

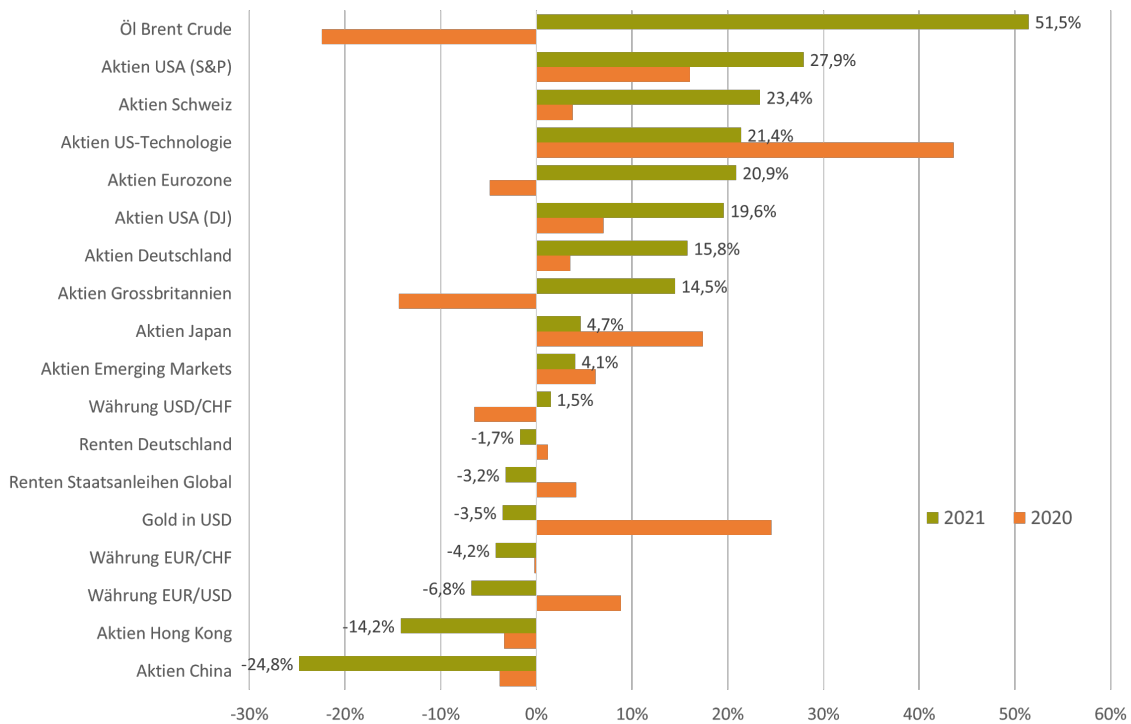
# Kapitalmarktkommentar mit Blick auf 2022

Stefan Calefice, Leiter Investment Komitee

## Big Is Beautiful

Was für ein tolles Anlagejahr! Die Aktienindizes der entwickelten Märkte weisen für 2021 eine Entwicklung von rund 20% aus. Störfaktoren wie Inflation, Lieferengpässe und die weiterhin andauernde Pandemie haben keine Auswirkungen auf die Kapitalmärkte gehabt. Das sieht nach einem leichten Jahr für Kapitalanleger aus.

*Entwicklung ausgewählter Anlagesegmente / Indices:*



Quelle: Guidants.com

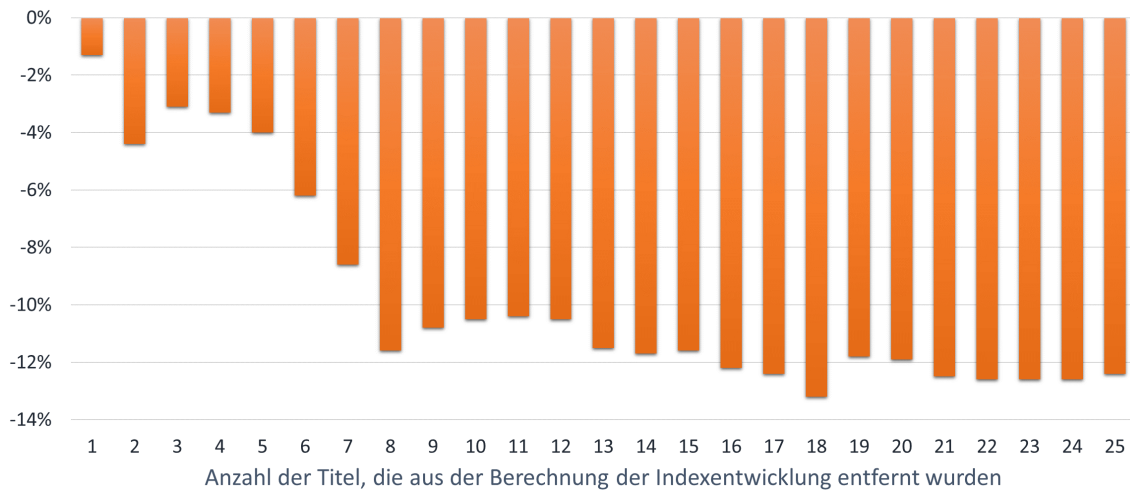
## Doch der Schein ist trügerisch!

Eine Analyse der Indexentwicklung der US-Technologiebörsen NASDAQ<sup>1</sup> zeigt, dass der Grossteil der Indexperformance auf gerade einmal 1% der rund 3.000 Indexwerte zurückzuführen ist. Zum Zeitpunkt der Untersuchung wies der NASDAQ eine Jahresperformance von 20,8% aus. Werden die 25 grössten Werte aus dieser Berechnung herausgenommen, reduziert sich die Indexentwicklung auf rund 8%! Interessant ist auch die Beobachtung, dass knapp 50% der im Index berücksichtigten Werte für 2021 eine negative Entwicklung aufwiesen. So wird aus einem guten ein durchschnittliches Aktienjahr. Ein ähnliches Bild gilt auch für andere Aktienindices wie S&P 500, EuroStoxx und SPI. Diese Beobachtung

<sup>1</sup> Ausarbeitung von Herrn Dr. Christian Jasperneite (CIO M.M. Warburg Bank) im Dezember 2021

spricht dafür, dass die Börsenentwicklung 2021 weniger fundamental als vielmehr vom Momentum getrieben war. Das Elixier für diese Entwicklung war wiederholt die Geldschwemme infolge der ultra-lockeren Geldpolitik der grossen Notenbanken.

*Veränderung der Performance (Ytd) des NASDAQ Composite, wenn die grössten Titel aus der Berechnung entfernt werden:*



Quelle: M.M. Warburg Dr. Christian Jasperneite

Auf welche veränderten Rahmendaten muss sich der Kapitalanleger für das neue Jahr einstellen?

## Rahmen für 2022

### Inflation bleibt Dauergast

Zunächst wurde die Inflation als temporäres Phänomen bezeichnet. Im Vergleich mit den Vorjahresraten, die infolge des Konjunkturreinbruchs im Jahr 2020 eine Zeit lang negative Vorzeichen hatten, zeigte sich der Preisanstieg in den ersten Monaten des abgelaufenen Jahres überdurchschnittlich hoch. In Europa kam noch der Effekt der Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland als Preistreiber hinzu. Dass sich der Preisauftrieb nicht beruhigte, hat vielschichtige Gründe. Ein Hauptfaktor bildeten die Lieferkettenprobleme bei Rohstoffen und Vorprodukten und den damit verbundenen Teuerungen. Der Basiseffekt zu Beginn des Jahres sowie die Preissteigerungen infolge von Lieferkettenproblemen sollten tatsächlich nur von kurzer Dauer sein. Allerdings werden der Umbau der Wirtschaft zur Klimaneutralität sowie die fortschreitende De-Globalisierung einen gigantischen Investitionszyklus auslösen, der zu einem dauerhaft inflationären Umfeld führen kann. Das ist ein Regimewechsel von einem rund zwei Dekaden andauernden deflatorischen Umfeld hin zu einem Inflationsszenario.

### Notenbanken vollziehen einen Politikwechsel

Die Abkehr von der ultra-expansiven Geldpolitik ist bei den grossen Notenbanken bereits auf den Weg gebracht. Die US-Notenbank Fed moderiert diesen Prozess bis dato vorbildlich und hat für dieses Jahr bereits die ersten Zinsschritte angekündigt. Das Anleiheankaufprogramm wird voraussichtlich bis zum Frühsommer auslaufen. Die Kapitalmärkte haben die vorausschauende Moderation mit Ruhe aufgenommen und so blieben grössere Kursverwerfungen bisher aus. Die Europäische Zentralbank (EZB) läuft dieser Entwicklung hinterher. Auch sie sieht die Gefahr einer länger andauernden Inflationsperiode, jedoch bleibt sie in ihren Aussagen zum geldpolitischen Kurswechsel bisher eher vage. Dies birgt die Gefahr, dass die hohen Inflationsraten zu einem bestimmten Zeitpunkt die EZB zum Handeln

und zu einem radikaleren Kurswechsel zwingen werden. Es ist auch wichtig zu verstehen, dass der Kurswechsel der US-Notenbank zunächst nur ein Wechsel von einer expansiven hin zu einer neutralen Politik darstellt. Damit werden die Inflationsdaten, sollten sie dauerhaft steigen, noch nicht einzudämmen sein. Der geldpolitische Kurs wird in den nächsten Monaten restriktiver werden müssen, nur so können die Notenbanken das Zepter des Handelns behalten und nicht zum getriebenen der Märkte werden.

### Zinsen werden steigen

Der Kurswechsel der Notenbanken wird das Zinsniveau in den entwickelten Volkswirtschaften ansteigen lassen. Die angekündigten Zinsschritte der Fed wirken auf das kurzfristige Ende der Zinskurve und das Auslaufen der Anleiheankaufprogramme normalisiert das Zinsniveau im mittleren und langfristigen Laufzeitsegment. Das Zinsniveau in Europa liegt unterhalb dem für US-Obligationen. Dies und die höhere Wirtschaftsdynamik haben letztes Jahr dem US-Dollar gegenüber dem Euro Rückenwind verschafft. Diese Entwicklung dürfte sich in den nächsten Monaten fortsetzen, da die EZB bei ihrem Politikwechsel den US-Kollegen hinterherläuft.

### Konjunktur nimmt wieder Fahrt auf

Lieferkettenprobleme und die jüngste Welle der Pandemie haben die Konjunkt euphorie gebremst. Die Konjunkturprognosen für das abgelaufene Jahr sowie für 2022 wurden merklich zurückgenommen. Dennoch gibt es gute Gründe dafür, dass das Wirtschaftswachstum sich in den kommenden Quartalen wieder beschleunigen sollte. Getrieben wird der Aufschwung vom Nachholbedarf der privaten Konsumenten. Die Sparrate der Privathaushalte hat während der Pandemiezeit ungeahnte Höhen erklommen. In den USA wuchs das Vermögen der Privathaushalte im Jahr 2020/2021 um knapp 20%. Auch für Europa können ähnliche Daten abgeleitet werden. Das bedeutet, dass genügend Kapital vorhanden ist, um aufgeschobene Konsumwünsche in der Post-Pandemie-Phase zu befriedigen. Der zweite Treiber für die Konjunktur sind die ebenfalls schon erwähnten Investitionen zum Umbau zu einer klimaneutralen Wirtschaft und Gesellschaft. Zwar scheinen sich die öffentlichen Programme (USA) zu verzögern bzw. kleiner auszufallen, jedoch haben die Industrie und der Dienstleistungssektor längst damit begonnen, ihre Wertschöpfungsketten auf das Ziel der Nachhaltigkeit umzubauen.

### Unternehmensgewinne sprudeln weiter

2021 legten die Unternehmensgewinne in den entwickelten Märkten deutlich zu. Mit hohen zweistelligen Wachstumsraten bei den Gewinnen liessen die Unternehmen die Rezession des Vorjahres schnell vergessen. Ähnlich wie bei der Berechnung der Inflationsraten, spielt bei der Gewinnentwicklung der Basiseffekt eine wichtige Rolle. Daher können die Wachstumsraten von 2021 nicht einfach auf das neue Jahr fortgeschrieben werden. Aufgrund des Nachfrageüberhanges sollte es den Unternehmen gelingen, den Preisdruck der Einkaufsseite (Rohstoffe und Vorprodukte) auf die Preise für ihre Produkte und Dienstleistungen weiterzugeben. Damit werden die Margen für die Unternehmen relativ stabil bleiben und die Gewinnwachstumsraten wieder ein überdurchschnittliches Niveau erreichen.

### Politischer Stillstand in den USA

Im November finden in den USA die sogenannten Midterm-Elections statt. Dabei werden sowohl im Senat als auch im Kongress Mandate neu besetzt und es ist zu vermuten, dass die Demokraten wichtige Plätze an die Republikaner abgeben müssen und damit auch ihre Mehrheiten in beiden Kammern verlieren werden. Die neuen Mehrheitsverhältnisse werden den Gestaltungsspielraum von Präsident Biden erheblich einschränken. Sollte der Präsident bis zur Wahl seine ambitionierte Agenda zur

Erneuerung der Infrastruktur und Investitionen zur Begegnung des Klimawandels nicht durchsetzen können, droht ein politischer Stillstand und wichtige Impulse für die Konjunktur gingen verloren.

## Geopolitische Risiken nehmen zu

Derzeit bestimmen zwei grosse geopolitische Konfliktherde das Nachrichtengeschehen. Der Konflikt zwischen Russland und den USA bzw. der Nato, welcher stellvertretend an der ukrainischen Grenze eskalieren könnte, ist in seiner Auswirkung regional begrenzt. Anders verhält es sich im Konflikt zwischen China und den USA bzw. dem Westen. Die Eskalationsstufe scheint noch nicht auf dem Niveau wie zwischen Russland und dem Westen. Jedoch hätte eine Verschärfung erhebliche Auswirkungen auf den Welthandel und dem globalen Wirtschaftswachstum.

In beiden geopolitischen Konfliktregionen muss die Stunde der Diplomatie schlagen und der Zuspitzung der Konflikte entgegenwirken.

## Fazit

Aufgrund der zuvor beschriebenen Rahmendaten rechnen wir mit einem schwierigen Börsenjahr, in dem häufiger die Vorzeichen wechseln können.

Das Gewinnwachstum gibt den Aktienmärkten Rückenwind. Inflation und Änderung der Notenbankpolitik sprechen in den kommenden Monaten für konjunktursensible Branchen und Finanzwerte. Dagegen sollten bei Wachstumstiteln diejenigen mit starken Bilanz- und Cash-Flow-Kennzahlen bevorzugt werden. Daneben könnten die Themen Energietransition und neue Mobilität nach einem eher enttäuschenden 2021 wieder in den Fokus der Kapitalanleger rücken.

Bei Obligationen sind wir skeptisch und sehen kaum Potential für positive Erträge in diesem Jahr. Einzig in Nischenmärkten wie Wandelanleihen, hochrentierenden Unternehmensobligationen oder im Segment von „Private Debt“ sollte eine angemessene Rendite erwirtschaftet werden können. Interessant erschienen inflationsgeschützte Anleihen (Inflation-Linked-Bond) oder kurzlaufende US-Dollar Anleihen, die zudem aufgrund des höheren Zinsniveaus und möglichen Währungsgewinnen vorteilhaft wirken.

Die Bewertungen der Emerging Markets erscheinen günstiger als die der entwickelten Märkte, jedoch wird sich der Politikwechsel der westlichen Notenbanken auf die Entwicklung der Emerging Markets negativ auswirken (steigende Zinsen, steigender US-Dollar).

Gold gilt als Inflationsgewinner und Krisenwährung. Negative Realzinsen unterstützen den Preis für das Edelmetall. Gold oder Goldminen erscheinen daher als gute Beimischung in der Asset Allokation.

## Impressum und Disclaimer

Rhein Investors AG  
Henric Petri-Str. 6  
4010 Basel  
Tel. +41 (0)61 227 92 02  
Fax +41 (0)61 227 92 01  
[stefan.calefice@rinet.ch](mailto:stefan.calefice@rinet.ch)

*Diese Publikation wurde von der Rhein Investors AG verfasst und ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt. Sie ist vertraulich zu behandeln und darf ohne schriftliche Einwilligung weder ganz noch teilweise publiziert, reproduziert oder vervielfältigt werden. Diese Publikation dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und/oder zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Dennoch lehnt die Rhein Investors AG jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.*