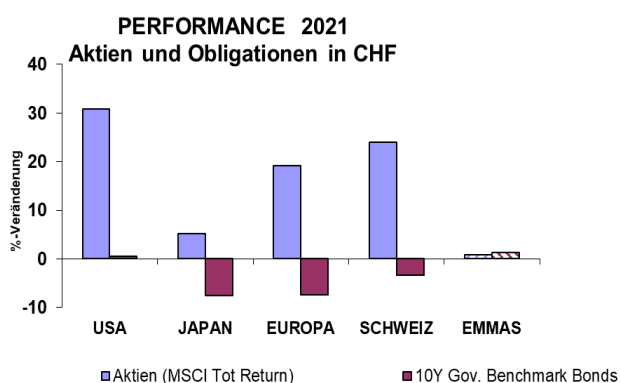


Gefahr in Sicht?

Das vergangene Jahr hat Aktienrenditen gebracht, wie sie eigentlich nur alle vier bis fünf Jahre vorkommen. Dies gilt vor allem für die westlichen Staaten, wie die untenstehende Grafik zeigt. Vergleichsweise schlechter erging es den Emerging Markets, die in CHF gerechnet praktisch keine Renditen ermöglichten. Ausschlaggebend für diese Performance war der chinesische Markt, der im letzten Jahr rund 25% verlor. Wenn wir eine Gleichgewichtung der fünf unten aufgeführten Regionen vornehmen, sieht die Jahresbilanz somit etwas bescheidener aus, nämlich rund 16%. Die Bondmärkte für Staatsanleihen verloren letztes Jahr im Durchschnitt über 2%, was auf deutlich gestiegene Inflations- und Zinsängste zurückzuführen ist. Ein Balanced Portfolio mit 50% Bonds und 50% Aktien brachte es daher gerade mal auf 6.8% Gesamtrendite.



Prof. Dr. Josef Marbacher
Chief Economist



Gleichgewichtete Performance:

Aktien: +16%/Bonds: -2.4%/Balanced PF: +6.8%

Die grossen Verluste in China scheinen auf einen Politikwechsel hinzuweisen. Die chinesische Regierung hat über die letzten 30 Jahre dem privaten Sektor immer grössere Freiheiten eingeräumt, was zu einem spektakulären Wachstum beigetragen hat. Gleichzeitig hat jedoch auch die Ungleichheit der Vermögens- und Einkommensverteilung vergleichbare Masstäbe wie in einigen westlichen Staaten angenommen. Auch der zunehmende Monopolisierungsgrad der Wirtschaft hat die Regierung veranlasst, einen Politikwechsel anzukündigen, der sicherstellen soll, dass die Chancengleichheit, die soziale Mobilität und die

Wettbewerbsordnung wieder stärker berücksichtigt werden sollen. Die Umsetzung der neuen Schwerpunkte wurde in einem Strategiepapier im Juli 2020 niedergelegt und anschliessend sofort an die Hand genommen. So wurden gewinnorientierte Privatschulen, die nur Wohlhabenden offenstanden, gezwungen, eine nicht-gewinnorientierte Verfassung anzunehmen. Auch in vielen andern Branchen sind Veränderungen der Rahmenbedingungen angekündigt worden, die exzessive Gewinne aufgrund der dominanten Wettbewerbsposition einzelner Unternehmen erschweren und der Verschuldung Einhalt geboten werden soll. Dabei sind Limitierungen für das Fremdkapital-Eigenkapitalverhältnis eingeführt worden, die in der vorgesehenen Zeitspanne von nur zwei Jahren nicht zu erfüllen sind. Das Finanzierungsmodell der Immobilienentwickler in China ist dadurch arg in Bedrängnis geraten (z.B. Evergrande). Wir gehen allerdings davon aus, dass einige der wirtschaftlich schädlichen Massnahmen rechtzeitig bewusst herbei geführt wurden, um gewissen Exzessen Einhalt zu gebieten und in diesem Jahr wieder gelockert werden sollten - nicht zuletzt auch, weil am 20. Parteitag im November dieses Jahres, Xi Jinping für eine dritte fünfjährige Amtsperiode gewählt werden soll.

Insgesamt jedoch ist es erstaunlich, wie kraftvoll sich die westlichen Aktienmärkte durch die Vielzahl an Hindernissen durchmanövriert haben, die sich ihnen in den Weg stellten. So sorgte die Pandemie immer wieder für neue Überraschungen und Mutationen: zunächst mit der Delta-Variante und schliesslich mit der hochansteckenden Omikron-Variante. Einen Schock stellten aber auch die Inflationszahlen in den USA (über 6%) und in Europa (über 5%) dar, wobei der Anstieg der Herstellungskosten für die Industrie teilweise noch deutlicher höher war und zu einer Margenerosion beitragen könnte. Bestimmend war letztlich, dass es der weltweit einmalig expansiven Geld- und Fiskalpolitik gelungen ist, die Realwirtschaft aus der scharfen Rezession 2020 herauszuführen. So ist das globale BIP 2020 von rund -3% auf gegen 6% im letzten Jahr angestiegen. Und auch die Prognosen sehen vielversprechend aus: ca. 5% für das laufende und 3.5% für das

Jahr 2023. Dazu kommt, dass sich Perspektiven für eine Überwindung der Pandemie abzeichnen, da sich die Omikron-Variante als weniger schädlich herausgestellt hat als ursprünglich angenommen wurde. Ferner hat die hohe Übertragbarkeit dieses Virus-Typs zu einer schnelleren Immunisierung der Bevölkerung geführt, da viele Nicht-Geimpfte über die Infizierung einen Abwehrschutz erhalten. Ein Risiko verbleibt jedoch: das Auftreten von neuen Virus-Mutationen, die den aktuellen Impf- und Immunschutz unterlaufen könnten. Doch selbst für diesen Fall besteht eine hohe Zuversicht, dass relativ schnell entsprechende Impfstoffe bereitgestellt werden können.

Grössere Unsicherheit besteht bezüglich der weiteren Entwicklung der Inflation. Noch bis zum letzten November herrschte unter den Notenbanken und den Prognostikern Einigkeit darüber, dass es sich um ein transitorisches Phänomen handeln dürfte. Von diesem Konsens ist jedoch die amerikanische Notenbank in ihrer letzten Sitzung abgerückt. Sie hält jetzt das Risiko, dass sich die Inflationserwartungen aus den gewohnten Bandbreiten lösen könnten, für real und schliesst zumindest eine Lohn- Preisspirale nicht mehr ganz aus. Das Wertschriftenrückkaufprogramm wird somit bereits Ende März beendet und 3 Zinserhöhungen für das Jahr 2022 sowie weitere 3 "Hikes" für das Jahr 2023.

Es fehlt nicht an Stimmen, die seit Jahren vor einer höheren Inflation warnen. Sie orientieren sich vor allem an den geldpolitischen Modellen der sechziger und siebziger Jahre, die besagen, dass jede Geldmengenexpansion über dem realen BIP über kurz oder lang zu einer entsprechend hohen Inflation führt. Es scheint verständlich zu sein, dass jene, die sich an diesen traditionellen Konzepten orientieren, nicht mehr ruhig schlafen können angesichts der Tatsache, dass das Geldangebot der meisten Notenbanken seit der grossen Finanzkrise um mehrere hundert Prozent gestiegen ist. Die heutige Welt ist jedoch nicht mehr mit den Nachkriegs-Jahrzehnten zu vergleichen. Die Globalisierung und der technische Fortschritt haben zu einer weitreichenden Ausdifferenzierung der Berufsprofile und zu einer deutlichen Heterogenisierung des Arbeitsmarktes geführt. Kollektive Lohnverhandlungen haben deshalb an Bedeutung verloren. Zudem hat sich mit der Umwandlung der früheren Planwirtschaften in Marktwirtschaften das Arbeitskräftepotential rund verdoppelt. Dieser intensive Wettbewerb in den Arbeitsmärkten lässt es deshalb eher unwahrscheinlich erscheinen, dass sich eine endemische Lohn- Preisspirale entwickelt. Und selbst wenn die Inflation für einige Jahre über der langfristig angestrebten Marke von 2% verharren sollte, wird die amerikanische Notenbank kaum einen Restriktionsgrad ansetzen, der zu einer Rezession führen könnte. Im Gegenteil, sie wird alles daransetzen, dass die grossen Wohlstandsverluste, die die Finanzkrise (2008) und die Pandemie verursacht haben, wieder wettgemacht werden können. Dazu braucht es einen langen, stabilen Wachstumspfad. Nur so können die hohen Schulden, die sich im Zuge dieser Krisen aufgebaut haben, wieder abgebaut werden. Dazu kommt, dass sowohl in der Wissenschaft als auch bei den Notenbanken das Kosten-Nutzenverhältnis von geldpolitischen Bremsmanövern heute kritischer eingeschätzt wird, da viele inflationstreibende Bestimmungsfaktoren nicht auf kollektive Entscheide zurückzuführen sind, sondern einen sektoriellen Ursprung haben, z.B. im Öl- und Rohstoffmarkt, in den globalen Lieferketten, in der Natur (Pandemie, Naturkatastrophen) oder in der Politik (Lenkungsmaßnahmen).

Das relativ entschlossene Auftreten des FED, die Zügel etwas schneller als geplant anzuspannen, interpretieren wir eher als Versuch, allenfalls aufkommende Inflationserwartungen frühzeitig zu brechen, in dem die Botschaft ausgesendet wird: Inflation ist uns weiterhin wichtig und wir werden sie mit allen Mitteln bekämpfen. Da sektoruelle Inflationstreiber einen transitorischen Charakter haben, gehen wir davon aus, dass eine derartige Reaktion des FED noch in weiter Ferne liegt. Vorerst gilt es die Pandemie zu überwinden und den Konjunkturzug auf voller Fahrt zu halten. Die Voraussetzungen dafür sind gut.

Wir werden deshalb mit neutralen Aktienquote ins erste Quartal des Jahres steigen und Marktkorrekturen nutzen, um mit selektiven Positionen das in diesem Umfeld langfristig strategische erwünschte Übergewicht in Aktien wieder herzustellen. Obligationen jedoch versprechen wenig: Sie werden nominell kaum den Nullpunkt erreichen, geschweige denn den Realwert erhalten.

Soviel zu den grossen Linien. Sie sind schliesslich für das Endresultat bestimmend.

Die Details der Vermögensallokation können Sie der folgenden Tabelle entnehmen.

Strategische und taktische Asset Allokation für das 1. Quartal 2022

	Referenzwährung CHF			Referenzwährung EUR			Referenzwährung USD		
	Anlagestrategie Ausgewogen			Anlagestrategie Ausgewogen			Anlagestrategie Ausgewogen		
Anlageklassen	SA	IC	V	SA	IC	V	SA	IC	V
Geldmarkt	5	11	-7	5	11	-7	5	11	-7
Anleihen	40	28	-4	40	28	-4	40	28	-4
Home Country	24	16	-5	23	17	-3	3	4	-1
Rest of Europe	8	6	+1	5	2		5	2	
USA	4	3		8	6	-1	28	19	-3
Rest of World	4	3		4	3		4	3	
Aktien	45	50	+10	45	50	+10	45	50	+10
Home Country	9	9	+1	15	17	+4	7	12	+4
Rest of Europe	11	12	+3	6	6	+1	7	8	
USA	12	14	+4	15	14	+4	23	21	+4
Rest of World	13	15	+2	9	13	+1	8	9	+2
Alternative Anlagen	10	11	+1	10	11	+1	10	11	+1
Commodities	4	5		4	5		4	5	
Variou	6	6	+1	6	6	+1	6	6	+1
Gesamt	100	100		100	100		100	100	

SA = Strategische Asset Allocation

IC = Investment Committee

V = Veränderung

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation ist von unseren Mitarbeitern verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen eine Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art - sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden -, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten, aus. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbietet oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Den mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen ist es, im Rahmen interner Richtlinien, freigestellt, den in diesem Bericht erwähnten Titel zu kaufen, zu halten und zu verkaufen.