

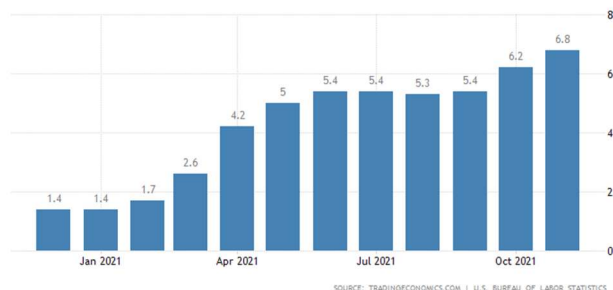
2021, ein außergewöhnlicher Jahrgang!

Ob in Bezug auf Inflation, Wachstum, politische und geldpolitische Unterstützung oder Börsenentwicklung - das Jahr 2021 kann als außergewöhnlich bezeichnet werden. Zu Beginn des neuen Jahres, stellt sich unweigerlich die Frage nach den Folgen einer gewissen Normalisierung derselben Parameter.

Die Rückkehr der Inflation...

Die Inflation erlebt ihr großes Comeback und scheint nun in mehreren westlichen Volkswirtschaften fest verankert zu sein.

Die Inflation, die lange Zeit als "vorübergehend" bezeichnet worden war, hielt sich in den USA zunächst in Grenzen, bevor sie sich in einem seit langem nicht mehr erreichten Ausmaß ausbreitete. Im November lag die jährliche Inflationsrate in den USA bei 6,8% (siehe Grafik) und in der Eurozone bei fast 5%.



Die beeindruckende Erholung der Wirtschaftstätigkeit nach dem "Corona Lockdown", die daraus resultierenden Versorgungsprobleme, der Anstieg der Energiepreise und der Preise für eine Reihe von Rohstoffen waren die Hauptgründe für diese donnernde Rückkehr eines Phänomens, das seit Jahrzehnten praktisch vom Radar verschwunden war.

Die Inflation erwies sich schließlich als viel höher und nachhaltiger, als einige erwartet hatten. Zu diesen "Predigern" gehörte ebenfalls der Vorsitzende der **US-Notenbank (FED)** Jerome Powell, der sich im Dezember letzten Jahres dazu entschließen musste, den Begriff "vorübergehend" für den aktuellen Preisanstieg zu streichen.

In derselben Rede kündigte er auch bereits die Rückkehr zu einer Zinserhöhung in den USA in den ersten Monaten des Jahres 2022 an.

In Europa kündigte die **Europäische Zentralbank (EZB)** Mitte Dezember ebenfalls an, dass sie ihr Unterstützungspaket für die Wirtschaft lockern werde. Da sie jedoch davon überzeugt ist, dass sich die Inflation kurz- bis mittelfristig stabilisieren wird, lehnte sie es ab, eine mögliche Zinserhöhung zu planen. Frau Lagarde wiederholte sogar, dass eine Reduktion der Anleihenkäufe für 2022 unwahrscheinlich sei. Eine solche Blindheit der europäischen Währungshüter erscheint uns zumindest leichtsinnig, und sei es nur angesichts der zuletzt publizierten Inflationszahlen, die uns zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Kommentars vorlagen: Die spanische Inflation erreichte im Dezember 6,7%, den höchsten Stand seit März 1992.

Und es ist längst klar, dass unsere **Schweizerische Nationalbank (SNB)** nicht agieren kann, solange sich die EZB nicht weiter bewegt; auf die Gefahr hin, dass der Schweizer Franken, der nach ihren eigenen Worten bereits stark "überbewertet" ist, weiter aufgewertet wird.

...Werden die Zinsen ansteigen ?

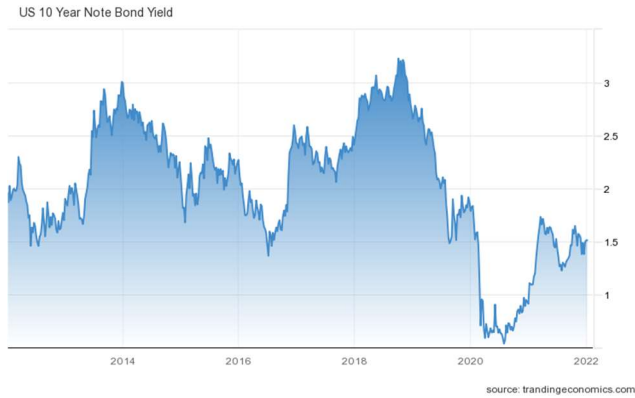
Wir schrieben es im Januar 2021 und wiederholten es im Juli ...

"Zu glauben, dass die Zinsen (und die Inflation), die schon so lange so niedrig sind, nicht bald wieder steigen werden, ist unserer Meinung nach eine riskante Wette. Und gleichzeitig zu glauben, dass Schulden kein Problem sind, weil die Staaten kostenlos Geld leihen können, ist ebenfalls ein Wagnis, auf das man besser nicht zu viel wetten sollte. Die Billionen, die während dieser COVID-Krise injiziert wurden, müssen sich früher oder später wirtschaftlich und finanziell auf die Inflation auswirken. Es sind also die Zinssätze, die zweifellos den Ton angeben werden. Zunächst in den USA mit den 10-jährigen Treasury Notes, die mit 1,5% flirten könnten..."

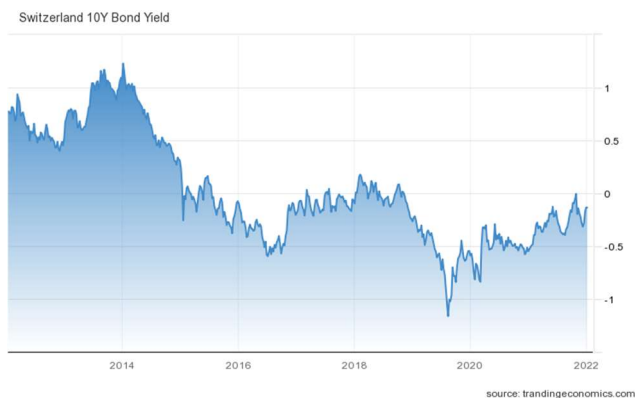
Und genau das ist auch passiert!

Zwar ist die Reaktion der Anleihenmärkte auf diesen konsequenteren und nachhaltigeren Anstieg der Inflation noch bescheiden und gedämpft. Dennoch ist der Trend da und hat sich fest etabliert. Um sich davon zu überzeugen, genügt es, sich die beiden folgenden Grafiken anzusehen.

So stieg der weltweite Referenzzinssatz (für 10-jährige US-Staatsanleihen) von 0,4% im März 2020 auf dem Höhepunkt der Unsicherheit vor der Pandemie auf fast 1,5% heute und tangierte im letzten Frühjahr und Herbst sogar die Marke von 1.7% (siehe Grafik auf der Rückseite).



Dasselbe Szenario in der Schweiz. Der helvetische Referenzzinssatz, die zehnjährige Bundesanleihe, bleibt zwar im negativen Bereich (-0.15% bis Ende Dezember 2021), steigt aber seit fast zwei Jahren "stetig" an. So stieg diese, nachdem sie Mitte Sommer 2019 einen Tiefststand von -1,1% erreicht hatte fortwährend an und versuchte im November letzten Jahres sogar, das Gleichgewicht (0%) zu überschreiten (siehe nachstehende Grafik).



Dass die Zinsen steigen, ist also eine Selbstverständlichkeit. Diese Anstiege hätten noch deutlicher ausfallen können. Auf der Grundlage der ausgezeichneten Wachstumswahlen (siehe unsere kommenden Ausführungen), vor allem aber angesichts der unerwartet hohen und dauerhaften Inflation, hätte der Zinssatz für 10-jährige US-Treasuries sogar deutlich über 2 % steigen müssen. Dies war jedoch nicht der Fall!

Und wieder einmal kann die gesamte Schuldenwirtschaft den Zentralbanken für ihre bedingungslosen (wenn auch vielleicht etwas "unvernünftigen") Bemühungen danken, einen Anstieg der Zinssätze aufzuschieben. Eine Zinserhöhung wäre für eine starke Wirtschaftserholung, für Investitionen, den Konsum und das kreieren von Arbeitsplätzen schädlich.

In diesem Zusammenhang haben die Zentralbanken immer wieder auf Zeit gespielt und an ihre Verpflichtung erinnert, eine "akkommodierende" Geldpolitik beizubehalten, um letztlich eine Inflation zu tolerieren, die über ihr Ziel hinauschießt.

n.b. Die meisten Zentralbanken (einschließlich der SNB) sollten eine Inflationsrate von nahezu 2% anstreben und die notwendigen Maßnahmen ergreifen, damit die Inflation nicht dauerhaft über dieses Niveau hinausgeht!

Wir schrieben im Juli des letzten Jahres:

"Die Inflation ist ein Gift, das nicht vernachlässigt werden darf. Sie schmälert nicht nur die nominalen Renditen (was bei Anleiherenditen bereits der Fall ist), sondern kann sich auch als Gefahr für andere, zu hoch bewertete Anlageklassen wie den Immobiliensektor oder bestimmte Teile der Aktienmärkte erweisen; insbesondere für Werte mit einem sehr (zu?) hohen Kurs-Gewinn-Verhältnis".

Die Wirtschaft besteht aus Zyklen, und diese sind nicht verschwunden. Die Inflation als eines der zentralen Elemente der genannten Wirtschaft entgeht dieser Abfolge von Phasen, dieser Verkettung von Höhen und Tiefen nicht.

Nachdem sie viele Jahre lang praktisch vom Radar verschwunden war, macht sie sich wieder bemerkbar und wird uns früher oder später dazu zwingen, aus finanzieller und börsentechnischer Sicht anders zu denken.

Mit anderen Worten: Unserer Meinung nach ist es an der Zeit, die Reißleine zu ziehen und die seit mehr als einem Jahrzehnt andauernden Niedrig- oder gar Negativzinsen zu beenden, für die es keinen Grund mehr gibt. Unserer Ansicht nach ist es unlogisch und in gewisser Weise auch unsinnig, diese geldpolitische Hyper-Generosität fortzusetzen, die vor allem gefährlichen öffentlichen und privaten Überschuldungsprozessen zugute kommt und zu einem Umfeld führt, in dem Immobilien und Aktien ebenso riskant überbewertet werden.

Eine gigantische Unterstützung...

Als Komplizen der Zentralbanken und Mithilfe einer außergewöhnlichen Haushaltspolitik haben auch die Regierungen keine Mühen gescheut (oft gemeinsam), um den Prozess der wirtschaftlichen Erholung um jeden Preis (und das ist der Fall!) zu unterstützen. Tatsächlich muss man feststellen, dass die größten Volkswirtschaften der Welt nicht in der Lage gewesen wären, in so kurzer Zeit ihr Vorkrisenniveau wieder zu erlangen, wenn sie nicht von all diesen außergewöhnlichen Unterstützungsmaßnahmen profitiert hätten.

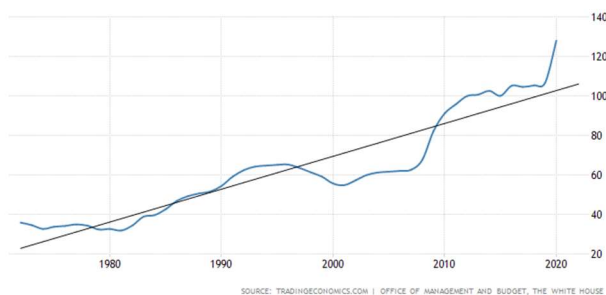
So haben die politischen und geldpolitischen Instanzen zwischen dem Frühjahr 2020 und dem Frühjahr 2021 mehr als USD 32'000 Milliarden ausgegeben. Allein die wichtigsten Zentralbanken haben in diesem Zeitraum stündlich USD 850 Millionen in die Weltwirtschaft gepumpt.

Die USA zögerten nicht, den "Geldhubschrauber" einzusetzen, indem sie Schecks über 1.400 USD an Millionen von Amerikanern verteilten. Ein Teil davon ist sicherlich in die Börsenspekulation geflossen, allen voran in Kryptowährungen.

Im Oktober letzten Jahres hat der französische Premierminister seine Wähler ebenfalls reichlich beschenkt, als er ankündigte 38 Millionen Franzosen eine "Inflationszulage" von 100 Euro zu zahlen, was gesamthaft Kosten von 3,8 Milliarden Euro verursacht. Diese Summe kommt zu den Kosten für das Einfrieren der Gaspreise (1,2 Milliarden Euro) und der Strompreise (5,9 Milliarden Euro) hinzu.

Und wenn man die bevorstehenden Wahltermine in diesem Frühjahr (französische Präsidentschaftswahlen) und in diesem Herbst (Zwischenwahlen in den USA) kennt, kann man sich gut vorstellen, dass die besagte politische (und monetäre) "Selbstgefälligkeit" noch viele Tage vor sich hat...

USA: Entwicklung der Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP in den letzten 50 Jahren (in %)



Vielleicht haben die Staaten und die Zentralbanker den Zauberlehrling gespielt. Sie haben ein beispielloses Experiment gewagt: die Auswirkungen der Wirtschaftskrise auf den Franken genau auszugleichen. Das gab es noch nie! Und sogar "nie erträumt", was das Wirtschaftswachstum und mit ihm die meisten beweglichen und unbeweglichen Vermögenswerte ankurbelte.

...Begünstigung eines kräftigen Wirtschaftswachstums...

Die Weltwirtschaft wuchs im Jahr 2021 mit einem kräftigen Tempo von fast 6 %. Eine Zahl, die im Gegensatz zu der negativen Entwicklung im Jahr 2020 steht. Wie bereits erwähnt, ist dieses starke Wachstum vor allem auf die kolossale Unterstützung zurückzuführen, die seit dem Ausbruch der Gesundheitskrise von den Währungsbehörden und der Politik geleistet wurde.

Die starke Nachfrage nach Konsumgütern, die durch die Dekontaminierung beschleunigt wurde, hat die Produktions- und Lieferketten über ihre Kapazitäten hinaus getrieben. So kam es im Laufe des Jahres aufgrund von Engpässen, steigenden Energiepreisen und natürlich der Pandemie zu einigen Verzögerungen bei der Erholung. Die Lösung dieser Probleme wird zum Teil davon abhängen, wie stark das Wachstum im Jahr 2022 sein wird.

Angesichts der jüngsten Quartalsberichte der Unternehmen über ihren Geschäftsverlauf (in Bezug auf Wachstum und Rentabilität) sind wir jedoch nach wie vor vernünftigerweise davon überzeugt, dass die Wirtschaft im nächsten Jahr weiter expandieren wird, und zwar selbst vor dem oben erwähnten Hintergrund der Inflation und der geldpolitischen Straffung.

Das Risiko eines schwächeren Wachstums auf kurze Sicht oder in bestimmten Sektoren (die stärker durch die Coronavirus-Pandemie gefährdet sind) kann in Betracht gezogen werden, ohne jedoch die globale Expansion in Frage zu stellen, die schon allein aufgrund der sakrosankten bedingungslosen Unterstützung der Zentralbanken und Regierungen für die Entwicklung riskanter Anlagen fest verankert ist.

...Die Aktienmärkte sind auf Rekordniveau.

In dem soeben beschriebenen Umfeld hat die Entwicklung der Märkte den Charakter eines Lehrbuchs angenommen. So wird das Jahr 2021 als "außergewöhnlicher Jahrgang" in die Annalen eingehen, als ein Börsenjahr außerhalb der Norm.

Gestützt auf ein durch absurde Konjunkturprogramme und künstlich niedrige Zinssätze wiedergewonnenes Wachstum legten Aktien in der ersten Jahreshälfte stark und fast linear zu, bevor sie sich in der zweiten Jahreshälfte unregelmäßiger entwickelten, auch hier unter dem Einfluss eines "unerwarteten" Inflationsdrucks und der Rückkehr der Pandemie.

Auch andere Anlageklassen standen im Vordergrund, allen voran die Rohstoffe, die ihrerseits vom Aufschwung der Wirtschaftstätigkeit und der Verbraucherpreise profitierten.

Im Gegensatz dazu bremsten die Spannungen bei den langfristigen Zinsen die Performance von Anleihen und börsennotierten Immobilien oder schmälerten sie sogar.

Performance der Aktienindizes 2021 (in CHF)

Schweiz	SMI	20.3%
	SMIM	20.2%
Europa	EURO STOXX 50	14.8%
Deutschland	DAX	10.6%
Frankreich	CAC 40	22.8%
USA	Dow Jones	22.4%
	NASDAQ	26.1%
Japan	NIKKEI	-2.4%
Hong Kong	Hang Seng	-11.9%

Einige weitere wichtige Ereignisse im Jahr 2021

- Die Abschwächung des chinesischen Wachstums vor dem Hintergrund von Stromknappheit und Immobilienkrise, aber auch... Der Wille der chinesischen Behörden zur politisch-ideologischen "Übernahme", deren Auswirkungen in ganzen Teilen unserer westlichen Wirtschaft deutlich zu spüren sind, allen voran der Luxusgüter- und Videospielektor.
- Die Outperformance der "klassischen" Energiewerte, die mit Kohlenwasserstoffen verbunden sind, gegenüber den Aktien im Bereich der grünen Energie (Photovoltaik, Windkraft, Wasserstoff usw.).
- Der offizielle Startschuss für das Konzept des "Metaversums" und die Explosion der NFT-Aktien; oder wenn sich die (vor allem amerikanischen) Technologieriesen ein noch virtuelles "Morgen" vorstellen.
- Die Schwierigkeit der Vorhersage...
...Der Durchschnitt der Analysten prognostizierte, dass der US-Aktienindex (S&P 500) das Jahr bei 4.035 Punkten beenden würde. Neulich schloss er bei 4'766 Punkten, was in Wirklichkeit 18% höher war als die genannten Vorhersagen.
- Die Schwierigkeit der Auswahl...
...Noch nie war der Markt so abhängig von einigen wenigen Titeln, da nur fünf Werte desselben S&P 500 im Jahr 2021 etwa 35% seiner Gesamtperformance erklären.

Zum Abschluss...

Auf die Gefahr hin, uns zu wiederholen, müssen wir erneut zugeben, dass es vor allem die Alchemie zwischen niedrigen Zinsen, einer lockeren Geldpolitik und einem durch immer unkonventionellere Konjunkturprogramme gedopten (um nicht zu sagen "betäubten") Wirtschaftswachstum ist, die es ermöglicht hat, auf zahlreichen Finanzmärkten derartige Rekorde zu erreichen.

Die Coronavirus-Krise hat keine strukturellen Ursachen. Aber indem die Staaten die Wirtschaft auf diese Weise mit so starken Maßnahmen über einen so langen Zeitraum stützen, überschreiten sie munter das Niveau der Konjunkturlilfe und verändern unweigerlich die Struktur unserer Wirtschaft selbst. Sie tun dies auf dem am leichtesten zugänglichen, aber auch heikelsten, um nicht zu sagen gefährlichsten Weg: der finanziellen Abhängigkeit.

Die Entwicklung der Aktienmärkte in den nächsten Monaten wird unserer Meinung nach davon abhängen, wie sich eine Normalisierung (oder Nicht-Normalisierung) der wichtigsten Parameter, die in diesem Kommentar ausführlich behandelt wurden auswirkt, nämlich :

- Die Inflation und damit die Höhe der Zinssätze?
- Das Wirtschaftswachstum und damit die Höhe der Unternehmensgewinne (und -margen)...
- Die Geld-, Haushalts- und Steuerpolitik sowie alle anderen Mittel, die von den herrschenden politischen und monetären Mächten eingesetzt werden und welche die beiden ersten oben genannten Parameter beeinflussen können.

2022 wird sicherlich nicht so außergewöhnlich sein können wie 2021! Nicht nur, weil der mit dem großen Dekonzentrationsprozess verbundene Aufholeffekt nachlässt, sondern auch, weil die Auswirkungen der Konjunkturmaßnahmen nuancierter ausfallen werden. Außerdem können die Komponenten, die als künftige Wachstumsstütze der Weltwirtschaft herangezogen werden, nämlich die Ausgaben der Haushalte und die Investitionen der Unternehmen, natürlich nicht die gleiche Kraft entfalten wie die Billionen, die von den Währungsbehörden und der Politik in die Wirtschaft gepumpt wurden.

Um sich gegen die im Laufe dieses Kommentars angesprochenen Risiken bestmöglich abzusichern, empfehlen wir, auf Branchen zu setzen, die in der Lage sind, steigende Rohstoffpreise an die Verbraucher weiterzugeben.

Dies gilt insbesondere für die Luxusgüterindustrie oder auch für Ölwerte, die selbst von den steigenden Ölpreisen profitieren, indem sie massiv in erneuerbare Energien investieren.

Vor allem aber sollte man auf Unternehmen setzen, die ein qualitativ hochwertiges Wachstum aufweisen, das in der Lage ist, nachhaltig Wert zu schaffen; d.h. langfristig eine Rendite auf ihre Investitionen zu gewährleisten, die über ihren Kapitalkosten liegt. Diese Unternehmen, die in ihrem Bereich führend sind, sind in der Lage, den Markt langfristig zu übertreffen, denn letztlich ist es immer die Qualität, die zählt und sich auszahlt.

In diesem Rahmen ist es erwiesen, dass Schweizer Unternehmen zusammen mit US-amerikanischen Unternehmen weltweit am meisten Wert schaffen.

Das ist es, was uns einmal mehr von unserer Anlagephilosophie überzeugt um zu wiederholen, was wir vor einem Jahr geschrieben haben...

In einem solchen Umfeld wird sich unsere Anlagestrategie weiterhin auf Aktien von erstklassigen Unternehmen mit sichtbarem Gewinnwachstum, soliden Bilanzen und wettbewerbsfähigen Geschäftsmodellen konzentrieren.

Unsere defensive "Buy & Hold"-Philosophie und unser Ansatz, der mehr auf "Wert" (Value Investing) als auf "Wachstum" ausgerichtet ist, hat solchen Qualitätsunternehmen schon immer den Vorzug gegeben. Nach diesem für die Selektion der Aktienanlagen so schwierigen Jahr sind wir erneut froh darüber auf diese Anlagestrategie gesetzt zu haben.

In den kommenden Monaten setzen wir weiterhin auf denselben Value-Ansatz, der sich langfristig bewährt hat und behalten unsere starke Heimmarktneigung bei, indem wir die großen Schweizer Aktien des SMI und eine Auswahl an erstklassigen Schweizer Nebenwerten übergewichten.

Mit den besten Grüßen und Wünschen für ein ausgezeichnetes Jahr 2022.

Adequaris Finance
Pascal Reynaud, 4. Januar 2022