

Normalisierung

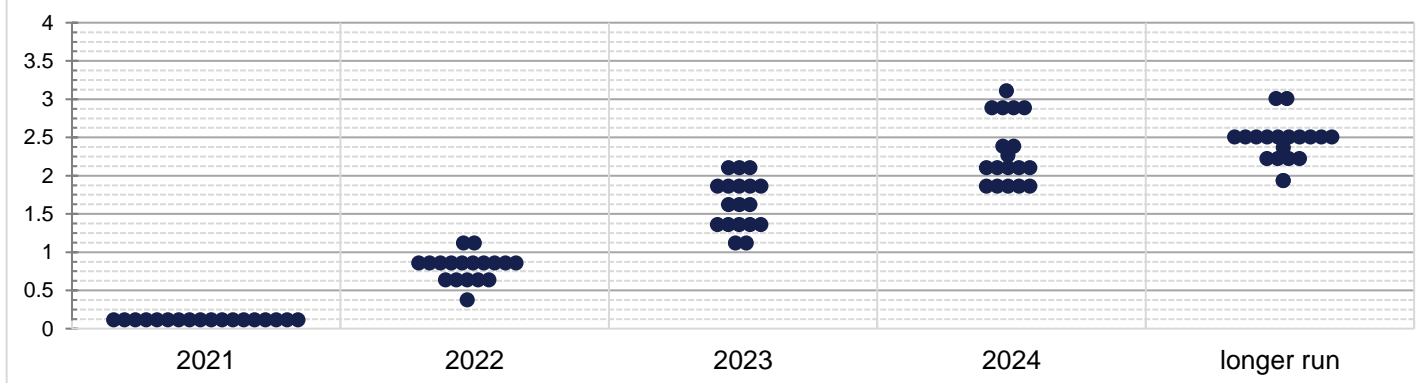
Es hätte auch Nu oder Xi heissen können, doch die WHO entschied sich anders, da sie Verwechslungen (und vielleicht Irritationen) vermeiden wollte. Die Weltgesundheitsorganisation wählte den fünfzehnten Buchstaben des griechischen Alphabets, Omikron, um die neue Variante von COVID-19 zu benennen, als diese ihren Vorgänger, die Delta-Variante, weitgehend verdrängt hatte. Die fünfte Ansteckungswelle hat sich während der Weihnachtszeit in Europa, den USA und Asien ausgebreitet. Schnell zeigten erste Studien, dass Omikron viel ansteckender ist als die Delta-Variante, aber auch weniger zu schweren Verläufen führt. Um dieser Welle entgegenzuwirken, empfehlen viele Länder dringend eine dritte Impfdosis, oder machen daraus gar eine Pflicht. Andere Eindämmungsmassnahmen wie das Home-Office oder sogar ein temporärer Lockdown (Niederlande) tauchten schnell wieder auf.

Eine weitere wichtige Entwicklung im Dezember war, dass die FED ihre Absicht bestätigte, ihre Anleihekäufe an den Märkten ab März 2022 einzustellen. Sie ebnet somit den Weg für drei Zinserhöhungen bis Ende 2022. Die Inflation wird also nicht mehr so sehr als vorübergehend betrachtet und die US-Notenbank will nun schneller handeln, um die Verteuerung wieder auf ihr Ziel von 2% zu bringen. Angesichts dessen hätte man erwartet, dass die Aktienmärkte negativ auf diese neuen Elemente einer strafferen Geldpolitik reagieren würden, aber das Gegenteil war der Fall: Sie beendeten den Monat Dezember 2021 insgesamt mit einem deutlichen Anstieg. Der S&P 500 beendete das Jahr mit einem Anstieg von +28% (+4,7% für den Monat)! 2021 ist das dritte Jahr in Folge, in dem der amerikanische Leitindex im positiven Bereich endet - trotz der Pandemiebedingungen der letzten 2 Jahre. Defensive Titel führten im Dezember das Rennen an, der MSCI USA Defensive Index schloss mit einem Plus von +8,4%. Auch in der Schweiz entwickelten sich die Aktienmärkte positiv: Der SMI schloss mit +5,9%, unterstützt durch die beiden Schwergewichte Novartis und Nestlé, die mit +9,3% bzw. +8% zu den grossen Gewinnern gehörten. In Europa schloss der DAX mit +5,2%, während der französische CAC40-Index mit einem Anstieg von +6,5% schloss. Die

Schwellenländer schlossen mit einem Plus von 2,8%, während die in Shanghai notierten Aktien mit einem Plus von 2,8% schlossen. An der Rohstofffront verzeichnete Erdöl erneut einen starken Anstieg, wobei der Preis für ein Fass US-Rohöl um 16% stieg. Gold erholte sich ebenfalls um +2,4%. Die Zinskurven blieben während des Berichtszeitraums relativ stabil, obwohl die Zentralbanken ihren Ton änderten und die Wirtschaftsdaten eher ermutigend waren.

Die Veröffentlichung der makroökonomischen Zahlen zum Jahresende bestätigte die anhaltende positive Dynamik im Arbeitsmarkt. In den USA lag die Arbeitslosenquote im Dezember bei +3,9%, ein Rückgang um 0,3% Prozentpunkte im Vergleich zum Vormonat. Der durchschnittliche Stundenlohn stieg im Dezember gegenüber dem Vormonat stärker als erwartet um 0,6 %, was den höchsten Anstieg seit April darstellt. Im Jahresvergleich stiegen die Löhne um +4,7%. Auf der Inflationsseite zeigten die letzte Woche in den USA veröffentlichten Zahlen einen Anstieg der Verbraucherpreise im Dezember um +0,5 %, was die Inflation 2021 auf +7 % ansteigen lässt. Ein solcher Anstieg wurde letztmals 1982 verzeichnet, als der Ölpreisschock von 1979 nach der iranischen Revolution einsetzte. Diese Überhitzung zu bekämpfen ist nun eindeutig das Ziel vom amerikanischen Offenmarktausschuss, wie die frisch ernannte Vizepräsidentin der Federal Reserve, Lael Brainard, kürzlich betonte. Während es bei der letzten Runde der geldpolitischen Straffung noch zwei Jahre gedauert hatte, bis die FED ihre Bilanzsumme reduzierte, deutet das Protokoll der letzten FOMC-Sitzung im Dezember darauf hin, dass die Reduzierung bereits 2022 beginnen wird, nach Beendigung des Anleihenkaufprogramms Mitte März 2022. Auch wenn die entgeltliche Entscheidung und vor allem das Timing von den Daten abhängen wird, ist allgemein zu erwarten, dass sie sich die Leitzinsen in den USA in den nächsten Monaten in einem hohen Tempo normalisieren werden, mit einer Kombination aus drei (oder mehr?) Zinserhöhungen sowie einer massiven Reduzierung der Liquidität. Auf der andere Seite des Atlantiks in Europa erreicht die Inflation Rekordwerte, wobei die Verbraucherpreise im Dezember auf annualisierter Basis um +5% stiegen.

FED Dot Plot / December 2021



Quelle: FED / Banque Heritage

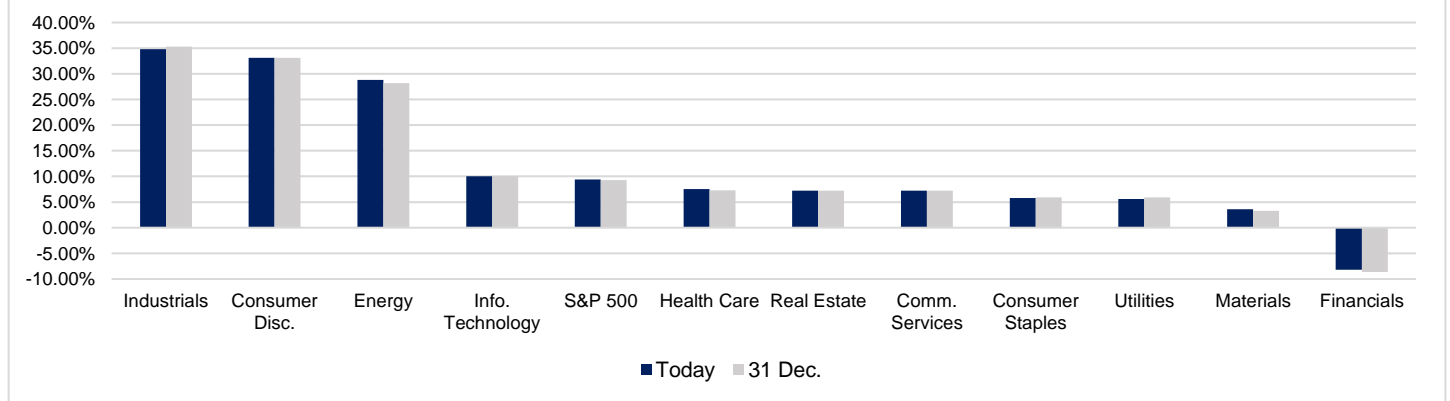


Die Europäische Zentralbank verfolgt einen vorsichtigeren (oder doch eher unvorsichtigen?) Ansatz und argumentiert, dass dieser inflationäre Effekt nur vorübergehend sei und bis Ende des Jahres wieder abklingen werde. Das Ergebnis: Das Aufkaufprogramm (PEPP) in Höhe von 1,85 Billionen Euro wird zwar bis März 2022 auslaufen, aber im Gegensatz zur FED oder der BOE ist keine Zinserhöhung geplant - noch nicht.

Die Märkte sind zu Beginn des Jahres etwas unruhig, wobei die Beschleunigung der geldpolitischen Straffung durch die FED der wichtigste Katalysator ist. Gleichzeitig wird diese Woche die Berichtssaison für das 4. Quartal 2021 beginnen, die den etwas orientierungslosen Marktteilnehmern zweifellos eine Richtung geben dürfte. Nachdem sich das Wachstum im dritten Quartal verlangsamt hatte, erholte sich die Wirtschaft im vierten Quartal gut. Laut FactSet schätzt Wallstreet, dass die Quartalszahlen der Gewinne der Unternehmen im S&P 500 im vierten Quartal im Jahresvergleich um 22 %

gestiegen sind. Das liegt über den historischen Durchschnittswerten, aber deutlich unter den vorherigen Quartalen. Aber es sind vor allem die Prognosen, die die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich ziehen werden. Und die werden nach einem Rekordjahr natürlich sinken, da die Unternehmen mit einer stärkeren Verbrauchernachfrage in Kombination mit einem Druck auf die Margen und schliesslich einer weniger entgegenkommenden Finanzierungspolitik konfrontiert sind. Unserer Ansicht nach wird 2022 eindeutig ein Jahr der Normalisierung sein, und zwar nicht nur in der Geldpolitik. Wir rechnen mit einem starken globalen Wachstum, was die Aktienmärkte zumindest in der ersten Jahreshälfte stützen dürfte. Das durch Stock Picking generierte Alpha dürfte das Beta überlagern, weshalb wir unsere Aktienpositionierung auf Unternehmen mit hoher Preismacht konzentrieren, sowohl in Europa als auch in den USA.

S&P 500 Earnings Growth: CY 2022



Quelle: FactSet / Banque Heritage

Die Kombination aus strafferer Geldpolitik, Normalisierung des Weltwirtschaftswachstums und Stabilisierung der Inflation lässt uns auch eine Abflachung der amerikanischen Zinskurve erwarten (Bear flattening). Wir bleiben daher in Staatsanleihen untergewichtet und bevorzugen weiterhin hochwertige, High Yield und asiatische Anleihen.

Unsere Diversifizierung zeigt sich unter anderem durch Investitionen in der alternativen Anlageklasse, die unkorrelierte Renditen ermöglicht, in Gold (neutral) und mit einem übergewichteten Cash-Bestand.

Das Asset-Management-Team wünscht Ihnen gemeinsam mit mir ein erfolgreiches Jahr 2022!

Bleiben Sie gesund!

Jean-Christophe Rochat, CIIA
Chief Investment Officer



BANQUE HERITAGE SA
Route de Chêne 61
Case Postale 6600
1211 Geneva 6
Switzerland

www.heritage.ch