



# DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK



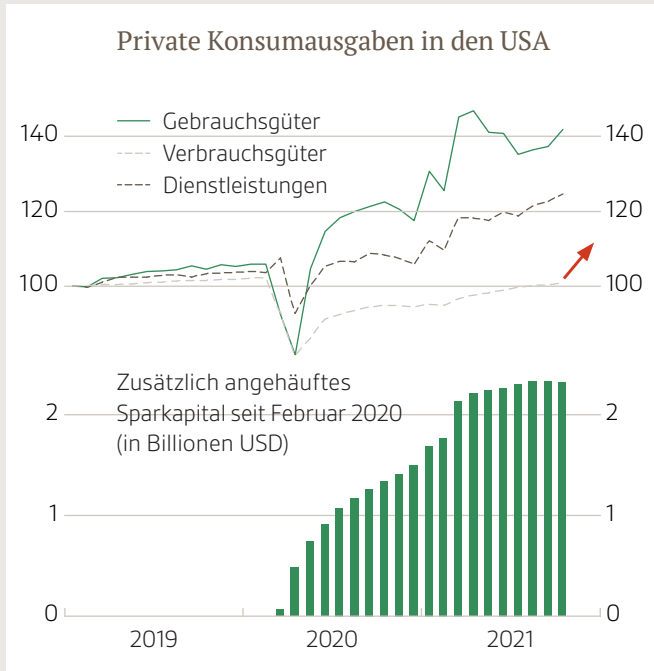
## Wie ansteckend sind höhere Preise?

---

Und wieder einmal grüsst uns die Angst vor einer Ansteckung, sei es in Form der Omikron-Variante oder in Form anziehender Preise. Die neueste Variante des Coronavirus, benannt nach dem griechischen Buchstaben Omikron, stellt sicherlich ein erneutes, kurzfristiges Risiko für das weltweite Wirtschaftswachstum dar, aber sie wird den Grundtenor der wirtschaftlichen Erholung nicht nachhaltig gefährden. Allerdings tauchte die Omikron-Bedrohung zu einem Zeitpunkt auf, an welchem in einigen Vermögenswerten bereits viel positives Wachstum eingepreist war, was in einer ersten Beurteilung Verkäufe auslöste.

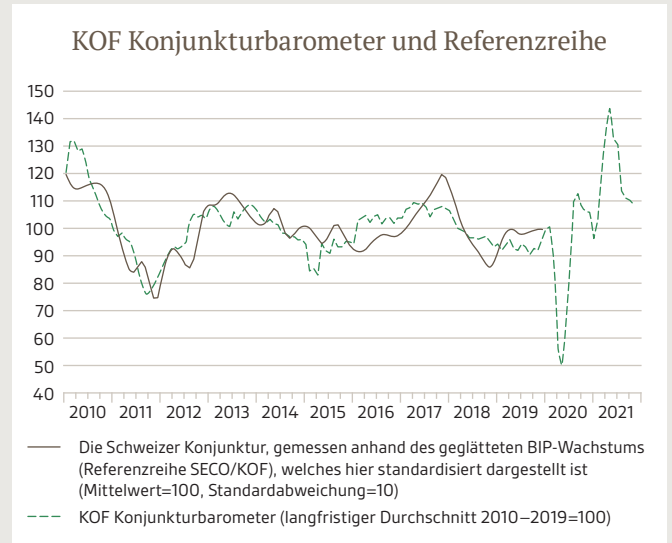
Wir glauben aber, dass das globale Wachstum 2022 sogar stärker ausfallen dürfte, als es der Konsens erwartet, da die Verbraucher in den USA und im Euroraum den privaten Konsum vorantreiben.

Sowohl die substanziellen Sparvermögen als auch das überall beobachtbare Anziehen des Arbeitsmarktes werden sich als nachhaltige Stützen der Konjunktur erweisen.



Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis, MRB Partners

Die teilweise geschrumpfte Produktion der Industrie als Folge von Lieferengpässen dürfte sich ebenfalls normalisieren und somit für einen zusätzlichen Schub sorgen. Auch die Konjunkturforschungsstelle KOF zeichnet für die Schweiz vor allem für das produzierende Gewerbe ein positives Bild, sofern das Wirtschaftsgeschehen nicht durch eine erneute Ausbreitung des Virus beeinträchtigt wird.



Quelle: KOF Konjunkturforschungsstelle

Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass die Inflation das grössere Risiko für die Märkte im Jahr 2022 darstellen wird. Die Höhe und der Anteil der Ausgaben für Waren stiegen während der Pandemie in einem noch nie da gewesenen Ausmass, was sich wiederum in einer Inflation der Konsumgüter niederschlug. Sicherlich wird sich diese Verschiebung in der Zusammensetzung der Güternachfrage und der Preise irgendwann wieder umkehren. Obwohl das Symptom (Wareninflation) vorübergehend ist, ist die Ursache (stärkere Kaufkraft der Haushalte) zyklisch und dauerhaft. Deshalb erwarten wir, dass die G7-Inflation höher und hartnäckiger sein wird als derzeit angenommen und die Risiken mit fortschreitender wirtschaftlicher Erholung zunehmen werden. Damit ist die Ära sinkender Zinsen vorbei, es sei denn, es kommt zu einer weltweiten Deflation, die alle Risikoanlagen mit in den Keller reissen würde. Doch dies ist sehr unwahrscheinlich.



Vor diesem Hintergrund sind die derzeit niedrigen nominalen und realen Renditen der G7-Staatsanleihen unhaltbar, da die Fed und andere Zentralbanken die lockere Geldpolitik als Reaktion auf anhaltende wirtschaftliche Erholung und erhöhte Inflationswerte allmählich zurückfahren werden. Auf den Märkten haben sich bei diesem Anpassungsprozess die Zinsdifferenzen zugunsten des Dollars verschoben, da die Märkte die Erwartungen für Zinserhöhungen der Fed im nächsten Jahr erhöht haben, während sich die Zinserwartungen in anderen Ländern, vor allem im Euroraum, in letzter Zeit zurückgebildet haben. Auch die wirtschaftlichen Überraschungen haben sich zugunsten des Dollars ausgewirkt.

**Auf längere Sicht deutet die optimistische globale Makroeinschätzung jedoch auf ein Aufwärtspotenzial für die wichtigsten Nicht-US-Dollar-Währungen hin, insbesondere für den Euro und den Yen.**

Am langen Ende gehen wir davon aus, dass im ersten Quartal 2022 eine deutliche Bewegung der 10-jährigen Anleiherenditen nach oben erfolgen könnte, auch wenn dies natürlich von der Entwicklung der Omikron-Variante und der Wirksamkeit der Gegenmassnahmen und der Impfstoffentwicklung abhängt. Viele Marktteilnehmer tun sich schwer mit diesen geänderten Rahmenbedingungen. Aktien, Anleihen, Immobilien und die meisten anderen Vermögenswerte haben seit den frühen 1980er-Jahren enorm von dem anhaltenden Rückgang der Zinssätze profitiert. In den 2010er-Jahren haben ultrakommodierende Zentralbanken die Leitzinsen sogar nahe null verankert. Anhaltendes Deleveraging und fiskalische Sparmassnahmen in den USA und in Europa trugen ebenfalls dazu bei, dass die Verbraucherpreise sogar sanken. Diese Kluft zwischen realer Wirtschaft und geldpolitischem Kurs hat sich seit der Pandemie noch weiter verstärkt, da die Zentralbanken nunmehr explizit dazu übergegangen sind, eine über dem Ziel liegende Inflation zu fördern. Die Flut an überschüssiger Liquidität hat letztlich dazu beigetragen, selbst kleinere Korrekturen an den grossen Aktienbörsen zu verhindern.

Die Realwirtschaft ist aber heute eine andere, und die Welle der globalen Liquidität ebbt langsam ab. Zwar stellt eine allmähliche Rückführung der akkommodierenden Geldpolitik kaum eine Bedrohung für den weltweiten Wirtschaftsaufschwung dar, sie könnte sich aber für die Kapitalmärkte als störend erweisen. Einen Vorgeschmack auf diese Dynamik lieferte Anfang Dezember der Fed-Vorsitzende Powell mit seiner Aussage vor dem Kongress, dass die Fed das Tempo des Taperings beschleunigen könnte, was das Potenzial für eine schnellere Rückführung der akkommodierenden Geldpolitik eröffnen würde. Aber selbst eine allmähliche Normalisierung der Realzinsen könnte sich negativ auf Multi-Asset-Portfolios auswirken angesichts der hohen Bewertungen von vielen Vermögenswerten. Staatsanleihen preisene eine säkulare Stagnation (lange Phase ohne oder mit geringem Wirtschaftswachstum) und eine niedrige Inflation ein, während Risikoanlagen ein anhaltend gesundes Wirtschaftswachstum bei

niedriger Inflation und niedrigen Zinssätzen unterstellen. Beides erscheint in dieser Konsequenz eher unwahrscheinlich.

Für die Asset Allocation bedeutet dies, dass festverzinsliche Portfolios im Jahr 2022 absolut und real negative Renditen erzielen sollten. Bei den globalen Aktienmärkten gehen wir 2022 von Steigerungen aus.

**Die anhaltende Gesundung der Wirtschaft dürfte dafür sorgen, dass die Gewinnerwartungen der Unternehmen weiter steigen, was Aktien in Zeiten erhöhter Ängste der Anleger eine grundlegende Unterstützung bietet.**

Es bleibt jedoch festzuhalten, dass bei reichlich Volatilität die Anleger mit steigenden Zinssätzen zu kämpfen haben werden. Die Vergangenheit zeigt jedoch, dass dies nicht unbedingt negativ sein muss, wie in folgender Grafik zu sehen ist.



Quelle: OECD, MSCI, MRB Partners

Allerdings können allfällige Drawdowns je nach Volatilität massiv ausfallen, da Obligationen in diesem Szenario keine kompensierenden Gewinne bieten würden. Diese würden nämlich gleichzeitig ebenfalls fallen. Mit anderen Worten, wenn Sie mitklettern möchten, schnallen Sie sich gut an und wählen Sie nicht die extremste Route.





## Finezia Asset Allocation

---

Die im letzten Finezianer aufgezeigten regionalen Unterschiede an den Aktienmärkten haben sich weiter verstärkt. Trotz eines deutlich anspruchsvolleren zweiten Halbjahres konnten mit einer diversifizierten Anlagestrategie auch im abgelaufenen Kalenderjahr wieder erfreuliche Resultate erzielt werden. Nachfolgend finden Sie unseren Ausblick für die verschiedenen Anlageklassen zum Start ins Jahr 2022.



### Obligationen

Es ist davon auszugehen, dass festverzinsliche Wertpapiere im kommenden Jahr sowohl absolut wie auch real negative Renditen erzielen werden. Etwelche Risiken werden weiterhin nicht genügend abgegolten. Wir sehen aktuell keinen Grund, unsere Untergewichtung in dieser Anlageklasse aufzuheben.

### Aktien

Die anhaltende Gesundung der Wirtschaft dürfte dafür sorgen, dass die Gewinnerwartungen der Unternehmen weiter steigen. Somit dürfte sich das positive Bild für Aktien auch im Jahr 2022 weiter fortsetzen. Die enormen staatlichen Stimulus-Programme werden ihren Teil dazu beitragen. Es ist allerdings davon auszugehen, dass allfällige negative News – nicht nur bezüglich Corona – zu klar höheren Schwankungen führen dürften. Diese auszuhalten, muss man als Aktieninvestor auch im Jahre 2022 bereit sein. Wir fokussieren uns auf eine geographisch und thematisch diversifizierte Strategie mit einem Augenmerk auf innovative Unternehmen aus zukunftsgerichteten Branchen (Megatrends) und Schweizer Dividentitel, die wir weiterhin für unverzichtbar halten.

### Alternative Anlagen

In aufstrebenden Aktienmärkten, wie es dieses Jahr erneut der Fall war, haben Alternative Anlagen oft einen schwierigen Stand. In volatilen Zeiten sind sie aber aufgrund von grossen Diversifikationseigenschaften, die durch die teilweise tiefe bzw. nicht vorhandene Korrelation mit anderen Anlageklassen entstehen, als Portfolio-Beimischung sehr interessant. Deshalb finden wir zum Beispiel ausgewählte Hedgefonds als Alternative zu Aktien attraktiv. Diese können sich in beide Richtungen positionieren und somit auch bei möglichen Korrekturen weiterhin positive Renditen erzielen. Die Attraktivität innerhalb der verschiedenen Anlagestile von Hedgefonds ist jedoch sehr unterschiedlich und bedarf einer detaillierten Beurteilung.

Der Private-Equity-Markt war im vergangenen Jahr ebenfalls sehr interessant, da im Vorjahr aufgrund der Corona-Pandemie viele Transaktionen auf Eis gelegt wurden. Dieser «Investitionsstau», verbunden mit den aktuell günstigen Finanzierungsbedingungen, hat einen regelrechten Fusions- und Übernahme-Boom ausgelöst. Hier tummeln sich noch immer viele interessante Chancen.

Auch Kryptowährungen sind eine weitere alternative Anlage mit grundsätzlich geringer Korrelation zum Aktienmarkt. Sie verbessern das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios. Aufgrund des sehr volatilen Marktes mit hohen Kursschwankungen empfiehlt sich eine aktive Bewirtschaftung sowie eine bescheidene Allokation dieser Anlageklasse.

### Edelmetalle

Gold hat im Jahre 2021 seitwärts tendiert. Per 30. November hat sich der Preis des gelben Metalls in Schweizer Franken gemessen gegenüber dem Jahresende um rund 3% verringert. Auch wenn dieses Jahr keine Gewinne erzielt werden konnten, gehört Gold für uns als Diversifikation weiterhin in jedes Portfolio. Das Metall stabilisiert das Portfolio in turbulenteren Zeiten. Es hat eine wichtige, defensive Rolle, vornehmlich als Absicherung gegen Systemrisiken wie beispielsweise eine Staatsschuldenkrise. Durch die negative Realverzinsung sehen wir einen Kursanstieg von Gold im kommenden Jahr als wahrscheinlich.

### Währungen

Der USD hat seit Jahresbeginn gegenüber dem CHF zugelegt, währenddem der EUR klar an Terrain verloren hat. Kurse von zuletzt unter EUR 1.04 pro CHF haben uns überrascht. Wir gehen nicht davon aus, dass dies nachhaltig sein wird. Aufgrund unserer global optimistischen Makroeinschätzung gehen wir davon aus, dass der EUR im kommenden Jahr steigen wird. Dies sowohl gegen den USD als auch gegen den CHF.





# Weihnachten ohne Geschenke – Fluch oder Segen?

Seit Jahrhunderten sind Weihnachtsgeschenke in der christlichen Tradition ein Symbol als Dank für das Gottesgeschenk, also die Geburt Christi. Je nach Typus Mensch ist das Besorgen von Weihnachtsgeschenken ein Segen oder ein Fluch, verbunden mit viel Stress, oftmals auch erst am 23. oder 24. Dezember. Durch das Aufkommen von Online-Shops in den letzten Jahren und der damit verbundenen 24/7-Shopping-Möglichkeit konnte dieser Stress zwar ein wenig gemildert werden. Trotzdem scheint sich in den letzten Jahren ein Trend eingeschlichen zu haben, dass sich viele Menschen gegenseitig bewusst nichts schenken. Im angelsächsischen Sprachraum hat sich der Term «No-Gifts Christmas» bereits im Vokabular etabliert. Dieses Jahr könnten viele neue Menschen zu diesem Trend dazugestossen sein, wenn auch unbeabsichtigt. Die immer noch sehr anfällige globale Lieferkette dürfte der Grund dafür sein, dass viele Weihnachtsgeschenke nicht rechtzeitig beim Schenker angekommen und noch immer unterwegs sind. Wir machen uns auf Spurensuche.

## Rückblick

Zu Weihnachten 2019 war die Welt noch in Ordnung. Wer was schenken wollte, wurde wohl fündig, auch wenn er sich nicht Monate im Voraus darum bemüht hatte. Nur sechs Tage nach Weihnachten, pünktlich zum Jahreswechsel, gab es am 31.12.2019 in der Schweiz erste Medienberichte über eine neue Lungenkrankheit in Zentralchina. Unter der Rubrik «Panorama» schrieb z. B. die NZZ: «Eine mysteriöse Lungenkrankheit ist in der zentralchinesischen Metropole Wuhan ausgebrochen.» Und weiter: «Eine Übertragung von Mensch zu Mensch oder eine Infektion des medizinischen Personals sei noch nicht entdeckt worden.» Wie sich diese «mysteriöse Lungenkrankheit» zu einer globalen Pandemie verbreitet hat und wie zynisch anmutend rückblickend die Befürchtung war, dass es zu einer ähnlichen Welle wie SARS mit 774 toten Personen weltweit kommen könnte, ist inzwischen bekannt. Doch wie kann dieses Virus dafür verantwortlich sein, dass gewisse Menschen Weihnachten dieses Jahr unfreiwillig ohne oder mit weniger Geschenke(n) verbringen mussten, und kann man dies nebst allem anderen tatsächlich auch noch ihm anlasten?

## Der Beginn

Die Unterbrechungen in den Lieferketten gehen tatsächlich auf den Beginn der Pandemie Anfang 2020 zurück. Als die Pandemie ausbrach, waren Menschen und Unternehmen schnell gezwungen, ihre Aktivitäten einzuschränken, was die Weltwirtschaft in einen kurzen, aber schädlichen freien Fall versetzte. Fabriken in

Teilen der Welt, in denen ein Grossteil der weltweiten Produktionskapazität angesiedelt ist, in Ländern wie China, Südkorea oder in europäischen Industriestaaten wie Deutschland, waren von der Ausbreitung des Coronavirus stark betroffen. Als Büros und Geschäfte schlossen und Fabriken von Asien bis Europa und Nordamerika ihre Produktion einstellten, entliessen die Unternehmen massenhaft Arbeitnehmer. Das verringerte die Kaufkraft der Menschen auf einen Schlag.



Da (aufgrund der Fabrikschliessungen) weniger Waren hergestellt wurden und (aufgrund von Massenentlassungen) weniger Menschen ihr Geld ausgeben konnten, gingen Hersteller und Spediteure davon aus, dass die Nachfrage drastisch zurückgehen würde. Im Nachhinein eine grobe Fehleinschätzung, denn die Situation war weitaus komplizierter und stellte die globale Lieferkette in Frage.

## Die Verlagerung

Entgegen der Befürchtung, dass die wirtschaftliche Verwüstung die Ausgaben in vielen Ländern zunichtemachen würde, führte die Pandemie lediglich zu einer Verlagerung der Nachfrage: Anstatt auswärts zu essen und Veranstaltungen zu besuchen, kauften die Leute nun Büromöbel und Elektronik fürs Home-Office, und die Eltern, die zu Hilfsköchen für die eingesperrten Kinder wurden, benötigten neue Küchengeräte.



Die Pandemie beschleunigte einen Trend, der sich schon seit Jahren abzeichnete: die Verlagerung zum Online-Shopping. Von April bis Juni 2020, als sich die erste Welle des Virus ausbreitete, verkaufte z. B. der amerikanische Online-Gigant Amazon 57 Prozent mehr Artikel als noch ein Jahr zuvor. Die Ausgaben der Privathaushalte wurden auch durch staatliche Konjunkturprogramme angekurbelt, als z. B. die USA als Teil einer rekordverdächtigen Anstrengung zur Wiederbelebung der Wirtschaft Schecks an alle Privathaushalte verschickten. Weltweit wurden Billionen an Konjunkturhilfen gesprochen. Der Zeitpunkt und die Menge dieser Konsumausgaben überforderten das System. Fabriken, deren Produktion normalerweise ziemlich vorhersehbar ist, mussten die Produktion nun hochfahren, um diesen enormen Auftragschub zu bewältigen.

Diese Produktionssteigerung brachte eigene Probleme mit sich. Fabriken müssen in der Regel Komponenten einführen, um Dinge herzustellen, die sie exportieren. Ein in China zusammengebauter Computer kann beispielsweise einen in Taiwan oder Malaysia hergestellten Chip, einen Flachbildschirm aus Südkorea und Dutzende andere elektronische Bauteile aus der ganzen Welt erfordern, die wiederum spezielle Chemikalien aus anderen Teilen Chinas oder Europas benötigen.

### Das fragile System

Der rekordsteile Anstieg der Nachfrage verstopfte das System für den Transport von Waren zu den Fabriken, die sie benötigten. Gleichzeitig stapelten sich die Fertigerzeugnisse – viele davon in China hergestellt – in den Lagern und Häfen in ganz Asien, weil ein grosser Mangel an Schiffscontainern herrschte.

Doch wo waren diese Schiffscontainer? Diese verblieben vielfach an den falschen Orten. Denn eine Ware war in den ersten Mona-

ten 2020 mehr gefragt als alles andere: Der gesamte Planet benötigte plötzlich chirurgische Masken, Kittel und andere Schutzausrüstungen. Die meisten dieser Waren wurden in China hergestellt, wo im Jahr zuvor die Hälfte aller Schutzmasken weltweit produziert wurden. Frachtschiffe lieferten also Schutzausrüstungen rund um den Globus, sogar in Regionen, die relativ wenig Handel mit China treiben, wie etwa Westafrika. In diesen Teilen der Welt stapelten sich leere Schiffscontainer. Das Ergebnis war ein Mangel an Schiffscontainern in dem Land, das sie am dringendsten benötigte: China.

Da die Container knapp und die Nachfrage nach Schiffen gross war, stiegen die Kosten für den Transport von Gütern exorbitant. Vor der Pandemie kostete der Versand eines Containers von Shanghai nach Los Angeles rund USD 2000. Anfang 2021 kostete die gleiche Reise bis zu USD 25000. Der Markt für Containerschiffe war viel zu unflexibel, um sich an die Aufwärtsbewegung im Welthandel anzupassen. Da es eine grosse Marktkonzentration in diesem Wirtschaftsbereich gibt, waren zudem auch wenig Anreize da, diesen Umstand von dieser Seite her zu ändern.





### Das nächste Problem

In den nordamerikanischen und europäischen Häfen, in denen die Container ankamen, überstieg der starke Zustrom von Schiffen die Anzahl der verfügbaren Docks. In Häfen wie Los Angeles und Oakland, Kalifornien, waren Dutzende von Schiffen gezwungen, tagelang im Meer zu ankern, bevor sie be- und entladen werden konnten. Gleichzeitig mussten LKW-Fahrer und Hafentarbeiter unter Quarantäne gestellt werden, was die Verfügbarkeit von Arbeitskräften zum Entladen von Waren einschränkte und den Prozess weiter verlangsamte. Verschärft wurde diese Situation durch die Schliessung des Suezkanals, nachdem ein riesiges Containerschiff dort stecken geblieben war, und schlussendlich durch die Schliessung grosser Häfen in China als Reaktion auf neue Covid-19-Fälle.

Viele Unternehmen reagierten auf die anfänglichen Engpässe, indem sie zusätzliche Waren bestellten, was die Häfen zusätzlich belastete und die Lager füllte. Da die Lager voll waren, stapelten sich die Container, die plötzlich als Lagerflächen dienten, in den Häfen. Das Ergebnis war die Mutter aller Staus.

### Die aktuelle Situation

Welche Waren sind heute noch knapp und wieso kann das nicht schneller gelöst werden? So ziemlich alles, was produziert oder hergestellt wird – von Chemikalien über Elektronik bis hin zu Laufschuhen – ist nur eingeschränkt verfügbar. Knappheit zieht weitere Knappheit nach sich. Ein Farbenhersteller, der 27 Chemikalien zur Herstellung seiner Produkte benötigt, kann vielleicht alle bis auf eine kaufen, aber diese eine – die vielleicht auf einem Containerschiff vor Südkalifornien festsetzt – kann ausreichen, um die Produktion zu stoppen. Wenn diese Farbe nicht lieferbar wird, hat irgendwo auf der Welt ein anderes Unternehmen seine Probleme und so fort.

### Und ist das nun alles wirklich auf die Pandemie zurückzuführen?

Die Pandemie hat sicherlich dazu geführt, dass Angebot und Nachfrage extrem schwankten und sich schneller veränderten, als sich die Lieferkette anpassen konnte. Aber das kam zu den jahrzehntelangen sehr schlanken Lagerbeständen hinzu, die die Unternehmen zur Begrenzung ihrer Kosten angelegt hatten. Es hat sich auch gezeigt, dass der Containerschiffsverkehr immer mehr zu einer Achillesferse des internationalen Handels geworden ist. Aus Kostengründen oder wegen der Skaleneffekte ist es sinnvoll, grosse Schiffe einzusetzen. Aber die Schiffsfrequenz nimmt dadurch auf vielen Routen seit Jahren ab, was die Flexibilität begrenzt.

Jahrelang hat das gut funktioniert, da die Lieferketten perfekt aufeinander abgestimmt waren. Die Pandemie ist also ganz bestimmt der Auslöser der heutigen Probleme; aber sie zeigt eigentlich nur auf, wie fragil das System bereits vorher war. Die gute Nachricht: Nach und nach dürften sich die Probleme lösen, sofern keine neuen Disruptionen auftauchen. Für den Verbraucher heisst dies, dass er 2022 Weihnachten mit Geschenken verbringen darf, sofern nicht erst am 24. Dezember damit begonnen wurde, sich darum zu kümmern.

Mit den besten Wünschen für das neue Jahr:  
Ihr Finezia-Team