

# Unsere Sicht auf 2022

8. Dezember 2021



# Mit viel Zuversicht ins neue Jahr

**Die Omikron-Variante des Coronavirus hat für zwischenzeitliche Aufregung an den Aktienmärkten gesorgt. Eine wichtige Erinnerung, auch in guten Zeiten auf die Diversifizierung im Portfolio zu achten. Trotz kurzfristiger Konjunkturrisiken blicken wir insgesamt zuversichtlich ins neue Jahr.**

Es gibt sie also doch noch: Volatilität an den Aktienmärkten. In den letzten Monaten konnte man den Eindruck gewinnen, dass neue Risiken und schlechte Nachrichten an den Kursen einfach nur abperlen. Inflation? Ein temporäres Problem. Lieferengpässe? Gehen vorbei. Kurswechsel in der Geldpolitik? War von der US-Notenbank kommunikativ so gut vorbereitet wie bisher noch nie.

Der Risikoneigung tat es jedenfalls keinen Abbruch. Die Kursentwicklung spricht Bände. Der amerikanische Leitindex S&P 500 etwa hat zwischen Januar und Mitte November, also vor dem leichten Rücksetzer, um 25 % zugelegt, der europäische Euro Stoxx 50 stand dem mit 23 % nicht viel nach. Mit der neuen Corona-Variante

Omikron hat sich das zumindest kurzfristig geändert. Es kam zu mehreren Einbussen auf Tagesbasis, die teils über 2 % lagen; die Volatilität nahm zu und mehrere Stimmungsindikatoren schlugen nach unten aus.

Aus unserer Sicht stellt das eine gute Gelegenheit dar, die Aktienquote im Portfolio aufzustocken. Denn unser Konjunkturausblick für 2022 ist trotz kurzfristiger Risiken, ausgehend von coronabedingten Einschränkungen und den anhaltenden Lieferengpässen, positiv. Vor diesem Hintergrund bleiben die Gewinnaussichten für die Unternehmen erfreulich, was das nötige Fundament für die Aktienmärkte liefern sollte. Im regionalen Vergleich erachten wir Europa als attraktivsten Markt.

Im Gegenzug schliessen wir die Übergewichtung von Gold. Gold ist und bleibt ein wichtiges strategisches Element, um das Portfolio zu diversifizieren. Für eine Beibehaltung der taktischen Übergewichtung fehlen derzeit aber die Argumente.

Dr. Felix Brill, **Chief Investment Officer**

# Unsere Sicht aufs Portfolio



- Erfreuliche **Konjunkturaussichten** für 2022
- **Kommunikation** der Notenbanken funktioniert
- Europäische **Aktien**
- **Insurance-linked Securities**



- **Kurzfristige Konjunkturrisiken** durch neue Corona-Variante
- **Inflation** könnte sich als hartnäckiger erweisen
- **Staatsanleihen**

- ● ● ● ● Stark übergewichten
- ● ● ○ ○ Neutral
- ○ ○ ○ ○ Stark untergewichten

Basis: Mandat CHF ausgewogen

## Geldmarkt



## Anleihen



- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer



## Aktien



- Schweiz
- Europa
- USA
- Japan
- Schwellenländer
- Welt und Themen



## Alternative Anlagen



- Hedge Funds
- ILS
- Wandelanleihen
- Gold



# Unsere Sicht auf 2022: Konjunktur



- Mittelfristiges **Aufschwungsszenario** bleibt intakt
- Löst sich der **Materialmangel**, rechnen wir mit einem Boom in der Industrie
- **Umbau** zu einer **klimaneutralen Wirtschaft** spricht für langanhaltenden Aufschwung



- **Materialknappheit** bremst wirtschaftliche Erholung kurzfristig
- **Erneute Corona-Welle** dämpft die konjunkturelle Entwicklung
- **Notenbanken** könnten wegen gestiegener Inflationsrisiken überreagieren

## Ziemlich gute Ausgangslage

Der konjunkturelle Ausblick für 2022 ist grundsätzlich günstig. Die Industrie dies- und jenseits des Atlantiks sitzt auf einem hohen Berg nicht erledigter Aufträge, gleichzeitig sind die Lager leer. Hinter beidem steckt der Materialmangel. Fliessen Rohstoffe und Vorprodukte wieder in ausreichendem Mass, ist ein Boom im verarbeitenden Gewerbe vorprogrammiert. Gleichzeitig wird das Investitionswachstum vom Umbau hin zu einer klimaneutralen Wirtschaft zusätzlich befeuert. Letzteres spricht sogar für einen langfristigen Aufschwung. Doch bei allem Optimismus, die kurzfristigen Risiken sollten nicht vernachlässigt werden. Noch ist der Materialmangel nicht beseitigt und die Corona-Pandemie wütet mit erneuter Brutalität. Während also kurzfristig sogar ein Rückgang der Wirtschaftsleistung möglich ist, sollten bei einem wiedereinsetzenden Materialfluss die Wachstumsraten in die Höhe springen.

# Unsere Sicht auf 2022: **Geldpolitik**



- **Fed** reduziert Anleihenkäufe ohne Störungen an den Finanzmärkten
- **EZB** macht deutlich, dass es auf absehbare Zeit zu **keinen Zinserhöhungen** kommt
- **SNB** lässt sich mit einer strafferen Geldpolitik Zeit



- Schwierige Diskussion über **das richtige geldpolitische Mass** gewinnt an Intensität
- Unerwartete schärfere Richtungswechsel in der Geldpolitik könnten zu **Nervosität an den Finanzmärkten** führen

## **Fed erhöht Zinsen, EZB und SNB lassen sich Zeit**

Die geldpolitische Wende ist von einer Vielzahl von Notenbanken bereits eingeleitet worden. In Europa haben die Zentralbanken in Island, Polen, Russland, Tschechien, Rumänien und Ungarn ihre Leitzinsen angehoben. Derweil wird die US-Notenbank Fed ihre Wertpapierkäufe vielleicht zügiger als ursprünglich kommuniziert beenden. In den USA wachsen die Bedenken, ob die Inflationsraten nicht doch hartnäckiger sein könnten. Ein früherer Stopp der Wertpapierkäufe hätte zum Ziel, im kommenden Jahr noch zwei Zinserhöhungen zu beschliessen. Die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) werden sich indes mit der Zinswende noch Zeit lassen. Die EZB müsste in einem ersten Schritt nach Auslaufen des Pandemienotfallankaufprogramms ihre übrigen Wertpapierkäufe einstellen. Das wird Zeit in Anspruch nehmen, ehe an der Zinsschraube gedreht werden kann.



- **Materialmangel** bremst **konjunkturelle Entwicklung** und spricht gegen einen abrupten Anstieg der Renditen
- Staatsanleihen **diversifizieren** ein Portfolio



- **Fed** reduziert schrittweise Staatsanleihenkäufe
- **EZB** wird wohl wegen deutlich gestiegener Inflationsraten Wertpapierkäufe reduzieren
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

## Inflations- und Konjunkturrisiken im Gleichtakt

Die Fed scheint in den Alarmmodus gewechselt zu sein. Den anhaltend hohen Inflationsraten soll begegnet werden. Dazu wird aller Voraussicht nach mehr Tempo bei der Reduktion der Wertpapierkäufe gemacht. Damit wird das Ziel verfolgt, im kommenden Jahr die Zinsen zweimal erhöhen zu können. Zinserhöhungen setzen voraus, dass die Wertpapierkäufe vollständig eingestellt sind. Damit dürften aber auch die Renditen entlang der US-Zinskurve und mit ihnen auch deren europäischen Pendanten zulegen. Die US-Zinskurve wird sich damit aber perspektivisch abflachen, das heisst die Renditen im kürzeren Laufzeitenbereich werden stärker zulegen als für längere Fälligkeiten. Da die Europäische Zentralbank (EZB) und auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) keine Bereitschaft für Zinserhöhungen im Jahr 2022 zeigen, dürfte sich das kürzerlaufende Staatsanleihe-segment in Europa als relativ stabil erweisen.



- **Bilanzen der Unternehmen** haben sich während der Pandemie verbessert
- **Niedrigzinsumfeld** zumindest in der ersten Jahreshälfte 2022
- Gute längerfristige **Konjunkturaussichten**



- **Kreditausfallprämien** enthalten nur positive Aussichten, für negative Überraschungen ist kein Platz
- Stimmen die **Inflationserwartungen der Notenbanken** nicht, muss mit deutlichen Verlusten gerechnet werden
- **Rendite Pick-up** von Unternehmensanleihen kann bei steigenden Zinsen zur Hypothek werden

## Stärkere Bilanzen dank Covid

Schon lange vor der Covid-Pandemie hat sich die Bilanzqualität von Unternehmen verschlechtert. Das war mit ein Grund für die massiven Konjunktur- und Notenbankprogramme. Zusammen mit den günstigen Finanzierungsverhältnissen und der aufgestauten Konjunkturnachfrage konnten sich die Unternehmen aber während der Pandemie finanziell gesundstossen. Der Trend von deutlich überwiegenden Bonitätsheraufstufungen wird wohl auch im nächsten Jahr weitergehen. In den Kreditausfallprämien ist dieser Trend jedoch schon enthalten. Vor allem in der zweiten Jahreshälfte, wenn die Anleihenkaufprogramme auslaufen oder gar Zinserhöhungen auf dem Programm stehen, dürfte es unruhiger werden. Risiken ausgehend von den Lieferketten, einer Energiekrise oder einer anhaltend hohen Inflationsrate werden derzeit nicht entschädigt. Letztere würden den Handlungsspielraum der Zentralbanken einengen.



- In einigen Regionen beginnt die Umsetzung von staatlichen **Klimaprogrammen** und füllt die Auftragsbücher in **Industriesektoren**
- **Robuste Gewinnentwicklung** unterstützen Dividenden und Aktienrückkäufe



- Globale **Mindeststeuer** von 15 % dämpft Gewinnaussichten von US-Aktien
- **Überdurchschnittliche Preisentwicklungen** und **steigende Lohnkosten** drücken auf die Margen

## Déjà vu

Die neue Virusvariante Omikron hat erneut eine Korrektur an den Kapitalmärkten ausgelöst. Dabei hat die neue Variante das Potenzial, die bisher meist linearen Lösungsansätze (gegen Covid) in Frage zu stellen und progressivere Lösungsansätze (mit Covid) zu provozieren. Die Neuorientierung wird von Unsicherheiten begleitet sein, wobei das robuste Wirtschaftsumfeld weiterhin ein günstiges Umfeld für Aktien erwarten lässt. Neben einer beschleunigten Digitalisierung tritt die ökologische Transformation der Industrie in den Vordergrund. Regionen mit festen Investitionsbudgets wie Europa, Japan aber auch China sind begünstigt gegenüber Regionen, wo eine staatliche Unterstützung noch vage erscheint. Um besser gegen höhere Kursschwankungen gewappnet zu sein, sollte Wert auf fundamentale Qualität gelegt werden.



- Ein **Wirtschaftspaket** von 750 Mrd. EUR unterstützt vor allem auch kleinere Länder in der Europäischen Union
- **Relativ tiefe fundamentale Bewertungen** machen den Aktienmarkt attraktiv
- Überdurchschnittliche **Dividendenrenditen**, die tendenziell weiter steigen



- **Profitabilität** europäischer Unternehmen hinkt den internationalen Wettbewerbern hinterher

## **Widerstandsfähigkeit zahlt sich aus**

Aktien in Europa konnten in einem schwierigeren Kapitalmarktumfeld mit den globalen Aktienmärkten gut mithalten. Dies sollte auch 2022 der Fall sein. Die robuste Wirtschaftsentwicklung wird mit einem historisch grossen Konjunkturpaket mehr als nur unterstützt.

Gleichzeitig wird durch die ökologische Transformation in die Tage gekommenen Infrastruktur erneuert. Dies steigert nicht nur den langfristigen Wert, sondern erhöht auch die Profitabilität. Die fundamentale Bewertung der Aktien in Europa widerspiegelt dieses Potenzial nicht. Dies trifft vor allem auf Länder wie Spanien, Italien und Polen zu. Europäische Aktien bieten Investoren neben sehr guten Wachstumsaussichten auch eine überdurchschnittliche Dividendenrendite.



- Positionierung der US-Wirtschaft im Segment der **digitalen Transformation**
- Dynamisches wirtschaftliches Umfeld in Kombination mit **hoher Rentabilität** stützt die fundamentale Bewertung



- **Sehr hohe fundamentale Bewertungen in Schlüssel-Sektoren** wie Automotive, Soziale Medien, Industrie und Technologie
- Einführung der **globalen Mindeststeuer** von 15 % belastet die Gewinnaussichten
- **Spekulative Aktivitäten** seitens US-Kleinanleger

## Reifeprüfung

US-Aktien haben seit Beginn des Technologietrends im Jahr 2012 gegenüber den globalen Aktienmärkten eine dreimal höhere Gesamttrendite erreicht. Der technologischer Vorsprung sowie eine sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik befeuerten diese Entwicklung. China schwingt sich in diesem Bereich zu einem ernsthaften Mitbewerber für die USA auf und sowohl die Geldpolitik als auch das steuerliche Umfeld in USA dürften im nächsten Jahr restriktiver werden. Strukturell steigende Löhne drücken zusätzlich auf die Margen. Auch wenn die Wachstumsaussichten für amerikanische Unternehmen gut bleiben, gehen wir davon aus, dass das Jahr 2022 für den amerikanischen Aktienmarkt im Vergleich zu anderen Regionen herausfordernder werden wird. Wir haben unsere neutrale Positionierung zwar bestätigt, verfolgen die Entwicklung jedoch aufmerksam.



- **Höhere Prämien** erwartet nach Schäden wie in der Vergangenheit
- ILS sind **unabhängig** von Finanzmärkten und von der Konjunktur
- Ausgezeichnete **Diversifikation**



- **Ungewöhnlich schwere Naturkatastrophen** können zu grossen Verlusten führen
- Profitiert nicht von der **Erholung nach der Pandemie**
- Grösstes Risiko ist ein **Hurrikan** über den Metropolen Floridas, z.B. Miami

## **Klimabedingte Inflation nicht vergessen**

Das Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) – auch Weltklimarat genannt – gilt als Goldstandard in der Klimaforschung. Im neuesten Report heisst es, dass die Anzahl Hurricanes in der kommenden Dekade nicht zunimmt, jedoch ihre Intensität steigen wird. Ein Hurricane der Kategorie 5 ist 12x zerstörerischer im Vergleich zur Kategorie 1. Versicherungsprämien müssten daher um 1.35 % bis 2.5 % p.a. ansteigen, um diesen Effekt auszugleichen.

Aufgrund von Bevölkerungswachstum, Neubauten insbesondere an Küstenregionen und Inflation (Löhne und Baumaterialien) dürfte die nicht-klimabedingte Nachfrage nach Versicherungen um weitere 3.4 % bis 3.9 % pro Jahr zunehmen. Dieser Nachfrageschub trifft auf einen in der Tendenz abnehmenden Anlage-notstand (Tapering). Das Rückversicherungsgeschäft in Form von Insurance-linked Securities dürfte damit attraktiv bleiben.



- Wandelanleihen profitieren von **steigenden Aktienmärkten**, aber mit kontrolliertem Risiko
- Psychologische Fallstricke wie Panikverkäufe lassen sich so vermeiden



- **Steigende Renditen** führen zu einem höheren Rückschlagpotential (Bond-Floor)
- Wandelanleihen werden oft in **Sanierungsfällen** ausgegeben. Eine Wirtschaftsabkühlung kann die **Bonität** in Mitleidenschaft ziehen.

## Ein vorteilhaftes Profil

Aktienmärkte bewegen sich auf den Allzeithöchstständen, die Bewertungen sind entsprechend sportlich. Die Renditen am Geldmarkt liegen bei Null, obwohl die jährliche Teuerung in den USA über 6 % beträgt. Anleger, welche allein in den USA über 4'500 Mrd. USD in Geldmarktfonds investiert haben, verlieren also täglich an Kaufkraft. Je nachdem, ob die höheren Preise zu einer Konjunkturabkühlung oder einer Lohn-Preis-Spirale führen, könnten künftige Kursbewegungen heftig ausfallen.

Wandelanleihen sind in diesen Zeiten eine sinnvolle Anlage. Weil sie in Korrekturphasen als Faustregel nur zu einem Drittel an den Aktienkursen partizipieren und an den Erholungsphasen zu zwei Dritteln, resultieren daraus zwei Vorteile. Erstens kommt man dank der geringeren Schwankungen nicht in Versuchung, fälschlicherweise am Tiefpunkt zu verkaufen. Zweitens erreicht man dank geringerer Verluste schneller wieder die Gewinnzone.



- **Schutz** vor höheren Inflationsraten
- **Konsumenten sowie Zentralbanken** stützen Nachfrage
- Niedrigzinsen bieten eine **Opportunitätsdividende**



- **Stärkerer USD** schmälert die Kaufkraft
- **Gegenwind**, falls Anleihenrenditen steigen
- Aussicht auf **restriktivere Geldpolitik** wirkt belastend

## Zurück auf neutral

Im Gegensatz zu den Industriemetallen blieb Gold im abgelaufenen Jahr, das von einer wirtschaftlichen Erholung und allgemeinen Rohstoffknappheit geprägt war, hinter den Erwartungen zurück. Aufgrund von rekordtiefen Realzinsen und eines starken US-Dollars fand das Edelmetall keine klare Richtung. Zuletzt hielten sich die Ausflüsse bei börsennotierten Goldfonds in Grenzen. Bisher haben die Inflationsrisiken den Kurs nicht unterstützt.

Trotz starker Erholung bleibt die Schmucknachfrage noch unter den Niveaus vor der Pandemie und hat damit Aufholpotenzial. Auch Zentralbanken dürften, aufgrund von stark gestiegenen Rohstoffpreisen, mit Zukäufen zur Nachfrage beitragen. Insgesamt spricht das dafür, Gold neutral im Portfolio zu gewichten.

# Unsere Sicht auf 2022: Währungen



- Defensive Währungen wie **USD, CHF, EUR** sind derzeit gefragt
- **EUR** gibt gegenüber CHF und USD ab, legt aber gegenüber den meisten anderen Währungen zu



- **High-Beta-Währungen** verlieren im Fahrwasser von Risk-on und Risk-off, so wie die **SEK**
- **Schwellenländerwährungen** bleiben angeschlagen

## Dollar fest, Schwellenländerwährungen unter Druck

Die Stärke des US-Dollar passt zum gegenwärtigen Umfeld. Konjunkturrisiken haben auf kurze Sicht aufgrund der Materialknappheiten zugenommen. Auch das wieder höhere Infektionsgeschehen im Rahmen der Covid-Pandemie trägt zu den wirtschaftlichen Unsicherheiten bei. Zusätzlich steigen die Inflationsraten auf hohem Niveau weiter an. Dies ist ein nahezu perfektes Umfeld für den Dollar. Wenn aber Materialien wieder in ausreichendem Mass verfügbar sind, kehrt sich das Ganze ins Gegenteil, was dann zu einer Abwertung führen dürfte. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) gewährt dem Franken derweil weitere Aufwertungen. Wechselkursnotierungen von unter 1.05 gegenüber dem Euro werden toleriert. Weitere kurzfristige Aufwertungen sollten deshalb ins Kalkül gezogen werden. Setzt sich der globale Aufschwung fort, rechnen wir aber mit einer Abwertung im kommenden Jahr.

# Autoren und Disclaimer

## Autoren:

**Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Bernhard Allgäuer, Harald Brandl, Jérôme Mäser**

## Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äußerster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

**Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter [http://www.vpbank.com/rechtliche\\_hinweise](http://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise)**