Juli im britischen Parlament. Während einer Rede des Premierministers Keir Starmer schwenkten die Kameras auf seine Schatzkanzlerin Rachel Reeves, die für einen soliden Haushalt sowie nachhaltige Staatsfinanzen steht und aus Angst vor einer drohenden Entlassung in Tränen ausbrach. Im selben Moment brachen die Kurse britischer Anleihen ein – der «Liz-Truss-Schock» drohte sich zu wiederholen. Die beiden Beispiele zeigen, wie fragil die Kapitalmärkte reagieren, wenn das Vertrauen der Investoren wegbricht – das war im Falle von Griechenland im Jahr 2012 nicht anders. Ray Dalio, Gründer des weltweit grössten Hedge Funds Bridgewater Associates, bringt es auf den Punkt, wenn er sagt: «Wir sollten uns vor dem Anleihenmarkt fürchten.»

«Früher dachte ich, wenn es eine Reinkarnation gäbe, wollte ich als Präsident, Papst oder Baseballstar zurückkommen. Aber jetzt würde ich gerne als Bondmarkt wiedergeboren werden: Der Bondmarkt kann jeden einschüchtern.»

James Carville, amerikanischer Politologe und Berater des ehemaligen US-Präsidenten Bill Clinton

Was sind langfristig denkbare Szenarien für die USA, um aus dieser schwierigen Situation wieder herauszukommen? Die naheliegende Lösung wären

Sparmassnahmen und Leistungskürzungen. Erfahrungsgemäss scheitern solche Vorhaben nach blumigen Wahlversprechen der Politiker letztlich an deren Willen. Was als Ausgaben einmal beschlossen ist, lässt sich überdies schwer rückgängig machen. Wesentlich einfacher ist es, den Haushalt durch finanzielle Repression zu entlasten. Das geschieht dadurch, dass mittels einer lockeren Notenpresse billiges Geld sowie künstlich tief gehaltene Zinsen geschaffen werden. Die in der Folge steigende Inflation lässt den realen Wert der Schulden schrumpfen und die Kaufkraft der Bürgerinnen und Bürger schmälern. Es findet eine schleichende Enteignung der Bürger statt. So betrachtet wirkt Inflation wie eine verdeckte Steuer. Die Amerikaner verfügen über eine langjährige Erfahrung in der Anwendung finanzieller Repression. Nachdem ihr Schuldenstand am Ende des Zweiten Weltkriegs einen Rekordwert von 120 Prozent erreichte, sank dieser bis ins Jahr 1980 auf 35 Prozent. In dieser Zeit verloren Besitzer von Anleihen auf realer Basis systematisch Geld. Schützen können sich Investoren in Zeiten finanzieller Repression am effizientesten mit Realwertanlagen, zu denen in erster Linie Aktien gehören. Das wird auch in Zukunft nicht anders sein.

«Der Dollar ist unsere Währung, aber er ist Euer Problem.»

John Connally, ehemaliger amerikanischer Finanzminister, im November 1971 an einer Krisensitzung in Rom (1917–1993)

Die japanische Notenbank (BoJ) betreibt seit rund drei Jahrzehnten mit Zinssätzen, die weit unter der Inflation liegen, eine finanzielle Repression, um ihren dramatisch verschuldeten Staatsapparat zu schonen – ein Albtraum für die Sparer, die sich zusätzlich mit einer dramatischen Abwertung des Yen konfrontiert sehen. Im Mai 2026 wird Jerome Powell, der Präsident der amerikanischen Notenbank Fed, sein Amt zur Verfügung stellen. Donald Trump dürfte seinerseits mit einer ihm genehmen Nachfolge im

Fed-Präsidium das Ziel verfolgen, den amerikanischen Dollar graduell abzuwerten, so dass die riesigen Guthaben ausländischer Gläubiger – allen voran aus Japan und China – weniger Wert aufweisen. Im Grunde hat dieser Abwertungswettlauf im abgelaufenen Jahr mit dem Vertrauensverlust in den Dollar bereits seinen Anfang genommen.

«Durch einen anhaltenden Inflationsprozess können Regierungen heimlich und unbemerkt einen bedeutenden Teil des Vermögens ihrer Bürger konfiszieren.»

John Maynard Keynes, britischer Ökonom, Politiker und Mathematiker (1883–1946)

Irgendwann werden die Vereinigten Staaten von Amerika, wenn sie sich im aktuellen Tempo weiter verschulden, über Umschuldungsprogramme nachdenken müssen – beispielsweise durch eine Verlängerung der Laufzeiten ihrer Verpflichtungen. Ein Szenario, über deren Auswirkungen wir nicht einmal spekulieren möchten, ist ein Kreditausfall der mächtigsten Wirtschaftsnation der Welt. Eine Pleite des amerikanischen Staates hätte verheerende Auswirkungen auf die weltweite Finanzmarktstabilität – dagegen wäre der Untergang einer internationalen Grossbank ein Klacks.

«Ein partieller Bankrott ist deshalb unvermeidlich. Die Frage ist nur noch, wann er vollzogen wird.»

Tobias Straumann, Schweizer Wirtschaftshistoriker und Professor an der Universität Zürich (seine Aussage bezog sich generell auf hochverschuldete Staaten)

Zwei Faktoren geben uns die Hoffnung und Überzeugung, dass es nicht so weit kommen wird. Erstens die wirtschaftliche Potenz der USA: Die grösste und stärkste Wirtschaftsmacht der Welt repräsentiert rund

ein Viertel des globalen Bruttoinlandprodukts. Zahlreiche Konzerne, die insbesondere in der Technologiebranche weltweit zu den Champions gehören, haben ihren Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika. Das schafft Vertrauen gegenüber den Gläubigern, dass die USA eine überdurchschnittlich hohe Schuldenlast tragen können. Wenn die Kapitalmärkte das Land zwingen zu reagieren, wird es in der Lage sein, die Probleme anzupacken und zu lösen. Dazu kommt, dass es die USA trotz vieler kritischer Stimmen bis heute geschafft haben, den amerikanischen Dollar als *die* Leitwährung der Welt zu etablieren. Aus heutiger Sicht ist schwer vorstellbar, dass sich dies in absehbarer Zeit ändern wird.

«Die Rebellion der Märkte kann zu einer abrupten Abwertung der Währung führen. Ein Dollar-Crash ist möglich.»

Carmen Reinhart, amerikanische Professorin an der University of Harvard und ehemalige Chefökonomin der Weltbank, «NZZ», 17. Juni 2025

Zweitens die gewaltigen Vermögen der amerikanischen Superreichen: Gemäss «Global Wealth Report», der jährlich von der Versicherungsgesellschaft Allianz herausgegeben wird, beträgt das Pro-Kopf-Durchschnittsnettovermögen der Amerikaner per Ende 2024 rund CHF 300'000 – nach Abzug privater Schulden. Das ist Weltspitze. Die Schweiz belegt mit einem Durchschnittsnettovermögen von rund CHF 250'000 «nur» Platz 2. Es gibt nirgends so viele Milliardäre wie in den USA. In diesem Zusammenhang sei ein Blick aus der Vogelperspektive erlaubt. Die US-Regierung ist mit rund USD 36 Bio. verschuldet. Demgegenüber werden die Gesamtvermögen der amerikanischen Bürgerinnen und Bürger auf insgesamt USD 180 Bio. geschätzt. Zieht man davon die privaten Verbindlichkeiten ab, die vor allem aus Hypotheken bestehen, so resultiert ein Nettovermögen von rund USD 160 Bio. Mit anderen Worten: Wenn die Amerikanerinnen und Amerikaner dem Staat knapp ein Viertel ihrer

Vermögen als «Sanierungssteuer» übertragen, ist das Land schuldenfrei. Das ist zwar nur ein Gedankenspiel, aber die Vermögenden werden über kurz oder lang nicht darum herumkommen, die staatlichen Defizite durch Steuererhöhungen zu stopfen. Am Ende wird es wohl eine Kombination diverser Massnahmen sein, die zur schmerzhaften Gesundung des amerikanischen Staatshaushalts beitragen werden.

### Stablecoins als Retter maroder Staatsfinanzen?

Politiker waren noch nie verlegen, wenn es darum ging, kreative Ideen zu generieren, um den Bürgern vorzugaukeln, sie hätten das geeignete Rezept zur Eindämmung der Staatsverschuldung. Die neueste Idee stammt, wenig erstaunlich, vom amerikanischen Präsidenten Donald Trump. Mit dem sogenannten «Genius Act» will er die Etablierung von Stablecoins als private, digitale Währungen gesetzlich fördern. Stablecoins sind an eine Währung wie den Dollar gekoppelt und bilden diesen eins zu eins ab. Allerdings sind sie umstritten, da sie auch für dunkle Geschäfte und Geldwäscherei verwendet werden. Die Emittenten von Stablecoins sichern ihre digitalen Währungen insbesondere mit kurz oder lang laufenden Staatsanleihen (Treasury Bills und Bonds) ab. Der bekannteste Stablecoin ist Tether. Der «geniale Akt» soll eine «Revolution des Finanzmarktes» auslösen und das amerikanische Staatsdefizit reduzieren. Mit Verlaub: Mit gesundem Menschenverstand ist schwer nachvollziehbar, wie das funktionieren soll. Wie denn in aller Welt sollen sich Schulden verflüchtigen, indem man einfach ein zusätzliches «Asset» kreiert?

«Der Stablecoin-Sektor ist nicht gut reguliert, und dass man etwas im Namen als stabil bezeichnen muss, sagt einiges.»

Augustin Carstens, abtretender Geschäftsführer der in Basel ansässigen Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und lange in führender Stellung beim Internationalen Währungsfonds (IWF), Interview in der «NZZ», 1. Juli 2025

Die Hoffnung der Protagonisten ist wohl, dass durch den verstärkten Kauf amerikanischer Staatsanleihen zur Besicherung der Stablecoins die Zinsen und als Folge davon die Schuldenlast sinken könnten. Zweifel sind angebracht, dass dieser Zaubertrick funktionieren wird. Statt um Genialität scheint es sich hierbei eher um ein gefährliches Gebräu aus Überheblichkeit und Wahnsinn zu handeln. Fairerweise sei angefügt, dass Stablecoins durchaus eine Zukunft als digitales und staatlich sanktioniertes Zahlungsmittel haben können. So beabsichtigt die EU, über die Europäische Zentralbank einen zentral gesteuerten Stablecoin auszugeben. Dieser stünde sodann in Konkurrenz zu den Aktivitäten privater Emittenten.

Donald Trump hat sich bezüglich Kryptowährungen vom Saulus zum Paulus gewandelt und Anfang des letzten Jahres einen eigenen Coin lanciert, um sein Vermögen in «genialer Weise» aufzupeppen – auf Kosten vieler Fans, die damit erhebliche Verluste eingefahren haben. Die treuesten Fans mit dem grössten Anteil an Trump-Coins hat er zu einem privaten Dinner eingeladen. So funktioniert die gegenwärtige Politik in den Vereinigten Staaten von Amerika.

«Letztlich handelt es sich dabei um eine Art Schneeballsystem, bei dem einige wenige Menschen hohe Gewinne zulasten derjenigen verdienen, die später am Kryptomarkt einsteigen.»

Marcel Fratzscher, Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW)

Der frühere Star-Torwart des FC Bayern München und der deutschen Fussballnationalmannschaft, Oliver Kahn, war anlässlich des 13. Münchener Vermögens-tags, der am 27. Juni von der V-Bank (bei der zahlreiche unserer deutschen Kundinnen und Kunden ihre Depotwerte halten) veranstaltet wurde, der Programmhöhepunkt. Er hielt ein Referat mit dem Titel «Neue

Investitionsmöglichkeiten mit tokenisierten Wertpapieren am Beispiel Growth Capital für Fussballclubs.» Das klingt spannend. Wer weiss, vielleicht wird der ehemalige deutsche Fussballgott schon bald für den nächsten Wirtschaftsnobelpreis nominiert – auf derselben Bühne wie Donald Trump, der auf den Friedensnobelpreis aspiriert.

### Gold als Alternative zum Dollar?

Seit rund drei Jahren erlebt Gold einen veritablen Boom. Von Anfang Januar 2023 bis Ende November 2025 hat das gelbe Metall in der Referenzwährung Schweizer Franken kumuliert um überragende 102,5 Prozent zugelegt. Im Vergleich dazu haben Schweizer Aktien (Swiss Performance Index SPI) 28,5 Prozent und Schweizer Anleihen (Swiss Bond Index SBI) 14,1 Prozent abgeworfen. Angesichts der globalen Herausforderungen, der grassierenden Staatsverschuldung der USA und der irrwitzigen Politik ihres amtierenden Präsidenten wird Gold von Investoren zunehmend als Alternative zum amerikanischen Dollar gesehen.

«Die Berühmtheit mancher Zeitgenossen hängt mit der Blödheit der Bewunderer zusammen.»

Heiner Geissler, deutscher Jurist und Politiker der CDU (1930–2017)

Insbesondere seit dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine haben die Goldkäufe von Zentralbanken stark zugenommen. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass die G-7-Staaten unter Führung der USA die Fremdwährungsreserven Russlands nach Kriegsausbruch eingefroren hatten. Damit wurde einigen Währungshütern bewusst, dass ihre vorzugsweise in US-Dollar gehaltenen Reserven als geopolitisches Druckmittel benutzt werden können. Es überrascht deshalb nicht, dass insbesondere die Zentralbank von China, aber auch diejenige von Indien, Polen und der Türkei verstärkt als Käufer von Gold auftreten. Das Edelmetall wird als Krisenschutz gehalten.

Bemerkenswert ist, dass der markante Anstieg des Goldpreises mit gleichzeitig gestiegenen Realzinsen bei amerikanischen Bundesanleihen (Treasury Bonds) einhergeht. In der Vergangenheit tendierte der Preis des Goldes regelmässig zur Schwäche, wenn die Realzinsen stiegen, weil sich in der Folge die Attraktivität von Festverzinslichen erhöhte. Das unterstreicht, dass sich die Goldhaussie der letzten Jahre von früheren Mustern unterscheidet und auf einem gefestigten Fundament steht.

Es entspricht unserer Überzeugung, dass Gold durchaus seinen Platz in einem Gesamtvermögen eines Investors einnehmen darf. Dafür gibt es gute Gründe. Gold spielte über lange Zeit eine wichtige Rolle in der Währungspolitik der internationalen Staatengemeinschaften. So waren die Devisenreserven bis zur Aufhebung von «Bretton Woods» an das Gold gebunden. Dazu kommt, dass Gold eine wichtige Rolle in der Schmuckindustrie einnimmt und damit ein Wirtschaftsfaktor darstellt. Auch ist Gold – ganz im Gegensatz zu Kryptowährungen, die von Menschen in jeder beliebigen Menge aus dem Hut respektive aus dem digitalen Netz gezaubert werden können – trotz aller Versuche von Alchemisten, die bereits im Mittelalter versuchten, mit chemischen Prozessen Gold herzustellen, als Rohstoff begrenzt.

In seinem Fintool-Video vom 16. Mai 2025 zeigt Erwin Heri, Finanzprofessor an der Universität Basel, die langfristige Rendite der wichtigsten Anlagen für die Zeitperiode von 1800 bis 2024 auf. Während Gold auf *realer*, inflationsbereinigter Basis und in der Referenzwährung USD eine jährliche Rendite von 0,7 Prozent abwarf, rentierten Anleihen 3,2 und Aktien sogar 7,0 Prozent jährlich. Das sind monumentale Unterschiede. Die Rendite von Gold war somit in der sehr langen Frist nicht wesentlich höher als die Inflation.

«Gold wird irgendwo auf der Welt aus der Erde gegraben. Dann schmelzen wir es ein, graben ein neues Loch, schütten es wieder zu und



bezahlen Menschen, um es zu bewachen. Würde uns jemand vom Mars aus beobachten, er würde den Kopf schütteln.»

Warren Buffett, amerikanische Anlegerlegende und Orakel von Omaha, Nebraska

Fairerweise muss gesagt sein, dass der Goldpreis bis zum Jahr 1971 bei USD 35 fixiert und der Dollar an diesen gebunden war. Erst seit Aufhebung von «Bretton Woods» schwankt er frei am Markt. Nach der Abschaffung des Goldstandards legte Gold kräftig zu, bevor es für längere Zeit wieder massiv an Wert verlor, um in der Finanzkrise und nach Ausbruch des Ukraine-Kriegs zu neuen Haussen anzusetzen. Ein langfristig fairer Vergleich zwischen Aktien und Gold deckt folglich die Zeitperiode von 1971 bis 2025 ab, in welcher Gold den freien Marktkräften ausgesetzt war. Dieser Vergleich sieht so aus: Während Gold in der Referenzwährung Schweizer Franken über die Gesamtperiode von rund 55 Jahren auf nominaler Basis jährlich 5,7 Prozent (real 3,5 Prozent) zugelegt hat, brachten es Schweizer Aktien auf jährlich 7,8 Prozent (real 5,6 Prozent). Gold hat zweifellos seine Berechtigung in der Anlagewelt. Allerdings darf die langfristige Rendite von Gold nicht überschätzt werden, weshalb wir den Anteil an einem Gesamtvermögen eher klein halten würden. Zugespißt lässt sich schliessen: Gold ist der bessere Bitcoin, aber Aktien bleiben langfristig das bessere Gold.

### **Schweizer Anleger brauchen keine Fremdwährungsanleihen**

Aus Sicht eines Hartwährungslandes wie der Schweiz macht es wenig Sinn, in höherverzinsliche Fremdwährungsanleihen zu investieren. Der Zinsvorteil im Ausland wird durch entsprechende Währungsverluste mehr als kompensiert, wie die britischen Professoren Elroy Dimson (Cambridge University), Paul Marsh und Mike Staunton (beide an der London Business School) in ihrem «Global Investment Returns Yearbook» der

UBS eindrücklich darlegen. So haben Schweizer Anleihen in der Periode von 1900 bis 2024 im weltweiten Vergleich mit jährlich 2,2 Prozent inflationsbereinigt die höchste Realrendite abgeworfen. Obwohl die nominellen Zinsen in der Schweiz im internationalen Quervergleich systematisch zu den tiefsten zählen, ist die Realrendite am höchsten. Der Grund liegt in der unterschiedlichen Inflations- und Währungsentwicklung der verschiedenen Länder. Weil in der Schweiz die Teuerung notorisch tief notiert und der Schweizer Franken weltweit die härteste Valuta ist, fallen die währungsbereinigten Renditen in helvetischen Anleihen langfristig höher aus als in jedem anderen Land der Welt. Das heisst nichts anderes, als dass Schweizer Investoren keine Fremdwährungsanleihen brauchen, um ihr Portfolio zu diversifizieren. Im Gegenteil: Fremdwährungsanleihen erhöhen unnötigerweise die Schwankungsrisiken eines Wertschriftenportfolios und führen bei Privatinvestoren aufgrund der höheren Zinserträge erst noch zu höheren Steuerbelastungen – Zinseinnahmen müssen in der Schweiz versteuert werden, während Währungsverluste steuerlich nicht in Abzug gebracht werden können.

### **«Ich will kein gieriger Banker mehr sein» – die Thunfisch-Saga der Credit Suisse**

Erinnern Sie sich an den Thunfisch-Skandal der Credit Suisse? Die untergegangene Schweizer Grossbank sprach im Jahr 2013 einen Kredit in Höhe von USD 1,3 Mrd. für das südafrikanische Land Mosambik. Das Ziel war, der Regierung den Kauf einer Thunfischfangflotte zu ermöglichen, um mit Fischerei Arbeitsplätze und Wachstum zu schaffen. Verantwortlich für diesen Deal bei der Credit Suisse war der gebürtige Neuseeländer Andrew Pearce. Das Geschäft entpuppte sich als ein monumentaler Korruptionsfall, in dem Minister, Geheimdienstler und CS-Banker – an vorderster Stelle Pearce selbst – bestochen wurden. Mehrere hundert Millionen Dollar versickerten auf obskuren Wegen in den Taschen der Betrüger. Zwar stand der Konstrukteur der Flotte auf einer schwarzen Liste der Credit Suisse und war als «Master of Kickback» bekannt, doch Pearce diktierte seinen CS-Mitstreitern

dies: «Lasst ihn einfach aus dem Bild verschwinden.» Die Compliance-Abteilung der Bank wurde offenbar auf einfache Weise übertölpelt, so dass der Kredit durchgewunken wurde. Vermutlich haben die Verantwortlichen bei einem Zins von 9 Prozent die Dollarzeichen höher bewertet als die Risiken. Erstaunlich, denn Transparency International schätzt das Korruptionsrisiko von Mosambik als «sehr hoch» ein.

«Ich möchte nun beweisen, dass auch ein ehemals geldgieriger, unmoralischer Banker zu Gutem fähig ist.»

Andrew Pearse, verurteilter Betrüger und ehemaliger Manager der Credit Suisse

Für die Credit Suisse endete die Geschichte im Desaster. Sie bekannte sich der Geldwäscherei schuldig. Unter dem Strich entstand für sie ein Schaden von USD 1 Mrd. Auch für Mosambik wurde der Kredit zum Albtraum. Das Land schlitterte in die Staatspleite, während die Thunfischflotte im Hafen von Maputo ungenutzt vor sich hin rostet. Was ist mit dem Betrüger Andrew Pearse, der von der britischen Finanzmarktaufsicht FCA mit einem lebenslangen Berufsverbot in der Finanzindustrie belegt wurde, passiert? Gemäss Medienberichten arbeitet er von Montag bis Donnerstag bei seiner Entrümpelungsfirma Waste Not Group und entsorgt alte Sofas. Am Freitag macht er sich in der Gassenküche Foodcycle in Wolverton bei London nützlich, wo er Karotten schält und Obdachlosen heisse Gemüsesuppe ausschenkt. Was für ein happy End der tristen Geschichte eines korrupten Bankers: Zumindest die Kunden seiner Gassenküche dürfen von Andrew Pearse Anstand und Moral erwarten.

### Steuerliche Herausforderungen

Regelmässig werden wir von Kundinnen und Kunden auf Steuerthemen angesprochen. Dabei geht es um unterschiedliche Fragen zu schweizerischen oder ausländischen Steuern. Das können Fragen sein wie «Fallen Steuern an, wenn ich meiner in Frankreich

lebenden Tochter Aktien oder eine Immobilie in der Schweiz schenke?» oder «Wie hoch ist mein Freibetrag bei der amerikanischen Erbschaftssteuer (U.S. Estate Tax)?»

«Alles, was Du sagst, sollte wahr sein. Aber nicht alles, was wahr ist, solltest Du auch sagen.»

Voltaire, französischer Philosoph und Schriftsteller (1694–1778)

Für solche oft komplexen Fragen braucht es Spezialisten, da die Antworten je nach Familiensituation und Domizil des Schenkenden, des Erblassers oder des Vermögensempfängers völlig unterschiedlich ausfallen können. Darüber hinaus haben die Betragshöhe und die in den unterschiedlichen Ländern gültigen Steuergesetze wesentlichen Einfluss auf die massgeblichen Berechnungen. Getreu dem Motto «Schuster bleib bei Deinen Leisten» wissen wir sehr genau, auf welchem Gebiet wir Ihre Spezialisten sind. Dazu gehören alle Fragen im Kontext Ihrer Anlagen. Wir wissen aber auch, bei welchen Themen wir das Terrain anderen Spezialisten überlassen wollen. Sollten Sie Fragen zu steuerlichen Belangen wie zum Beispiel dem komplexen US-Erbschaftssteuergesetz haben, empfehlen wir Ihnen den Beizug kompetenter Spezialisten.

### Kommunikation gegenüber unseren Kundinnen und Kunden

Sporadisch werden wir von einzelnen Kundinnen oder Kunden darauf angesprochen, warum wir in Zeiten kriselnder Börsen nicht proaktiv und rasch über die aktuellen Geschehnisse in der Welt und speziell an den Finanzmärkten kommunizieren würden. Die Frage ist absolut berechtigt, zumal nicht wenige unserer Wettbewerber genau dies tun. Wir haben dieses Thema im Laufe der Jahre und Jahrzehnte verschiedentlich in unseren Führungsgremien diskutiert und sind immer wieder mit Überzeugung zu dem Schluss gekommen, dass wir dies *nicht* tun möchten. Was sind unsere Gründe?

«Manche Leute haben tatsächlich nichts anderes von ihrem Vermögen als die Angst, es zu verlieren.»

Antoine de Rivarol, französischer Schriftsteller (1753 – 1801)

In Börsenkrisen geht es hektisch zu und her an den Kapitalmärkten. Oft überschlagen sich die Ereignisse auf Wochen- oder sogar Tagesbasis. Ein gutes Beispiel ist der Rückschlag an den Aktienmärkten, der im abgelaufenen April stattgefunden hat. Die überraschende Ankündigung willkürlich festgelegter Zölle durch den amerikanischen Präsidenten Donald Trump hat die Aktien- und Anleihenmärkte weltweit auf Talfahrt geschickt. Selbstverständlich hätten wir diese Ereignisse mit einem Schreiben an unsere Klientel kommentieren und bewerten können. Doch was hätte Ihnen das, geschätzte Kundinnen und Kunden – und nur das zählt für uns – gebracht? Herzlich wenig: Unter dem Druck steigender Zinsen – eine gewaltige Last für den ohnehin schon stark verschuldeten amerikanischen Staat – kapitulierte Trump bereits wenige Tage später und legte die verkündeten Zölle auf Eis, so dass sich die Märkte rasch wieder erholten. Unsere wenige Tage zuvor an unsere Kundinnen und Kunden versandte Information wäre zu diesem Zeitpunkt bereits wieder obsolet geworden und wir hätten uns wohl veranlasst gesehen, bereits eine Woche nach unserer ersten Einschätzung eine weitere folgen zu lassen. Im Extremfall – und dieser ist in Börsenkrisen gar nicht so selten – führt das dazu, dass wir Ihnen innerhalb weniger Wochen zahlreiche Informationsschreiben zukommen liessen. Dieses Vorgehen macht aus unserer Sicht keinen Sinn, denn es schürt Unsicherheit und Hektik erst recht.

«Was Trump tut und sagt, ist komplett bedeutungslos für einen langfristig orientierten und global diversifizierten Investor.»

Markus Städeli, Wirtschaftsredaktor, «NZZ am Sonntag», 1. Juni 2025

Wir sind langfristig denkende und handelnde Vermögensverwalter. Von kurz- und mittelfristigen Prognosen sowie von kurzfristigem Trading halten wir nichts. Gerade in Börsenkrisen sind gute Nerven, eine ruhige Hand und Disziplin gefordert. Das geht nur, wenn man sich von den Turbulenzen an den Märkten nicht verrückt machen lässt. Im Grunde ist aus unserer Sicht in *jeder* Börsenkrise dies das Wichtigste: Am langfristig definierten Anlagekonzept festhalten und nach Möglichkeit antizyklische Chancen nutzen – so wie im April letzten Jahres! Wenn die Aktienmärkte einbrechen, ist es die vorrangige Aufgabe unserer Portfoliomanager, bei Neukunden, deren Portfolios im Aufbau stehen, systematisch und antizyklisch Aktien dazuzukaufen. Bei Kunden, deren Portfolio vollständig investiert ist, wird antizyklisch ein Rebalancing – bei Titeln, die gut gelaufen sind, werden durch Teilverkäufe Gewinne mitgenommen, während bei Titeln, die zur Schwäche neigten, dazugekauft wird – vollzogen. Dasselbe erfolgt auf Stufe der Branchen. Darüber hinaus werden bei gemischten Portfolios in Schwächephasen Aktien zulasten von Anleihen dazugekauft – das Umgekehrte erfolgt in Haussen. Wer nun glaubt, in turbulenten Zeiten sei es wichtig, rasch zu handeln, täuscht sich. Hektisches und oft unüberlegtes Trading kostet in der Regel Rendite. Aus unserer Erfahrung spielt es langfristig auch keine Rolle, welche Kundenportfolios in hektischen Zeiten etwas früher oder später bewirtschaftet werden. Da wir wie alle Experten keine Kristallkugel besitzen und die kurzfristige Entwicklung an den Märkten nicht abschätzen können, entspricht es letztlich dem puren Zufall, ob im Einzelfall tiefer oder höher gekauft oder verkauft wird.


Der Fokus unseres Teams in Börsenbaissen liegt in der konsequenten Umsetzung unserer antizyklischen Anlagephilosophie. Wenn Sie also in turbulenten Zeiten nichts von uns hören, heisst das nicht, dass wir untätig sind. Im Gegenteil: Wir setzen mit ruhiger Hand genau das um, was wir Ihnen versprochen haben. Das bringt langfristig viel mehr, als sich mit irrationalen Entscheidungen mächtiger Politiker herumzuschlagen oder zu versuchen, kurzfristiges Timing zu betreiben. Dieses ist über kurz oder lang zum Scheitern verurteilt. Wer es trotzdem versucht, handelt unter dem Eindruck negativer Schlagzeilen in aller Regel prozyklisch und verkauft seine Aktien zu Unzeiten. Wir haben das in den bald 40 Jahren unseres Bestehens immer wieder erlebt. Wer in turbulenten Zeiten nervös wird, verkauft zu Unzeiten und oft zu Tiefstpreisen.

«Wir werden die Arzneimittelpreise um 100 Prozent, in einigen Fällen sogar um 300 Prozent oder mehr senken.»

Donald Trump, Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika – mit seinem Ende September verkündeten Statement hebt er einfache und für über 99% der Menschheit unumstössliche mathematische Grundregeln aus

Weiterhin werden wir unsere Kundinnen und Kunden halbjährlich über das weltweite Anlagegeschehen und unsere Haltung zu den Finanzmärkten informieren. Selbstverständlich sind Sie darüber hinaus *jederzeit* frei, uns respektive Ihren Kundenberater nach einer Einschätzung zu fragen. Wir stehen Ihnen immer gerne zur Verfügung. Dabei wird der Kern unserer Antwort in Phasen kriselnder Märkte immer derselbe sein und bleiben: Ruhe bewahren, die Nerven nicht verlieren, den Lärm der Kapitalmärkte sowie der Politik so gut wie möglich ausblenden und nach Möglichkeit die Chancen packen, entgegen dem Herdentrieb antizyklisch Aktien dazuzukaufen respektive innerhalb der Aktienquote ein Rebalancing durchzuführen.

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



Dr. Pirmin Hotz



## Wenn sich zwei über den Bitcoin streiten

Interview von Damien Martin

**Krypto-Duell An der Kryptowährung scheiden sich weiterhin die Geister. «Finanz und Wirtschaft» hat im Streitgespräch einen Kritiker gegen einen Unterstützer antreten lassen.**

Der Verriss des Bitcoins in dieser Zeitung von Pirmin Hotz, Gründer der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltung, hat grosse Wellen geschlagen. Unter anderem antwortete Stefan Höchle, Head Investment Strategy bei Digital Asset Solutions, in seiner Replik direkt auf die Argumente von Hotz.

Beide Artikel und die darauf erhaltenen Kommentare zeigen: Der Diskussionsbedarf bleibt gross. FuW hat beide Experten daher zum direkten, verbalen Schlagabtausch eingeladen.

**Beginnen wir einfach: Was ist der Bitcoin für Sie, Herr Hotz?**

**Pirmin Hotz:** Der Bitcoin ist ursprünglich eine digitale

Währung, die krachend als Zahlungsmittel gescheitert ist. Ich wohne im sogenannten Crypto Valley im Kanton Zug und kenne niemanden, der jemals mit Krypto bezahlt hat. Weil es so grandios gescheitert ist, ist es heute zum reinen Spekulationsobjekt verkommen.

**Das entspricht wohl nicht ganz Ihrer Auffassung, Herr Höchle?**

**Stefan Höchle:** Nein, für mich ist der Bitcoin natürlich mehr als reine Spekulation. Es ist wichtig, dass man Bitcoin versteht und nicht nur den Preis von Bitcoin anschaut. Selbstverständlich hat der Preis einen spekulativen Charakter, aber schaut man das Konzept von Bitcoin an, dann handelt es sich hierbei um eine neue, dezentrale monetäre Infrastruktur. Diese hat erstmals ermöglicht, neben Informationen auch Wert übers Internet ohne Intermediär zu transferieren. Im Unterschied zu Gold, Aktien oder Fiat ist dieses System



Stefan Höchle (links) und Pirmin Hotz (rechts) sind sich uneins. Während der eine die Technologie hinter der Währung hervorhebt, vergleicht der andere das digitale Asset mit Kuhmist.



## FINANZ und WIRTSCHAFT

von Grund auf zensurresistent, nicht konfiszierbar und ohne Gegenparteirisiko – das ist ein fundamentaler Unterschied. Und auf diesem Netzwerk wurde eben die digitale Währung Bitcoin gegründet.

**Aber Sie geben Herrn Hotz recht, seinen ursprünglichen Zweck als Zahlungsmittel hat der Bitcoin nicht erfüllt?**

**Höchle:** Nein, da gebe ich ihm auch nicht recht. Fiat-Geld sollte einerseits als Rechnungseinheit gelten, als Zahlungsmittel akzeptiert werden und zur Wertaufbewahrung dienen. Die dominierende Funktion von Bitcoin war die Wertaufbewahrung. Gerade in Ländern mit hoher Inflation oder Kapitalrestriktionen nutzen Menschen Bitcoin aktiv, um ihre Kaufkraft zu schützen.

**Wert wird in Anlageklassen aufbewahrt. Ist der Bitcoin eine solche?**

**Hotz:** Ich habe in der Schule gelernt, dass Anlageklassen einen Hintergrund haben. Aktien sind Beteiligungs-

papiere an Unternehmen, die etwas produzieren und Mehrwert schaffen. Der Aktionär erhält als Entschädigung für sein Risiko Dividenden und profitiert langfristig von einem Kapitalgewinn. Wenn man Immobilien kauft, erhält man einen Mietertrag. Beim Bitcoin sehe ich absolut nichts dahinter. Es basiert einzig und allein auf dem Prinzip Glaube und Hoffnung. Die Technologie dahinter mag ja interessant sein, aber mit einem Bitcoin erhalte ich davon keinen Anteil. In anderen Worten: Der intrinsische Wert eines Bitcoins ist de facto null, somit ist auch der Wert aller Bitcoin null.

**Herr Höchle, Sie schütteln den Kopf. Was entgegen Sie darauf?**

**Höchle:** Ich wiederhole mich, aber Bitcoin ist nicht nur eine Währung, sondern auch ein Netzwerk, das die Wertaufbewahrung und den Transfer ohne Intermediär ermöglicht. Keinen intrinsischen Wert hätte dieses Konzept, wenn das Netzwerk nicht adaptiert wird. Ein dezentrales, monetäres Netzwerk mit Aktien gleichzusetzen, ist wie Äpfel mit Birnen zu vergleichen. Das greift zu kurz. Aktuell bemisst der Markt dem Bitcoin-Netzwerk auf alle Fälle – basierend auf der Marktkapitalisierung – einen Wert von 2,3 Bio. \$. Zudem finden täglich rund 400'000 Transaktionen auf dem Netzwerk in Höhe von rund 50 Mrd. \$ statt. All dies negiert Herr Hotz, wenn er sagt, es habe keinen intrinsischen Wert.

«Es gibt ein ganzes Ökosystem um den Bitcoin, das sich stets weiterentwickelt.»

Stefan Höchle, Head Investment Strategy, Digital Asset Solutions



**Und dann wäre ja noch die Performance, ebenfalls ein wichtiger Faktor einer Anlageklasse.**

**Höchle:** Richtig, und es gibt kein besseres Asset auf der Welt, das sich über die vergangenen zehn Jahre hinweg mit einer durchschnittlich annualisierten Rendite (CAGR) von rund 80% entwickelt hat – und das wohlgerneht ohne die extremen Anstiegsjahre aus der Anfangszeit im Centbereich.

## FINANZ und WIRTSCHAFT

**Hotz:** Wenn man den Aktienmarkt – also die aus meiner Sicht langfristig attraktivste Anlageklasse – analysiert, dann kommt man ungefähr auf eine Durchschnittsrendite von 8%, die sich auch weiterhin so generieren lassen dürfte. Dann kommt der Bitcoin daher mit 80% und lässt Aktien geradezu jämmerlich aussehen. Das allein dürfte doch schon ausreichen, um zu erkennen, dass es sich beim Bitcoin um einen Hype ohne Substanz handelt.

**Sie, Herr Hotz, hatten Bitcoin bereits mit der Tulpenblase verglichen. Der Bitcoin hat mehrere Bärenmärkte überstanden. Ist der Vergleich nicht etwas weit hergeholt?**

**Hotz:** Nein, es ist eigentlich noch schlimmer. Bei einer Blase spricht man von einer Überbewertung eines Werts. Beim Bitcoin gibt es aber gar keine Bewertung. Es gibt schlichtweg keinen fairen Preis. Bei Nestlé können Analysten sagen, dass der faire Preis beispielsweise irgendwo bei 80 Fr. pro Aktie liegt. Niemand würde auf die Idee kommen und sagen, der faire Preis liegt bei 10 Mio. Fr. Das ist aber beim Bitcoin passiert. Plötzlich ist er von 0,8 Cent auf 100'000 \$ gestiegen.

**Höchle:** Plötzlich war es nicht. Es dauerte immerhin 17 Jahre.

**Hotz:** 17 Jahre sind für mich ein Augenblick in der Geschichte.

**Und trotzdem kann man nicht mehr von einem neuen Phänomen sprechen.**

**Hotz:** Das stimmt, es funktioniert jetzt schon einige Jahre. Das ist vergleichbar mit einer Sekte oder einer Religion. Wenn es der Bitcoin-Sekte weiterhin gelingt, ihre Gläubigen zu vermehren und sich auszubreiten, dann schliesse ich auch einen Kurs von 20 Mio. \$ pro Bitcoin nicht aus. Mit Social Media und den unzähligen Influencern funktioniert der Herdentrieb so gut, dass praktisch kein Limit gesetzt ist.

**Höchle:** Vielleicht sollten wir die verschiedenen Arten von Blasen differenzieren. Es gibt durchaus Blasen, die ohne fundamentale Treiber entstehen. Nachdem diese platzen, spricht niemand mehr darüber. Dann gibt es aber Blasen, wo einfach die Preiserwartungen irrational geworden sind. Nachdem die Dotcom-Blase geplatzt ist,



gab es das Internet und die daraus resultierenden multinationalen Konzerne wie Alphabet weiterhin. Dasselbe gilt für den Bitcoin. In den Bärenmärkten hat der Kurs bis zu 90% korrigiert. Würde hinter dem Bitcoin kein fundamentaler Wert stecken, wäre er heute Geschichte. Aber er hat sich immer wieder erholt – und das liegt am Netzwerk hinter dem Coin, das von Herrn Hotz so gern ignoriert wird.

**Was sagen Sie zum Vorwurf, dass es sich einfach um eine Glaubensgemeinschaft handelt?**

**Höchle:** Wir sprechen hier von einem digitalen Asset mit einer Marktkapitalisierung von 2,3 Bio. \$, das mittlerweile im institutionellen Umfeld aufgenommen wurde und in welches auf breiter Front – von Privatanlegern über Unternehmen bis zu Staaten – investiert wird. Es gibt ein ganzes Ökosystem um den Bitcoin, das sich stets weiterentwickelt. Die grössten Vermögensverwalter der Welt nehmen den Bitcoin in ihre Allokation auf. Dies als Sekte abzutun, ist dann doch etwas sehr einfach und selbstverständlich falsch.

## FINANZ und WIRTSCHAFT

### *Herr Hotz, Sie müssen zugeben: Der Bitcoin ist in der Mitte des Finanzmarkts angekommen.*

**Hotz:** Die Finanzindustrie war schon immer brutal im Geldverdienen. Wo immer Geld verdient werden kann, wird es auch gemacht. Vor wenigen Jahren hat Larry Fink, der Chef von BlackRock, Kryptowährungen noch als Mittel zur Geldwäsche bezeichnet. Heute verdient sein Unternehmen Millionen mit Gebühren auf den Bitcoin-ETF. In der Schweiz ist sogar eine PostFinance eingestiegen, also eine klassische Retailbank. Man muss sich das mal vor Augen führen. Dahinter steckt einerseits der Fomo-Effekt – Fear of Missing Out – und andererseits der Druck, Geld zu verdienen.

### *Herr Höchle, dass Institutionen wie BlackRock aufspringen, hat vermutlich wirklich damit zu tun, dass sie ein Stück des Kuchens abschneiden wollen.*

**Höchle:** Herr Hotz tut so, als ob diese Unternehmen gezwungen werden, mitzumachen. Der freie Markt wird von Angebot und Nachfrage getrieben. Die Nachfrage ist da, also wird auch das Angebot aufgebaut. Wenn er Larry Fink anspricht, so muss gesagt werden, dass hier ein gewisser Lernprozess stattgefunden hat und es eine Weile dauerte, bis verstanden wurde, was Bitcoin darstellt. Dieses Verständnis ist schlussendlich entscheidend.

«Die Finanzindustrie war schon immer brutal im Geldverdienen.»

Pirmin Hotz, Gründer, Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltung

### *Dann versteht es Herr Hotz schlichtweg nicht?*

**Höchle:** Ich glaube, dass...

**Hotz:** Sie dürfen schon nein sagen.

**Höchle:** ...nicht ganz verstanden wird, was eine monetäre Infrastruktur mit Adoption darstellt, deren Wert vom freien Markt bestimmt wird. Das ist nun mal schwieriger zu erfassen als beispielsweise ein Unternehmen, das mit Gewinnkennzahlen bewertet werden kann. Und ja: In gewissem Ausmass hat die Nachfrage nach Bitcoin auch mit Glaube zu tun, wie Herr Hotz sagt. Aber das gilt auch für andere, schon lange etablierte Anlageklassen wie Gold.

### *Die heutige Verwendung von Gold als Wertaufbewahrungsmittel fusst in der Tat auch weitgehend auf gesellschaftlichem Konsens, Herr Hotz.*

**Hotz:** Ich bin kein grosser Fan von Gold. Aber es handelt sich dabei – neben seiner Verwendung in der Schmuckindustrie – immerhin um eine potenzielle Möglichkeit zur Diversifikation des Portfolios. Denn Gold ist im Unterschied zu Kryptowährungen wirklich begrenzt auf dieser Welt und nicht replizierbar. Jederzeit könnte der Code des Bitcoin-Netzwerk kopiert und ein neues Bitcoin lanciert werden.

**Höchle:** Der Code von Bitcoin ist zwar in der Tat frei zugänglich und es wurde mehrmals versucht, eine Kopie zu lancieren. Jedes Mal aber ist dieser Versuch krachend gescheitert, denn das Bitcoin-Netzwerk wurde breit adoptiert und diese breite Adoption macht es gerade erst einzigartig. Im Gegensatz zu Gold ist darüber hinaus ganz klar, auf wie viele Bitcoin der Maximalbestand begrenzt ist. Bei Gold stellt sich die Frage, wie viel davon es wirklich auf der Welt gibt. Die Transparenz der Knappheit ist beim Bitcoin also viel höher.

### *Dann ist also der Bitcoin ein geeigneter Portfoliobaustein?*

**Höchle:** Absolut, der Bitcoin hat sich als Inflationsschutz bewährt und hat wie erwähnt hervorragende Renditen abgeworfen. Darüber hinaus zeigt der Bitcoin übrigens eine Korrelation zur globalen Geldmenge M2 – die neben dem Bargeld auch kurzfristige von den Notenbanken geschaffene Vermögen berücksichtigt, die meist in Assets fließen – von rund 80%. Diese hohe Korrelation zeigt, dass Bitcoin keineswegs irrational schwankt, sondern klar auf die monetäre Expansion reagiert – als digitaler Gegenvorschlag zu strukturell entwertenden Fiatwährungen. All diese Punkte zeigen, dass der Bitcoin genau das erfüllt, was er verspricht und dass er sich durchaus gut als Beimischung im Portfolio eignet.

### *Apropos Korrelation: Die Korrelation vom Bitcoin gegenüber anderen Anlageklassen zeigt doch durchaus Diversifikationspotenzial, Herr Hotz?*

**Hotz:** Wenn einfach die Korrelation als Diversifikationsfaktor hingezogen wird, kann auch in Briefmarken,

## FINANZ<sub>und</sub> WIRTSCHAFT

Oldtimer oder von mir aus Kuhmist investiert werden. All diese Dinge haben auch eine tiefe Korrelation zu anderen Anlageklassen. Wir konnten übrigens während Covid beobachten, wie sich der Bitcoin binnen zwei Tagen halbiert hat. Ob Bitcoin sich in einer Krise also als Diversifikationsmittel beweisen kann, bezweifle ich vehement.

**Höchle:** Niemand behauptet, dass der Bitcoin nicht volatil sei. Aber das liegt auch am Alter des Assets. Sowohl die Renditen als auch die Volatilität werden über die Zeit abnehmen. Das ist ein normaler Prozess, der auch bei einer Amazon-Aktie beobachtet werden konnte.

**Hotz:** Aber Amazon hat sich über die Jahre weiterentwickelt. Ein Bitcoin im Jahr 2025 ist genau der gleiche Bitcoin wie der von 2008.

**Höchle:** Es ist schade, dass Sie das noch nicht verstanden haben. Der Bitcoin und das dahinter liegende Netzwerk haben sich massiv verändert.

**Hotz:** Aber ein Bitcoin ist immer noch ein Bitcoin und aus Amazon wurde ein ganz anderes Unternehmen.

*Aber eine Amazon-Aktie ist auch weiterhin eine Amazon-Aktie, Herr Hotz.*

**Hotz:** Das schon, aber was dahinter steht hat sich verändert. Amazon hat ihren Umsatz und Gewinn verzweifacht.

*Und Herr Höchle argumentiert, dass sich auch das Bitcoin-Netzwerk verändert hat.*

**Hotz:** Davon habe ich aber als Besitzer eines Bitcoins nichts.

**Höchle:** Doch – und zwar 80% jährliche Performance über die letzten zehn Jahre.

*Eine Performance von 80% hört sich doch gut an. Werden Sie sich nun einen Bitcoin kaufen, Herr Hotz?*

**Hotz:** In diesem Leben bestimmt nicht.

*Herr Höchle, werden Sie Ihre Bestände verkaufen?*

**Höchle:** Definitiv nicht.



*Meinung***Die Bombe in den Portfolios**

Pirmin Hotz

**Während erfahrene Investoren mit strukturierten Produkten ein klares Ziel verfolgen, sind Privatanleger häufig überfordert, die Risiken klar abschätzen zu können.**

Welcher Anleger kann von sich behaupten, die Funktionsweise von «Range Target Profit Forwards» oder «Conditional Target Redemption Forwards» zu kennen und erklären zu können? Es dürften die wenigsten sein, denn erfahrungsgemäss versteht diese Produkte selbst unter professionellen Geldverwaltern nur eine Minderheit – viele davon dank mathematischem Spezialwissen.

Vermögenden Kunden der UBS sind notabene solche strukturierten Devisenderivate zum Verhängnis geworden, wie unlängst bekannt wurde. Mit dem Kauf vorstehender Produkte setzten sie darauf, dass sich der US-Dollar innerhalb einer bestimmten Bandbreite bewegt. Ist dies der Fall, winken attraktive Erträge, die jedoch in der Höhe limitiert sind.

Durchbricht hingegen der Dollar einen vorgegebenen Referenzkurs, drohen Verluste, die das Mehrfache der maximal erzielbaren Gewinne ausmachen können. Die Risiken der Käufer sind asymmetrisch verteilt, und es erfordert Fachwissen, um zu verstehen, wie hoch die potenziellen Gewinne und Verluste bei all den möglichen Kursverläufen sein können, die der Dollar während der Laufzeit des Produkts nehmen kann.

Erschwerend kommt dazu, dass bei gewissen Produkten die Risiken gehebelt (Leverage) sind und eine Nachschusspflicht (Margin Call) ausgelöst werden kann. Nachdem US-Präsident Donald Trump am 2. April ein neues Zollregime verkündet hatte, verlor der Dollar rapide an Wert und durchbrach den unteren Referenzkurs der Strukis, sodass die Besitzer teilweise verheerende Verluste erlitten.

**Wo die Produkte Sinn machen**

Kunden der UBS machten in der Folge geltend, von ihren Bankern nicht ausreichend über Risiken, Hebelwirkung und Nachschusspflicht informiert worden zu sein. Offenbar hat die Bank solche Produkte auch an wenig erfahrene Kunden verkauft, weshalb sie

zumindest teilweise für die entstandenen Verluste aufkommt.

Gut verstanden und richtig angewendet haben Strukis ihre Existenzberechtigung. So kann ein Schweizer Industrieunternehmen mit einem massgeschneiderten Konstrukt gezielt die Verpflichtung eingehen, zu potenziell tieferen Kursen Dollars zu kaufen, um seine zukünftigen Importe aus den USA zu begleichen, und gleichzeitig einen Zusatzertrag generieren. Erfahrenen Investoren dienen Strukis in spezifischen Marktsituationen als Portfolioergänzung. Besonders beliebt sind die sogenannten Barrier Reverse Convertibles (BRC), welche mit einer attraktiven Verzinsung locken. Die Käufer dieser Produkte rechnen mit seitwärts, leicht höher oder tiefer tendierenden Kursen ausgewählter Aktien. Fallen die Kurse stärker, bieten BRC über die eingebaute Short-Put-Option die Möglichkeit, Aktien zu tieferen Kursen ins Portfolio aufzunehmen.

Ein Problem von BRC-Produkten, denen in der Regel mehrere Aktien zugrunde liegen, besteht darin, dass sie nach dem Worst-of-Prinzip funktionieren. Bei Unterschreiten der Barriere wird bei Fälligkeit derjenige Titel mit der schlechtesten Kursentwicklung geliefert. Die Folgen werden von Investoren oft unterschätzt.

In vielen Strukis befinden sich nämlich dieselben oder ähnliche Basiswerte, sodass während einer Baisse und bei Unterschreiten der «Knock-out-Barriere» Klumpenrisiken in den Portfolios entstehen. Verheerend wirkte sich dies am Beispiel des deutschen Zahlungsdienstleisters Wirecard aus.

Das einstige «Wunderkind» der Deutschen Börse war aufgrund der fulminanten und volatilen Kursentwicklung ein begehrtes Objekt der Struki-Branche. In der Schweiz waren 167 Barrier-Produkte kotiert, die Wirecard als Basiswert verwendeten. Als das Unternehmen im Jahr 2020 spektakulär kollabierte und Insolvenz anmeldete, mussten sich zahlreiche Anleger die Augen reiben, denn bei allen Strukis wurde die Barriere gerissen. Zur Rückzahlung erhielten sie faktisch wertlose Titel von Wirecard.



## FINANZ und WIRTSCHAFT

In starken Baissen können strukturierte Produkte potenziell zu Brandbeschleunigern in Wertschriftenvermögen werden, wenn mehrere branchenähnliche oder sogar gleiche Titel in ein Portfolio gespült werden – das ist die Antithese der hochgelobten Diversifikation in der Vermögensanlage.

BRC werden von Banken gerne als «Renditeoptimierungsprodukte» verkauft. Das Beispiel Wirecard zeigt, wie irreführend dieser Begriff ist. Während nämlich der Gewinn auf eine überdurchschnittlich hohe Zinszahlung beschränkt ist, kann im Fall eines Unternehmensbankrotts einer einzigen Aktie ein Totalverlust des Struki entstehen.

«Banken verhökern hochmargige Strukis mit Hochdruck an ihre Kunden.»

Viele Banken führen Strukis unter der Rubrik «Obligationen» auf. Das ist irritierend, denn die Verlustrisiken sind in Baissephasen vergleichbar mit denjenigen von Aktien. Fehlt das erforderliche Expertenwissen im Umgang mit Strukis, kann ein vermeintlich konservatives Portfolio in einer markanten Börsenkorrektur fast über Nacht zu einem riskanten Junk-Aktienportfolio mutieren.

Das geschah in der Finanzkrise, als Banken wie die UBS wie Dominosteine fielen und deren Aktien mit Verlusten von teilweise über 80% gehäuft in den Depots der Struki-Besitzer landeten. In einigen Fällen resultierten in Portfolios, die mit Strukis bestückt waren, höhere Risiken respektive Verluste, als wenn in ein reines, aber gut diversifiziertes Aktienportfolio investiert worden wäre.

Die Praxis zeigt, dass Wertschriftendepots, die Strukis enthalten, bezüglich eingegangener Risiken schwer zu beurteilen sind. Je nach Art der Produkte und je nach Marktsituation können sie näher bei Obligationen oder bei Aktien liegen. Nicht zu unterschätzen ist auch das Gegenparteirisiko, das Struki-Besitzer oft eingehen.

Geht die emittierende Bank bankrott, so fällt das Produkt in ein schwarzes Loch – so geschehen bei der

amerikanischen Bank Lehman während der Finanzkrise. Die Investorenlegende Warren Buffett beschreibt diesen Albtraum so: «Erst wenn die Ebbe kommt, erkennt man, wer nackt geschwommen ist.»

### Verkaufsdruck und Interessenkonflikt

Wer Aktien kauft, hat einen Anlagehorizont von mindestens acht bis zehn Jahren. Käufer von Strukis schliessen hingegen Wetten auf ein Jahr ab und trauen sich auf diese kurze Zeit eine Marktprognose für eine, zwei oder drei Aktien zu.

Ob dies aus portfoliostrategischer Sicht Sinn ergibt, ist zumindest fragwürdig. Ein wesentlicher Malus sind auch die hohen Kosten von Strukis, die in der Regel um die 2% betragen. Das mag attraktiv für die Produktartisten sein, doch gehen sie am Ende zulasten der Anleger.

Einige Banken verhökern hochmargige Strukis mit Hochdruck an ihre Kunden und erstellen regelmässig interne Listen der erfolgreichsten Verkäufer dieser Produkte. Das ist stossend und führt zu Interessenkonflikten der Angestellten.

Gleichzeitig sichern sich Banken ab, indem sie dem Verkaufsprospekt umfangreiche «Beipackzettel mit Risiken und Nebenwirkungen» beilegen. Aber wer hat schon die Lust und Zeit, diese zu lesen? Dabei müssten es ja gerade die «Verpackungskünstler» der Banken selbst wissen, wie gross die Risiken sind, sich mit Strukis zu vergaloppieren.

So wurden ihnen in der Finanzkrise strukturierte Produkte wie ABS (Asset-backed Security), CDO (Collateralized Debt Obligation) oder MBS (Mortgage-backed Security) vollends zum Verhängnis. Sie liessen sich damals von ihren eigenen, hoch komplexen Risikomodellen überlisten und verloren dabei buchstäblich den Überblick. Der Durchschnittsanleger ist mit der Komplexität von Strukis definitiv überfordert. Er sollte die Finger davon lassen.

---

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



## Unfaire Besteuerung der Kapitalbezüge in der Vorsorge

Thomas Hauser

### **Der Bundesrat will angebliche «Vorteile» bei Bezug von Vorsorgekapital eliminieren; er unterliegt dabei einem Grundlagenirrtum und schafft Fehlanreize.**

Der Bund ist knapp bei Kasse, deshalb hat eine Expertengruppe auch zusätzliche Besteuerungsmöglichkeiten gesucht. Unter diesen Vorschlägen der Expertengruppe findet sich auch die Anpassung der Besteuerung von Kapitalbezügen in der Vorsorge. Es ist in mehrfacher Hinsicht unverständlich, dass der bürgerlich dominierte Bundesrat diesen Vorschlag übernommen hat. Zum einen besteht ein Grundlagenirrtum, weil es heute gar keine Vorteile beim Bezug von Vorsorgekapitalien gibt – wie weiter unten aufgezeigt wird. Zum anderen wird gegen die Rechtssicherheit verstossen und falsche Anreize werden geschaffen.

«Faktisch entspricht diese ex-post geänderte Besteuerung einer Enteignung.»

Die in Kauf genommene Rechtsunsicherheit ist stossend. Während bei Renten eine Bestandsgarantie besteht, will der Bundesrat die Spielregeln während des Spiels für jene ändern, die sich selbst um die Vorsorge kümmern. Die Wirkung einer höheren Besteuerung von bereits ins Vorsorgesystem eingebrachten Geldern ist gleich wie bei einer Reduktion von Renten; der Vorsorgeplan von eigenverantwortlichen Personen funktioniert nicht mehr – und Korrekturmöglichkeiten sind kaum mehr möglich. Faktisch entspricht diese ex-post geänderte Besteuerung einer Enteignung.

Die falsche Anreizwirkung hat zwei wesentliche Aspekte: Erstens wird für viele der Bezug einer Rente wieder attraktiver; für Pensionskassen sind jedoch Kapitalbezüge nicht unattraktiv, weil dadurch die laufenden

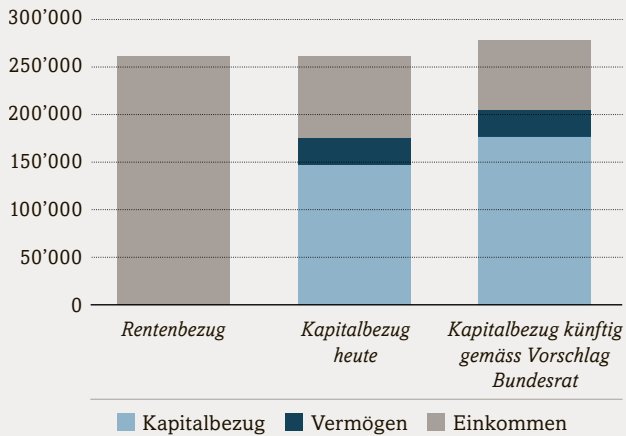
Verpflichtungen und die Langlebkeitsrisiken reduziert werden. Zweitens macht es das eigenverantwortliche Vorsorgen mittels Säule 3a oder Einkäufen in die zweite Säule zwecks Schliessung von Vorsorgelücken unattraktiver. Angesichts der bekannten demografischen Entwicklung ist dieser Fehlanreiz ein Irrsinn.

Der oben erwähnte Grundlagenirrtum besteht darin, dass der Bundesrat vorgibt, bei «Reichen» bestehende Vorteile zu beseitigen, indem das «Steuerschlupfloch» von tieferen Steuersätzen beim Kapitalbezug aus der Vorsorge geschlossen wird. Dabei sollen Kapitalbezüge künftig zu höheren Steuersätzen versteuert werden statt zu einem Sondersatz. In den allermeisten Fällen bestehen weder wesentliche Vorteile noch ist es ein Steuerschlupfloch. Dies soll anhand eines realistischen Beispiels aufgezeigt werden: Eine in Zürich wohnhafte Person hat mit 65 Jahren ein Pensionskassenvermögen von 1'200'000 Franken, daneben jedoch kein weiteres steuerbares Vermögen. Die Pensionskasse hat einen Umwandlungssatz von 5%, was zusammen mit der AHV eine Rente von knapp 92'000 Franken ergibt. Über 20 Jahre bis zum Alter 85 führt dies zu einer Steuerlast auf dem Renteneinkommen von rund 260'000 Franken.

Wenn nun ein vollständiger Kapitalbezug getätigt wird und ein gleiches Einkommen von knapp 92'000 Franken zur Verfügung stehen soll, sieht es wie folgt aus: Beim Kapitalbezug ist eine Steuer von rund 147'000 Franken zu bezahlen. Das verbleibende Kapital wird in einem gemischten Portfolio angelegt, welches eine Nettorendite von im Mittel 3.9% abwirft<sup>1</sup>. Davon sind 2.3% steuerbare Erträge und 1.6% steuerfreier Kapitalgewinn. Um das Zieleinkommen zu erreichen, wird neben der AHV der Vermögensertrag sowie ein Vermögensanteil verzehrt. Zur Einkommenssteuer auf die Vermögenserträge sowie die AHV-Rente bezahlt die Person nun zusätzlich wiederkehrende Vermögenssteuern und die einmalige Steuer für den Kapitalbezug. Die laufenden Steuern über 20 Jahre summieren sich

<sup>1</sup> Annahme: Anteil von 65% Aktien mit Rendite von 7%, Anteil von 35% Obligationen mit Rendite von 1%, Vermögensverwaltungskosten 1%; die Portfolioaufteilung entspricht dem Risiko von Schweizer Pensionskassen, welche im Durchschnitt einen Realwertanteil von 60% bis 65% führen

### Steuerbelastung bei Vorsorge mittels Rente respektive Kapitalbezug



Steuern auf:

|   | Rentenbezug | Kapitalbezug heute | Kapitalbezug künftig gemäss Vorschlag Bundesrat |
|---|-------------|--------------------|---|
| Kapitalbezug                              |             | 147,000            | 177,000   |
| Vermögen                                  |             | 29'000             | 27'000  |
| Einkommen                                 | 260'000     | 84'000             | 74'000  |
| Gesamtsteuerbelastung von Alter 65 bis 85 | 260'000     | 260'000            | 278'000   |

auf rund 113'000 Franken. Die Steuerbelastung scheint nur auf den ersten Blick als Vorteil gegenüber dem Rentenbezug. Denn inklusive der Steuer für den Kapitalbezug beträgt die Gesamtsteuerbelastung rund 260'000 Franken und liegt exakt auf gleicher Höhe wie beim Rentenbezug. Es kann heute in keiner Weise von einer Bevorzugung im Falle von Kapitalbezügen gesprochen werden.

Bei Anwendung der vom Bundesrat künftig vorgeschlagenen Besteuerung von Kapitalbezügen entsteht eine Ungleichbehandlung zulasten jener, die mittels Kapitalbezügen das volle Vorsorgerisiko selbst tragen: Beim Kapitalbezug sind somit von den 1'200'000 Franken rund 177'000 Franken an den Staat abzuführen. In der Folge ist das Restvermögen und die darauf anfallenden Erträge geringer, es muss also mehr Vermögen verzehrt werden. Dadurch fällt das Restvermögen nach 20 Jahren auf 448'000 Franken, während beim aktuellen, bevorzugten Kapitalbezug 494'000 Franken übrig bleiben. Die Gesamtsteuerbelastung aus einmaliger Steuer beim Kapitalbezug und wiederkehrenden Vermögens- und Einkommensteuern beläuft sich auf 278'000 Franken und wäre somit um 18'000 Franken höher als heute. Die Steuerbelastung läge sodann 7% über der Belastung bei Rentenbezug. Bei höheren Vorsorgevermögen wird der Effekt noch gravierender.

Soll die eigenverantwortliche Vorsorge auf diese Weise bestraft werden? Im Kontrast zum bundesrätlichen Vorschlag müsste der Sondersatz für Kapitalbezüge teils gar gesenkt werden, wenn Rentenbezug und eigenverantwortlicher Kapitalbezug steuerlich gleich behandelt werden sollen. Wenn man bei Kapitalbezügen etwas optimieren sollte, ist es dies: Jede Person, die einen Kapitalbezug tätigt, sollte amtlich bestätigen müssen, dass auf Ergänzungsleistungen und Sozialhilfe im Falle des finanziellen Scheiterns verzichtet wird. Das ist echte Eigenverantwortung!

**DR. THOMAS HAUSER**, Managing Partner der  
Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG in Baar.

## Meinung

# Sieben Mythen der Vermögensverwaltung

Thomas Hauser

**Im Zuge der Professionalisierung der institutionellen Kapitalanlage ist in den vergangenen Jahren eine ganze «Beratungsindustrie» entstanden und mit ihr haben gewisse Gepflogenheiten in der Vermögensbewirtschaftung Einzug gehalten. Sind diese «Best Practice» oder schlicht Mythen?**

### Mythos Nr. 1: Das Benchmarking der Umsetzung der Anlagestrategie ist zentral

Das enge Überwachen der Anlageumsetzung mittels Benchmarks ist ein wichtiger Teil des Controllings, vor allem wenn es darum geht, Abweichungen – seien es positive oder negative – zu plausibilisieren und zu verstehen. Liegt ein Asset Manager bei der Umsetzung der vorgegebenen Strategie nachhaltig hinter dem Vergleichsindex, wird er ersetzt.

Wichtiger als die Umsetzungskontrolle wäre jedoch ein periodisches Strategie-Controlling. Denn wie bei den Asset Managern gilt es, die guten Consultants von den weniger guten zu unterscheiden. Dass die Wahl der richtigen Strategie wichtiger ist als die perfekte Umsetzung einer suboptimalen Strategie sei an einem Beispiel illustriert.

Zwei Pensionskassen mit identischer Risikofähigkeit gaben sich im Jahr 2004 eine neue Strategie und haben diese über die Jahre unverändert belassen. Während die PK Traditionell auf alternative Anlagen verzichtet,

führt die PK Progressiv davon 15% in der Strategie. Die Umsetzungskosten bei der PK Progressiv sind wegen der Alternativen Anlagen mit 0,6% signifikant höher, denn sie betragen bei der PK Traditionell nur 0,15%.<sup>1</sup>

Heute, nach über zwanzig Jahren, stellt der Controller bei der Analyse erfreut fest, dass die PK Progressiv eine Outperformance nach Kosten von 0,1 Prozentpunkten p.a. aufweist; der Stiftungsrat feiert die gute Leistung. Ganz anders ist die Stimmung bei der PK Traditionell; man beklagt eine Underperformance von –0,1 Pp p.a. Die gedrückte Stimmung herrscht jedoch zu Unrecht, denn die Strategie der PK Traditionell ist überlegen. Deren gute Strategie überkompensiert die suboptimale Umsetzung!

Das Vermögen von ursprünglich 100 Mio. Fr. wächst bei der PK Progressiv – unter Ausklammerung von Zu- und Abflüssen – auf knapp 256 Mio. Fr. Bei der PK Traditionell sind es jedoch 16 Mio. Fr. oder 6% mehr. Es ist

| Anlagekategorie                           | PK Progressiv | PK Traditionell |
|---|---------------|-----------------|
| Liquidität                                | 0%            | 0%              |
| Obligationen CHF                          | 35%           | 35%             |
| Total Nominalwerte                        | 35%           | 35%             |
| Aktien                                    | 35%           | 45%             |
| Aktien Schweiz                            | 12%           | 15%             |
| Aktien Ausland                            | 23%           | 30%             |
| Immobilien Schweiz (⅔ direkt, ⅓ indirekt) | 15%           | 20%             |
| Alternative Anlagen                       | 15%           | 0%              |
| Rohstoffe                                 | 5%            | 0%              |
| Hedge Funds                               | 5%            | 0%              |
| Private Equity                            | 5%            | 0%              |
| Total Sachwerte                           | 65%           | 65%             |
| Total                                     | 100%          | 100%            |

| Kennzahlen                               | PK Progressiv | PK Traditionell |
|--|---------------|-----------------|
| Volatilität der Strategie p.a.           | 6,76%         | 6,72%           |
| Rendite der Strategie p.a.               | 4,47%         | 4,87%           |
| Out-/Underperformance der Umsetzung p.a. | 0,10%         | –0,10%          |
| Portfoliorendite netto p.a.              | 4,57%         | 4,77%           |

besser, die richtige Route zu wählen, als auf dem falschen Weg perfekt zu navigieren! Dennoch machen interessanterweise die wenigsten institutionellen Investoren ein so

stringentes Strategie-Controlling wie sie die Umsetzung überwachen.

## Mythos Nr. 2: Das passive Anlegen senkt die Vermögensverwaltungskosten

Fakt ist, dass die Vermögensverwaltungskosten bei den traditionellen Anlagen in den letzten Jahren gesunken sind. Zudem ist es ein Fakt, dass die Kosten den Anlagestils «indexiert» im Mittel unter jenen von aktiv verwalteten Mandaten liegen. Der Anteil dieser günstigeren Indexanlagen am Gesamtvermögen der Schweizer Pensionskassen hat in den letzten zehn Jahren von 22 auf 31% zugenommen.<sup>2</sup>

Demnach würde man erwarten, dass auch die gesamten Vermögensverwaltungskosten bei den Pensionskassen gesunken sind. Das Bild dazu ist jedoch nicht einheitlich: Während die Beratungsgesellschaft c-alm in einer Studie auf eine Kostenreduktion hinweist – von 0,56% im Jahr 2011 auf 0,48% im Jahr 2019 –, stellt die Beratungsgesellschaft PPCmetrics in den Jahren von 2014 bis 2023 unveränderte Vermögensverwaltungskosten fest.<sup>3</sup> Letztere findet interessanterweise in der

grossen Gesamtvermögensspanne von 5 Mio. bis 40 Mrd. Fr. keinen Zusammenhang zwischen Vermögensverwaltungskosten und Vermögensgrösse! Auch die jüngsten Zahlen bestätigen dies.<sup>4</sup>

Was sind die Gründe? Paradoxerweise hat das Indexieren der Kernanlagen wie Aktien und Anleihen viele institutionelle Investoren dazu verleitet, vermehrt aktive und teils sehr teure Satelliten wie Infrastruktur, Rohstoffe, Hedge Funds oder Private Equity beizufügen. Offenbar werden dadurch die Kosteneinsparungen bei den Kernanlagen zunichtegemacht. Im Mittel liegen die Vermögensverwaltungskosten einer Strategie mit Alternativen Anlagen bei 0,66% und ohne bei 0,31%.<sup>5</sup> Somit liegt der Hebel für Kostensenkungen nicht bei der Indexierung, sondern beim Verzicht auf Alternative Anlagen!

## Mythos Nr. 3: Das passive Anlegen reduziert die Risiken

Korrekt ist, dass das indexierte Anlegen das relative Risiko reduziert. Das heisst, das Anlageergebnis weicht kaum von der Rendite der gewählten Benchmark ab. Das ist bequem für alle Beteiligten, weil «der Markt» für das Ergebnis verantwortlich ist und sich niemand mit Entscheiden exponieren muss. Das absolute Risiko – mögliche Vermögensschwankungen oder gar Verluste – muss jedoch mit aktiven Entscheiden zur Strategie- und Benchmarkwahl sowie zur Portfoliostruktur gesteuert werden.

Ein Beispiel: Wenn ein Investor entscheidet, die Aktien passiv abzubilden, müsste er sich an die Kapitalisierungs-

gewichte eines Weltaktienindex halten. Das bedeutet, dass die Schweiz ein Gewicht von rund 2% und jenes der USA von über 70% hätte. Letzteres lag vor wenigen Jahren noch bei rund 50%.

Das teils höhere absolute Risiko von indexierten Anlagelösungen hat die Ursache im inhärent prozyklischen Verhalten. Klumpenrisiken können die Folge davon sein: Branchen, wie Technologie Ende der Neunzigerjahre und heute, oder Länder, wie Japan Ende der Achtzigerjahre und die USA heute, können Gewichte annehmen, die den Grundsätzen der Diversifikation widersprechen.



Gleiches gilt bei den Anleihen. Im Zuge der niedrigen Zinsen ist die Laufzeit im Swiss Bond Index nach 2009 um 40% gestiegen. Der passive Investor akzeptierte somit die

Laufzeitentscheide der Emittenten und damit ein höheres Zinsänderungsrisiko.

## Mythos Nr. 4: Zusätzliche Anlagekategorien verbessern die Diversifikation

Seit der Jahrtausendwende hat die Anzahl der Anlagekategorien massiv zugenommen. Zum einen sehnten sich die Investoren nach den leidvollen Erfahrungen der Dotcom- und Finanzkrise nach «stabileren» Anlagen, zum anderen mussten die Anbieter unter dem Druck der Margenerosion bei den traditionellen Anlagen neue Angebote erschliessen. Das Marketingversprechen lautet, dass insbesondere die Alternativanlagen wie Private Equity, Infrastruktur, Hedge Funds oder Rohstoffe die Diversifikation verbessern sollen, da es sich um «alternative Risikoprämien» mit anderen Zyklen handle.

Eine Untersuchung anhand der Allokation der durchschnittlichen Schweizer Pensionskasse<sup>6</sup> ist erhellend und ernüchternd zugleich. Es werden die 10% der Allokation, die auf Alternative Anlagen entfallen, so auf Franken-Obligationen und Aktien Schweiz umverteilt, dass unter Verwendung von Daten über zwanzig Jahre entweder dieselbe Rendite oder dasselbe Risiko wie

bei der Allokation mit alternativen Anlagen anfällt. Es zeigt sich, dass die Varianten ohne Alternative Anlagen effizienter sind (siehe Tabelle unten).

Bei illiquiden Anlagen wie Private Equity oder Infrastruktur scheinen die Schwankungen nur geringer, weil es keine dauernd beobachtbaren Marktpreise gibt. Die ökonomischen Verlustrisiken sind deshalb nicht geringer; die meisten Alternativen Anlagen unterliegen den gleichen ökonomischen Zyklen. Mit traditionellen, liquiden, transparenten und somit auch günstigeren Anlagekategorien kann man langfristig effizientere Portfolios bauen.

Es braucht zwar eine gewisse Diversifikation; das «blinde» Hinzunehmen aller möglicher Anlagekategorien ist aber nicht zielführend. Entscheidend ist, dass die berücksichtigten Anlagekategorien über eine mit öffentlichen Daten belegte Renditeevidenz verfügt.

| Betrachtung über zwanzig Jahre | Allokation der durchschnittlichen Pensionskasse mit alternativen Anlagen | Allokation ohne alternative Anlagen: gleiche Rendite | Allokation ohne alternative Anlagen: gleiches Risiko |
|--------------------------------|--|--|--|
| Anzahl Anlagekategorien        | 12,0   | 6,0  | 6,0  |
| Rendite p.a. (in %)            | 4,5  | 4,5  | 4,8  |
| Volatilität p.a. (in %)        | 6,1  | 5,7  | 6,1  |
| Schlechtester Monat (in %)     | -8,2   | -7,0   | -7,1   |
| Bester Monat (in %)            | 5,8  | 4,5  | 4,9  |

## Mythos Nr. 5: Balanced Mandate sind nicht mehr «State of the Art»

Kategorienmandate, also einzelne Mandate für Aktien Schweiz, Aktien Welt, Franken-Anleihen etc., werden oft mit dem Argument vergeben, man können dadurch für jede Anlagekategorie einen Spezialisten mandatieren. Balanced Mandate, also wenn das gemischte Mandat alle in der Anlagestrategie enthaltenen Anlagekategorien umfasst, spielen in der Praxis bei Pensionskassen bis zu 1 Mrd. Fr. Gesamtvermögen aber nach wie vor eine gewichtige Rolle.<sup>7</sup>

Dieses Bedeutung ist nicht ohne Grund, verfügen die gemischten Mandate doch über zahlreiche Vorteile:

- Bei gemischten Mandaten setzen innerhalb einer (Vorsorge-)Stiftung alle Asset Manager die gleiche Strategie um und sind vergleichbar.
- Da beim Einsatz von Mischmandaten das Gesamtvolumen auf weniger Mandate verteilt wird als bei Kategorienmandaten, sind sie in der Regel grösser und

können aufgrund der degressiven Gebührenstruktur einen signifikanten Kostenvorteil bringen.

- Die geringere Anzahl von Mischmandaten im Vergleich zu Kategorienmandaten führt auch zu geringeren Kosten für die Manager-Suche und Controlling. Ein Schelm, wer den Umkehrschluss zieht: Die zusätzlichen Einnahmemöglichkeiten für Berater könnte auch ein Grund für die Vorliebe von Kategorienmandaten sein.

- Der Asset Manager hat in der Verwaltung mehr Freiheitsgrade, weil er auch die Kategoriengewichte steuern kann. Darüber hinaus können in sehr grossen Stiftungen, die mehrheitlich Kategorienmandate führen, Mischmandate zwecks Live-Benchmarking eingesetzt werden: Ist die Summe der spezialisierten Kategorienmandate besser als die Umsetzung der Strategie mittels Mischmandat?

## Grösse der Pensionskasse

## Anteil Mischmandate am Gesamtvermögen

|                       |     |
|-----------------------|-----|
| < 50 Mio. Fr.         | 24% |
| 50 bis 100 Mio. Fr.   | 52% |
| 100 bis 500 Mio. Fr.  | 42% |
| 500 bis 1000 Mio. Fr. | 34% |
| 1 bis 5 Mrd. Fr.      | 17% |
| > 5 Mrd. Fr.          | 5%  |

## Mythos Nr. 6: Der Einsatz von Investment Consultants führt zu besseren Anlageergebnissen

Investment Consultants unterstützen Pensionskassen, Stiftungen und Unternehmen bei der Strategiewahl, der Wahl des Stils (aktiv oder indexierte Anlage) und der Umsetzung, insbesondere bei der Selektion der Asset Manager. 73% der Pensionskassen ziehen Strategieberater bei.<sup>8</sup> Die Investment Consultants standardisieren Prozesse; das führt zu einer Eliminierung der Extreme. So können die ganz schlechten Ergebnisse durch schlechte Strategien, Umsetzungskonzepte oder Asset Manager vermieden werden. Der Preis dafür ist jedoch, dass auch die besten Ergebnisse verhindert werden.

Das «Einmitten» der Anlageergebnisse ist aus Sicht der Berater rational, weil die Sicherung der Reputation dies erfordert. Letztlich führt es zu einem Hang der Berater zum passiven Anlagestil: Man vergibt zwar Chancen damit, verhindert aber auch Debakel. Interessant dabei ist eine Darstellung der Beratungsgesellschaft PPCmetrics zu Fünf-Jahres-Renditen von Managern für Aktien Schweiz Mandate.<sup>9</sup>

Es zeigt sich, dass aktiven Mandate zu den schlechtesten und besten gehören, die passiven Mandate sind eingemittelt – ganz nach dem Gusto der Consultants.

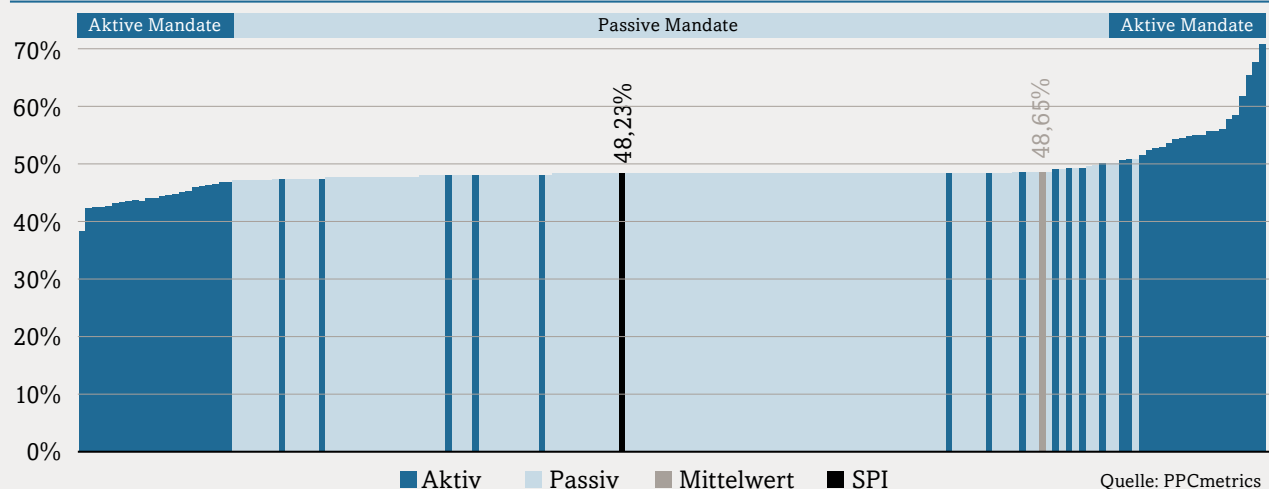
Kennt ein Anlageausschuss respektive Investor

diese Einmittlungstendenz der Consultants, will aber nicht auf die exzellenten Anlagelösungen und Asset Manager verzichten, muss er sich bei Ausschreibungen (Asset Manager Searches) und der Auswahl einbringen und Vorgaben machen. So ist es vermutlich nicht zielführend, wenn bei Fragebögen für Ausschreibungen beispielsweise nach der Anzahl Bürostandorte gefragt wird, nicht aber nach bezahlten Bussen oder Gerichtsverfahren. Darüber hinaus sind persönliche Befragungen und das Einholen von Referenzen zwar sehr aufwändig, aber bei der Suche nach Exzellenz unverzichtbar. Das Abfüllen standardisierter Fragebögen alleine reicht nicht, wenn man nicht nur den Standard finden will.

Die Beratungsindustrie – sei dies bei den Finanzen oder in anderen Branchen – muss zwangsweise eine gewisse Komplexität der Materie aufrechterhalten, selbst wenn sich diese vereinfachen liesse. Denn Komplexität schafft Abhängigkeiten und Abhängigkeiten sind künftige Einnahmen. Eingedenk dessen sollte sich ein Anlageausschuss respektive Investor stets für simple Lösungen einsetzen – das spart langfristig Geld und verbessert die Anlageergebnisse.

## PPCmetrics Peer Group: Kumulierte absolute Renditen

Messperiode: 01.01.2019–31.12.2023



### Mythos Nr. 7: Aktive Manager sind Trader – hin und her macht Taschen leer

Es ist in der Tat so, dass ein grosser Teil der aktiven Manager die eigene Prognosekompetenz massiv überschätzt. Dies führt oft zu sehr aktivem Handeln. Dieses Trading hat immer Kostenfolgen, führt aber weniger oft zum Renditeerfolg. Das Resultat ist der gut dokumentierte Befund, dass ein Grossteil der aktiven Asset Manager keinen Mehrwert bringt.<sup>10</sup> Hin und her macht Taschen leer – das ist insbesondere ein Problem, wenn Asset Manager oder Banken am Handelsumsatz mitverdienen; es bestehen dann offenkundige Fehlanreize. In der Praxis gibt es aber das zweite Problem der Prozyklizität: Rennt man hinterher, macht dies auch die Taschen leer.

Aktives Management basierend auf Renditeprognosen ist in der heutigen Welt effizienter Märkte meist ein Rohrkrepierer. Wenn aktives Management jedoch als Risikomanagement und antizyklische Steuerung verstanden wird, kann es langfristig durchaus einen Mehrwert bringen. Es geht letztlich darum, aktive Strukturentscheide in einem Portfolio zu treffen: Wie lang darf die Duration bei Anleihen sein, was ist der maximale Anteil von Branchen oder Ländern, braucht es auf Titlebene Gewichtsbeschränkungen etc.? So können übermässiges Handeln, Klumpenrisiken und eine zu prozyklische Portfolioentwicklung vermieden werden.

Wie auf der Stufe der Aktienausswahl zu viele Wechsel unnötige Kosten verursachen, gilt dies auch auf Stufe der Asset-Manager-Auswahl. Daher muss der Investor klar definieren, welche Eigenschaften ein

aktiver Manager haben soll. Wenn er eine Auswahl sorgfältig und mit Überzeugung trifft, muss er ihm auch genügend Zeit schenken. So ist beispielsweise eine Performancebeurteilung über zwei Jahre zu kurz. Ohne die erforderliche Geduld kann es bei der Asset-Manager-Auswahl zu einem Aktionismus kommen, der zu unnötigen Kosten führt. Oder frei nach Benjamin Graham: «Geduld ist die oberste Tugend des Investors».

### Quellen und weiterführende Literatur

<sup>1</sup> Datengrundlage gemäss Thomas Hauser, «Core-Satellite-Ansatz als Rohrkrepierer», Schweizer Personalvorsorge, Mai 2024.

<sup>2</sup> Swisscanto, «Pensionskassen Studie», 2023, S. 39

<sup>3</sup> c-alm, «Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule», 2019, S. 15; PPCmetrics, «Sinken Vermögensverwaltungskosten in Zukunft weiter oder ist die Talsohle erreicht?», Mai 2024, S. 11

<sup>4</sup> PPCmetrics, Pensionskassen-Jahrbuch, 2025, S. 31

<sup>5</sup> Bei einer Allokation gemäss UBS Pensionskassenindex; vergleiche dazu Thomas Hauser, «Core-Satellite-Ansatz als Rohrkrepierer», Schweizer Personalvorsorge, Mai 2024

<sup>6</sup> Thomas Hauser, «Core-Satellite-Ansatz als Rohrkrepierer», Schweizer Personalvorsorge, Mai 2024

<sup>7</sup> Swisscanto, Pensionskassenstudie 2025, S. 42

<sup>8</sup> Swisscanto, Pensionskassenstudie 2025, S. 30

<sup>9</sup> Dr. Hansruedi Scherer, Lukas Riesen und Shakitthyan Vettimayilnathan, «Umsetzung Aktien: Wo lohnt sich aktives Management?», Präsentation, 3. Oktober 2024

<sup>10</sup> Siehe beispielsweise Busse Jeffery A. et al.: Performance and persistence in institutional investment management, The Journal of Finance, Vol. LXV, No. 2, p. 765–790, 2010; oder Goyal Amit und Sunil Wahal: The selection and termination of investment management firms by plan sponsors, «The Journal of Finance», Vol. LXIII, No. 4, p. 1805–1847, 2008

## FINANZ und WIRTSCHAFT

### Meinung

# Die tickende Zeitbombe an den Finanzmärkten

Pirmin Hotz

**Während sich Anleger an Kriege und Trumps Zollchaos gewöhnt haben, wächst eine viel grössere Gefahr: Die weltweite Staatsverschuldung erreicht astronomische Höhen. Warum diese Entwicklung gefährlicher ist als alle aktuellen Schlagzeilen.**

Wer die täglichen Schlagzeilen verfolgt, kommt unweigerlich zum Schluss, dass der Krieg in der Ukraine, der Gaza-Konflikt und die Zollpolitik der Vereinigten Staaten von Amerika die grössten Probleme sind, welche die Welt bewegen. Dem menschlichen Leid zum Trotz scheint der Einfluss dieser Krisenherde auf die Finanzmärkte erstaunlich bescheiden zu sein.

An die kriegesischen Ereignisse haben sich die Anleger längst gewöhnt, und auch die anfängliche Panik der Börsianer auf die Ankündigung des erratischen Zollregimes durch US-Präsident Donald Trump ist verflogen. Es scheint sogar, als ob die Investoren den Möchtegern-Diktator gar nicht mehr ernst nehmen würden.

### Staatsverschuldung geht durch die Decke

Ein Indiz dafür ist der Freitag, 1. August, als die Schweizer Börsen feiertagsbedingt geschlossen waren. Als Trump eine Executive Order mit umfassenden Zollerhöhungen auf Importe aus 68 Ländern sowie der EU unterzeichnete, rechneten viele Auguren damit, dass die Schweizer Börse am darauffolgenden Montag um 10 bis 15% in die Tiefe rauschen würde.

Der Kurssturz blieb aus. Schweizer Aktien schlossen etwa auf Vortagesniveau, trotz aufoktrozierter Zölle von unappetitlichen 39%. Offensichtlich ist es aus Anleger-sicht pure Zeitverschwendung, sich mit irrwitzigen Politikern zu beschäftigen.

Eine potenziell ungleich grössere Belastung, die auf die Finanzmärkte zukommen dürfte, liegt in der weltweiten Staatsverschuldung. Politiker hüben wie drüben übertrumpfen sich mit ihrer frivolen Ausgabenpolitik, als ob es kein Morgen geben würde.

Ausgabenweltmeister sind die Japaner, deren Schulden die astronomische Höhe von 240% des Bruttoinlandprodukts (BIP) erreichen. In Europa ist die Verletzung der Maastricht-Kriterien, die eine maximale

Neuverschuldung von 3% und eine Schuldenobergrenze von 60% des BIP vorsehen, zur Normalität geworden. In Frankreich erreicht die Verschuldung 116%, im Belpaese gar 135%.

«Ein exzessiv verschuldeter Staat kann sich hohe Zinsen schlicht nicht leisten, wie das Beispiel Japan zeigt.»

Als grösstes Sorgenkind entpuppen sich zunehmend die USA, deren Verschuldung bei 120% steht und zügig weiterwächst. Dass die Amerikaner in einer konjunkturellen Hochphase abenteuerliche Defizite von jährlich 7% ausweisen, macht die Sache noch schlimmer.

Als Trump im April seine Zollpläne verkündete, erlebten die Amerikaner ihren «Liz-Truss-Schock». Die Preise von Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps) auf Treasury Bonds schossen in die Höhe und der Präsident musste sein Vorhaben auf Eis legen.

Nicht nur in den USA, auch in Japan, Grossbritannien und Frankreich sind die Zinsen langfristiger Anleihen in den letzten Jahren deutlich gestiegen, was auf ein angekratztes Vertrauen der Investoren hindeutet.

Wie bereits die europäische Staatsschuldenkrise vor über zehn Jahren gezeigt hat, erweist sich die unselige Verknüpfung von Staaten mit Banken und Versicherungen als tickende Zeitbombe.

Die Finanzinstitute halten gewaltige Bestände «risikoloser» Staatsanleihen in ihren Büchern. Wenn Ratingagenturen die Bonität der Papiere herunterstufen, schmelzen ihre Eigenmittel wie Schnee an der Sonne.

### Unabhängigkeit der Notenbanken gefährdet

Ein exzessiv verschuldeter Staat kann sich hohe Zinsen schlicht nicht leisten, wie das Beispiel Japan zeigt. Seit vielen Jahren hält Nippon die Zinsen künstlich tief. Das führt zu einer massiven Abwertung des Yen und zu brandgefährlichen Spekulationsgeschäften mit billigem Geld (Carry Trades).

## FINANZ und WIRTSCHAFT

Auch Trump versucht mit aller Kraft, die US-Notenbank Fed zu drastischen Zinssenkungen zu zwingen, um den Dollar abzuwerten und den Staatshaushalt zu entlasten.

Fed-Chef Jerome Powell hält seinem Druck bisher wacker stand. Abzusehen ist jedoch, dass seine Nachfolge im Mai 2026 Trump-konform geregelt wird, was forcierte Zinssenkungen zur Folge haben könnte.

Unter dem Druck der Regierungen haben die Notenbanken hoch verschuldeter Länder schlicht keine Alternative, als durch finanzielle Repression die Zinsen tief zu halten und diese unter die Inflation zu drücken – zum Schaden der Sparer, die auf realer Basis schleichend enteignet werden.

Eine ausufernde Staatsverschuldung und der Zwang, die Zinsen tief zu halten, führt die Notenbanken in eine Zwickmühle. Ihre Unabhängigkeit von der Politik ist gefährdet.

«Eine über längere Zeit lockere Geldpolitik führt zu Blasenbildungen und irrationalen Auswüchsen an den Finanzmärkten.»

Eine über längere Zeit lockere Geldpolitik führt zu Blasenbildungen und irrationalen Auswüchsen an den Finanzmärkten. Sie fördert einen Boom in Anlagen wie Bitcoin, der kein produktives Kapital verkörpert, keinen intrinsischen Wert aufweist und weder eine Dividende noch einen Zins bezahlt.

Bizarre Blüten treiben auch Meme-Coins wie Dogecoin oder Shiba Inu, deren Existenz allein auf der Spekulationswut gieriger Investoren beruht. Social-Media-Communities befeuern mit billigem Geld die Kurse von Anlagen, die oft illiquide sind und einfach manipuliert werden können.

Exzesse sind überdies im Kontext des KI-Booms und bei gewissen Tech-Aktien auszumachen. Auch die Hausse von Gold, Silber und Platin wäre ohne eine lockere Geldpolitik kaum möglich geworden, ebenso der Boom riskanter Privatmarktanleihen (Private Debt).

Dieser erinnert an den «Junk-Bond-König» Michael

Milken, der in den Achtzigerjahren an Wallstreet mit hochverzinslichen Anleihen Berühmtheit erlangte, bevor das Kartenhaus zusammenbrach.

Signale einer potenziell aufflammenden Krise kommen wiederum aus den USA, wo die Regionalbanken Zions und Western Alliance sowie der Bankrott zweier milliarden schwerer Zulieferer der Automobilindustrie, First Brands und Tricolor, für Verunsicherung sorgen.

### Die Stunde der Wahrheit

Auch die Immobilienpreise befinden sich in vielen Ländern der Welt in luftigen Höhen. Das schweizerische Hypothekarvolumen von über 130% im Verhältnis zum BIP bedeutet Weltrekord.

Ein markant höheres Zinsniveau und als Folge davon eine Immobilienkrise wie anfangs der Neunzigerjahre, als in der Schweiz Wohn- und Gewerbeliegenschaften zwischen 30 und 50% an Wert verloren, würden wohl nicht nur zahlreiche Hausbesitzer, sondern auch viele kreditgebende Banken in die Bredouille bringen.

Die Stunde der Wahrheit wird kommen, wenn die Konjunktur kippt, Unternehmen weniger verdienen und folglich weniger Steuern bezahlen. Zinssenkungen sind dann kaum noch möglich, weil das Ausgangsniveau schon zu tief ist.

Ebenso werden die Staaten kaum mehr stimulierende Konjunkturprogramme lancieren können, weil ihre Kassen klamm sind und die Investoren zunehmend das Vertrauen in Staatsanleihen verlieren.

Die Symbiose einer verantwortungslosen Staatsschuldenpolitik und einer notorisch lockeren Geldpolitik ist die Mutter aller Blasen und Krisen. Es ist der sprichwörtliche Ritt auf der Rasierklinge.

«Trotz vieler Baissen erzielten Schweizer Aktien über die letzten hundert Jahre eine Rendite von jährlich attraktiven 7,7%.»

Aus Sicht der Anleger stellt sich die Frage, ob sie aus Angst vor einer Krise und einem Börsensturz ihre



**FINANZ**<sub>und</sub>  
**WIRTSCHAFT**

Aktien verkaufen sollten. Davon ist aus zwei Gründen abzuraten.

Erstens sind Aktien der bessere Krisenschutz als Guthaben gegenüber Staaten und Banken, die in grossen Krisen oft bankrott gehen. Trotz vieler Baissen erzielten Schweizer Aktien über die letzten hundert Jahre eine Rendite von jährlich attraktiven 7,7% auf nominaler und 5,6% auf realer Basis.

Zweitens ist das Timing von Krisen nicht vorhersehbar. Bei der CS war der «harmlose» Tweet eines australischen Journalisten ein Auslöser des Untergangs, bei der Eurokrise ging die Brandursache vom weltweit bedeutungslosen Griechenland aus.

Welcher Funke die nächste Krise auslösen wird und wann, wissen nicht einmal die Götter, höchstens vielleicht die notorischen Untergangsapologeten.

---

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



