



Perspektiven für Finanz- und Kapitalmärkte

1. Quartal 2022

Zürich, im Januar 2022



Vorwort

Das vergangene Jahr kann man als durchaus herausfordernd bezeichnen. Auch 2022 wird von vielen Risiken aber auch Chancen geprägt sein. Auf alle Fälle erwarten wir eine deutlich erhöhte Volatilität, die der Anleger hinnehmen, aber auch nutzen kann.

Folgende Faktoren sehen wir für das erste Quartal 2022 auf uns zukommen:

Covid-19 wird das Geschehen der Märkte auch 2022 weiter beeinflussen. Negative Nachrichten über neue Mutationen belasten vor allem die Reise- und Freizeitwerte sowie typisch zyklische Sektoren. Eine Eindämmung der Pandemie wird sich in diesen Sektoren positiv auswirken.

In den kommenden Monaten wird das Augenmerk hauptsächlich auf die Inflation gerichtet sein. Im vergangenen Jahr gingen die führenden Zentralbanken noch von einem transitorischen Anstieg aus. Mittlerweile beurteilen einige Fachleute die Inflation jedoch als nachhaltiger als erwartet. Monetäre Reaktionen der Zentralbanken sind somit zur Eindämmung der Inflation zu erwarten.

Falls sich die Probleme der Lieferketten durch weitere Covid-19 Einschränkungen nicht lösen, werden die zyklischen Sektoren weiter mit Lieferengpässen zu kämpfen haben. Damit einher gehen dann eine schwächere Wirtschaftsentwicklung und gegebenenfalls ein weiteres Anziehen der Inflation.

Auch politische Krisen sehen wir für nächstes Jahr als marktbeeinflussend. Die Uneinigkeit in der EU nimmt zu, Machtspiele Russlands an der ukrainischen Grenze dürften weitergehen und die Situation im südchinesischen Meer zwischen Taiwan und China schwelt weiter. Auch hier sehen wir kurz- bis mittelfristige Schwankungen an den Märkten.

Ein weiterer Einflussfaktor für die Aktienmärkte dürfte die Entwicklung des monetären Verhaltens der Zentralbanken sein. Für Amerika ist das «Zurückfahren» der Anleihenkäufe durch die Fed im ersten Quartal zu erwarten. Für das laufende Jahr werden im Markt bereits bis zu drei Zinsschritte eingepreist. Im Rest der entwickelten Welt erwarten wir wenig bis keine nachhaltige Änderung der Geldmarktpolitik.

Wir wünschen den Lesern ein erfolgreiches Jahr 2022.

Bank von Roll AG
Bleicherweg 37
CH-8027 Zürich

Strategische Eckpunkte – Q1 2022

Für das 1. Quartal 2022 orientieren wir uns in unserer Anlagepolitik an folgenden Eckpunkten:

Wirtschaft	Wir gehen von einem anhaltenden globalen Wirtschaftswachstum bei einer geringeren Dynamik gegenüber dem Jahr 2021 aus. In den Schwellenländern und in Europa sehen wir das grösste Wachstumspotential. Der Verlauf der konjunkturellen Entwicklung wird volatil sein und je nach Entwicklung der Pandemie, bei den Lieferketten, der Energiepreise, der Inflation, der geldpolitischen Entscheide, dem Effekt der Investitionsprogramme sowie der Geopolitik kann es zu grösseren Marktschwankungen kommen.
Geldpolitik	Die Notenbanken bleiben trotz einer über der Zielgrösse von 2% liegenden Inflation noch expansiv, wobei die Unterstützung sukzessive reduziert wird. Wir rechnen in den USA mit einem ersten vorsichtigen Zinsschritt. Die Märkte gehen derzeit von bis zu drei Leitzinserhöhungen aus. In Europa und der Schweiz sollten Zinserhöhungen im Jahr 2022 kein Thema sein.
Inflation	Die Notenbanken mussten eingestehen, dass die Inflation höher und nachhaltiger ist. Aktuell gehen wir davon aus, dass die Inflationsspitze nun erreicht sein könnte. Dies ändert aber nichts an unserer Annahme, dass wir im Jahr 2022 mit einer deutlich über der 2% Marke liegenden Inflationsrate rechnen. Je nach Entwicklung der Inflationserwartungen könnte sich ein Abbau bestehender Positionen in inflationsgeschützten Obligationen anbieten.
Märkte	Wir erwarten folgende Entwicklung der Anlageklassen im Jahr 2022: <ul style="list-style-type: none"> • Aktien: Insgesamt wird ein Wachstum der Aktienmärkte im Bereich von 5% erwartet, wobei die erwartete Performance der Schwellenländer und Europas diejenige der USA übertrifft. Der chinesische Markt hat Aufholpotential. Der Schweizer Aktienmarkt wird sich zwischen der Performance der europäischen und der US-Märkte bewegen. Die Volatilität wird zunehmen. • Obligationen: Sie können zwischenzeitlich zur Stabilisierung eines Portfolios beitragen, doch ist die mittel- bis langfristige Werthaltigkeit dieser Anlagen fragwürdig. • Rohstoffe: Seitwärtsbewegung im Bereich des aktuellen Preisniveaus.
Gold	Wir gehen für das Jahr 2022 von einer fortgesetzten Seitwärtsbewegung des Goldpreises im bekannten Rahmen aus, womit sich eine ähnliche Entwicklung wie an den Aktienmärkten ergibt.

Strategische Vermögensallokation

Ausgewogen CHF											
Anlageklasse											
Liquidität	5%										
Obligationen				30%							
Unternehmensanleihen BBB		15%									
Inflationsgeschützte Staatsanleihen		15%									
Hochzinsanleihen	0%										
Aktien					50%						
Schweiz		15%									
Europa		15%									
USA		9%									
Schwellenländer		5%									
Goldminen		6%									
Edelmetalle		15%									
Währungen											
CHF							78%				
EUR		12%									
USD		6%									
Andere Währungen		4%									
	in Prozent %	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100

Unsere Schwerpunkte für das erste Quartal 2022

- Anleger müssen allgemein mit einer erhöhten Volatilität rechnen.
- Obligationen bieten angesichts der tiefen und tendenziell steigenden Zinsen wenig Perspektiven, weshalb wir dieses Segment zugunsten von Gold untergewichten. Inflationsgeschützte Obligationen sind noch zu bevorzugen.
- Bei den Aktien sind Qualitätsunternehmen die erste Wahl für ein volatiles Marktgeschehen.
- Die Sektorperformance ist stark abhängig von den oben erwähnten Einflussfaktoren. Entsprechend hoch wird die Kadenz von Sektorrotationen sein. Aufgrund dieser Unsicherheiten priorisieren wir in der Selektion weiterhin den Faktor Unternehmensqualität. Im Sektor Technologie sehen wir steigende regulatorische Risiken und bevorzugen den Subsektor Cybersecurity. Das Thema «Metaverse» wird an Beliebtheit gewinnen und könnte zu einem neuen Megatrend werden. Im Segment der Gesundheit könnte nach einem schwierigen Jahr Bio- und Gesundheitstechnologie wieder attraktiv sein. Positive Impulse dürften Unternehmen mit einer guten ESG-Einstufung erfahren (vice versa). Megatrends bleiben Themen wie die Digitalisierung, Energietransition oder die E-Mobilität.
- An unserer Übergewichtung in Gold und Goldminenaktien halten wir fest. Gold ist als Inflationsschutz derzeit zu günstig gepreist. Gold bringt zudem Diversifikationseffekte zur hohen Aktienallokation und muss im Portfoliokontext als Versicherung betrachtet werden.

Risikofaktoren

- Pandemiegeschehen und deren Auswirkungen auf die Produktionskapazitäten sowie die Lieferketten
- Wirtschaftlicher Kollaps der Türkei und anschließende Finanzkrise
- Geopolitische Spannungen (Ukraine-Russland/Taiwan-China)

Konjunkturelles Umfeld

Solide Wachstumserwartungen

Konjunktur – Überraschend starkes Jahr 2021 und positive Aussichten für das Jahr 2022

Die wirtschaftliche Entwicklung verlief im 2021 insbesondere im ersten Semester beeindruckend und weit besser als erwartet. Die massiven Stützungsmaßnahmen der Geld- und der Fiskalpolitik entfalteten ihre Wirkung. Insbesondere die Bekämpfung der kurzfristig hohen Arbeitslosigkeit war von Erfolg gekrönt. Im Jahresverlauf zeigte sich dann aber die Kehrseite der Medaille. Eine steigende Nachfrage nach Gütern traf auf weiterhin beeinträchtigte Lieferketten. Dies führte zu Knappheit bei wichtigen Vorprodukten – allen voran bei den Halbleitern – und entsprechend stark steigenden Preisen. Die Knappheit der Güter erfasste immer mehr einfachere Produkte und Substitutionsgüter (z.B. Gebraucht- statt Neuwagen). Die Kostensteigerungen bei den Produzenten erreichten ein seit Jahrzehnten nicht mehr gesehenes Niveau. Inflationsfördernd wirkten dabei auch die anhaltenden geopolitischen Spannungen und Auswirkungen der Energiewende. In Europa stiegen die Energiepreise (Gas und Strom) sprunghaft an. Bisher gelang es den Unternehmen, die höheren Preise weiterzugeben. Dieser Gegenwind

führte im zweiten Semester zu einer nachlassenden wirtschaftlichen Dynamik. Dies stellt unseres Erachtens eine normale Entwicklung dar. Die neue Covid-Variante führte gegen Ende des Jahres zu Verunsicherungen. Wir erachten die direkten Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft und die Wachstumserwartungen als limitiert. Je nach Ausgestaltung der Massnahmen der einzelnen Länder könnte aber dadurch die Phase hoher Inflation weiter in die Länge gezogen werden und die Wirtschaft indirekt stärker belasten. Die chinesische Wirtschaft, die mit externen und hausgemachten Problemen zu kämpfen hat, entwickelte sich im Gegensatz zu den USA oder Europa überraschend schwach. Für das Jahr 2022 gehen wir von einem fortgesetzten globalen Wirtschaftswachstum bei einer geringeren Dynamik aus und sehen positives Überraschungspotential unter anderem in Europa. Wir gehen davon aus, dass die Schwellenländer insgesamt resilienter gegenüber einer restriktiveren US-Geldpolitik geworden sind und die grössere Herausforderung die relativ tiefen Impfquoten darstellen.

Tabelle 1 – Wachstumsschätzungen (Reales Wachstum, ohne Inflation)

Wirtschaftsraum	Schätzungen Reales Wachstum BIP		
	2021	2022	2023
Welt	6.0%	4.9%	3.6%
Industrieländer	4.9%	4.2%	2.5%
Eurozone	5.1%	4.2%	2.9%
Deutschland	2.8%	4.4%	3.0%
Schweiz	3.1%	3.2%	1.7%
USA	5.5%	3.7%	2.5%
Japan	2.1%	3.1%	1.4%
Schwellenländer	6.8%	5.5%	4.5%
Brasilien	5.1%	1.2%	2.2%
Russland	4.4%	3.0%	2.1%
Indien	9.5%	7.7%	6.0%
China	7.6%	5.4%	5.0%

Quelle: Internationaler Währungsfonds / M.M.Warburg Bank / SECO / EZB / US-Fed / UBS

Geld- und Fiskalpolitik – Geldpolitik am Scheideweg / Verzögerte Wirkung der Fiskalpolitik

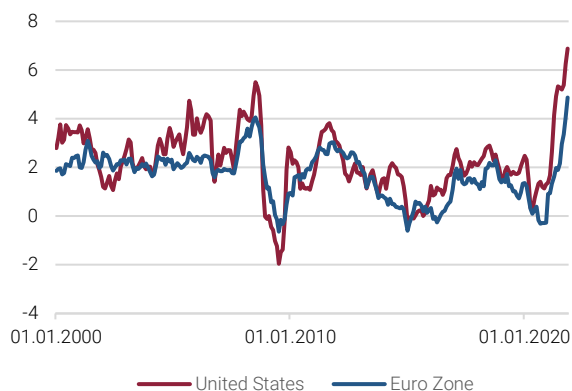
Die Notenbanken haben eingestehen müssen, dass die Inflation doch nicht nur ein vorübergehendes Phänomen ist. Eine Meinung, die wir schon seit längerem vertreten. Auch haben sich die Arbeitslosenzahlen nochmals deutlich verbessern können. Entsprechend wurden in den Dezember-Sitzungen der führenden Notenbanken die geldpolitischen Massnahmen für das Jahr 2022 skizziert. Es zeigt sich eine Entkoppelung an. Die US-Fed beschreitet als erste den Weg der Normalisierung. Für nächstes Jahr ist das Ende der Obligationenkäufe vorgesehen und die Märkte sowie der «US-Fed Dot-Plot» sehen derzeit drei Zinserhöhungsschritte voraus. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat entschieden, die pandemiebedingten Notkaufprogramme per Ende März einzustellen, hat darüber hinaus aber keine restriktiven Massnahmen kommuniziert. Die Schweizerische Nationalbank hält vorerst am Leitzins von -0.75% fest. Die chinesische Geldpolitik dürfte hingegen lockerer werden.

Die Entwicklung der Inflation bleibt der treibende Faktor für die Geldpolitik. Im Jahr 2022 sollten die Sondereffekte der Pandemie wegfallen und einen dämpfenden Effekt haben. Es gibt aber eine Reihe von Faktoren, die zu einer längerfristig erhöhten Inflation führen könnte. Darunter fallen: Wachstumsschub und Kostensteigerungen infolge einer geänderten

Klimapolitik und damit zusammenhängend einer steigenden Nachfrage nach Rohstoffen bei gleichzeitig fehlenden Investitionen in traditionelle (fossile) Energieträger, zumindest teilweise Rückführung der disinflationär wirkenden Globalisierung und somit tendenziell steigenden Kosten bei den Produzenten. Aus diesem Blickwinkel betrachtet spricht nichts dagegen, dass das Zinstief erreicht wurde und die Zinsen steigen müssen. Regierungen sehen das anders angesichts der aufgehäuften Schuldenberge und die Unabhängigkeit der Notenbanken muss hinterfragt werden. Es ist ein zusehends schwieriger Spagat, den die Notenbanken leisten müssen, weshalb das Risiko geldpolitischer Fehler stetig steigt. Vorerst ist nicht mit einem Überschüssen der Zinsen zu rechnen. Doch wie lange die Anleger noch bereit sind, den Finanzbedarf der Staaten zu negativen bzw. kümmerlichen Zinssätzen zu finanzieren, ist offen.

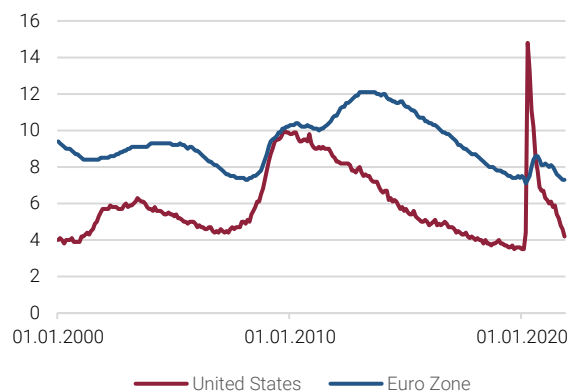
Ein Teil der fiskalpolitischen Massnahmen hatte kurzfristige Effekte. Ein anderer Teil (Investitionsprogramme) wird seine volle Wirkung erst in ca. 2-3 Jahren zeigen. Deshalb ist für 2022 mit einer insgesamt nachlassenden geld- und fiskalpolitischen Wirkung zu rechnen.

Abbildung 1 - Inflationsrate in %



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Abbildung 2 - Arbeitslosenquote in %



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Finanz- und Kapitalmärkte

Zunehmende Volatilität

Zinsen und Obligationen – Flachere Zinsstrukturkurven und sinkende Inflationserwartungen

Die Obligationenmärkte zählen zu den grössten Kapitalmärkten und entsprechend hoch sind Entwicklungen im Zinsgefüge, den Zinsstrukturkurven und den Kreditrisikoprämien zu werten. Dies gilt trotz des sehr hohen Einflusses der Notenbanken immer noch. Die angekündigten abnehmenden Obligationenkäufe durch die Notenbanken dürften wieder zu mehr Markt und einer verbesserten Qualität der Signale aus den Obligationenmärkten führen und darf als positive Entwicklung gewertet werden. Im vierten Quartal war eine Verflachung der Zinskurve, insbesondere in den USA, die wohl wichtigste Entwicklung. Eine flachere Zinskurve indiziert in der Regel eine abflachende Konjunkturdynamik sowie eine straffere Notenbankpolitik. Die Zinssteigerungen erfolgten vor allem im Bereich von eins bis zehn Jahren, während die ganz langen und die ganz kurzen Laufzeiten kaum reagierten. Die vielbeachtete Renditedifferenz zwischen den zwei- und zehnjährigen US-Staatsanleihen reduzierte sich von 1.23% auf 0.78%. Die Märkte scheinen sich Sorgen zu machen, dass die angekündigten Zinssatzerhöhungen der US-Fed

in eine Phase schwächeren Wirtschaftswachstums fallen und somit einen zu starken Bremseffekt auslösen können. Auch im Euro-Raum hat sich die Zinsstrukturkurve verflacht, während sich diejenige Chinas nicht veränderte und vergleichsweise steil blieb.

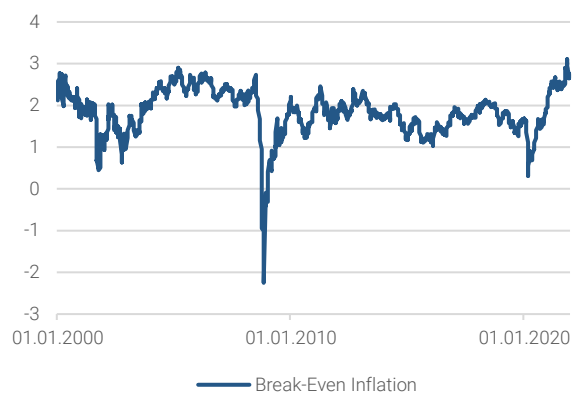
Die Entwicklung der sogenannten «Break-even Inflation», der in den inflationsgeschützten Obligationen eingepreisten Inflationserwartungen, war bemerkenswert. In den USA scheinen die Inflationserwartungen im Verlaufe des Oktobers ihre Spitze erreicht zu haben. Seit dem Höchststand von 2.75% bei den 10-jährigen und 3.3% bei den 5-jährigen Laufzeiten haben sich die entsprechenden Inflationserwartungen sukzessive auf 2.4% bzw. 2.7% zurückgebildet. Die daraus errechneten Realzinsen verharren aber weiterhin im negativen Bereich von -1% für die USA und von rund -1.3% im Euro-Raum. Die Dynamik der Entwicklung ist für uns ein starkes Signal, dass das Zinstief hinter uns liegt. Von einer materiellen Zinswende wollen wir aber noch nicht sprechen.

Abbildung 3 – 10-jährige US Treasury Zinsen



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Abbildung 4 – Entwicklung Breakeven Inflation 5 Jahre USA



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Aktien – Kurzfristige Entwicklung im 4. Quartal 2021 als ein Wink mit dem Zaunpfahl

Die Aktienmärkte befinden sich seit Oktober 2021 in einem Auf-und-Ab und Neuigkeiten zur Pandemie und zur Notenbankpolitik, insbesondere der US-Fed, beeinflussen das allgemeine Marktgeschehen und besonders einzelne Sektoren stark. Das Sentiment ist in diesen Marktphasen deshalb auffällig volatil und kann sich innert Monatsfrist stark verändern. Zwischenzeitlich wurde der Technologie-Sektor als sicherer Hafen aufgesucht, um ihn kurz darauf angesichts der Sorge steigender Zinsen wieder fallen zu lassen. Ein weiterer Faktor für eine schwierige letzte Woche im November war wohl das sogenannte «tax-loss-selling», d.h. der Verkauf verlusttragender Positionen zur Optimierung der Steuern. Oberflächlich war das Jahr 2021 ein überraschend starkes Aktienjahr. Wenn man genauer hinschaut zeigt sich, dass sich die Performance auf wenige Sektoren und teilweise wenige Unternehmen konzentriert. Diese mangelnde Marktbreite muss als Warnsignal interpretiert werden. Nicht von der Hand zu weisen ist aber, dass ohne die massive Liquiditätsversorgung der Notenbanken und die enormen Fiskalpakete der Staaten es keine so rasche Erholung der Firmengewinne und die daraus resultierende Börsenhausse gegeben hätte. Doch die

Warnsignale nehmen zu und angesichts sich normalisierender Unternehmensgewinne sowie dem nachlassenden Rückenwind der Geld- und Fiskalpolitik ist in den ersten drei Quartalen wohl mit einer Seitwärtsbewegung zu rechnen. Die US-Zwischenwahlen im Herbst dürften den Weg für die Aufnahme eines neuen Trends eröffnen. Häufige Favoritenwechsel bei Sektoren und Faktoren werden das Geschehen begleiten.

Der Wirtschaftszyklus favorisiert weiter Qualitätsunternehmen, die sich durch stabile Margen auch in einem inflationären und kompetitiven Umfeld auszeichnen. Darauf sollen die Portfolios entsprechend weiter ausgerichtet werden. Anleger kommen nicht um eine hohe Aktienquote herum, müssen aber die damit einhergehende Volatilität akzeptieren. Die Aktienmärkte sind teuer, erscheinen aber im Vergleich zu anderen Finanzanlagen, insbesondere den Obligationen, weiterhin attraktiv. Mit einem breiten Einbruch der Aktienmärkte rechnen wir trotz den ausgedehnten Bewertungen derzeit nicht.

Abbildung 5 – Entwicklung S&P 500 Index vs S&P 500 Index gleichgewichtet



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

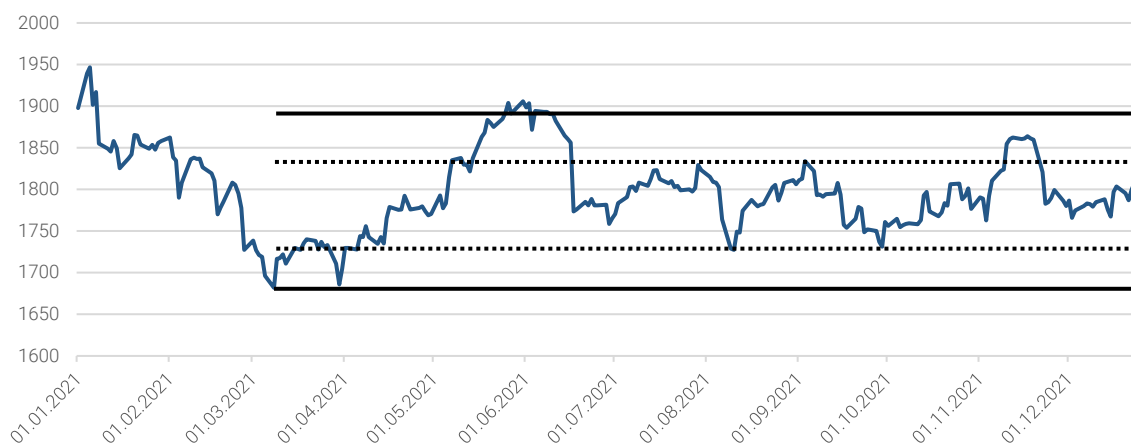
Gold – Anhaltende Seitwärtsbewegung

Der Goldpreis blieb auch im vierten Quartal 2021 in einer engen Bandbreite von USD 1'730 bis USD 1'830. Ein zwischenzeitlicher Ausbruch nach oben wurde im Bereich der oberen Widerstandslinie bei USD 1880 gestoppt. Es fehlt derzeit an Katalysatoren, um den Preis in die eine oder andere Richtung aus dem Seitwärtskanal ausbrechen zu lassen. Insgesamt hat die Nachfrage nach Gold in den ersten drei Monaten des vergangenen Jahres gemäss Daten des World Gold Council um rund 9% gegenüber dem Jahr 2020 abgenommen. Die Nachfrage aus den Segmenten Schmuck und Technologie konnte auf der Basis des soliden Wirtschaftswachstums deutliche Zuwächse verzeichnen und sich von den erreichten Tiefständen im Pandemiejahr 2020 erholen. Die Zentralbanken (vor allem aus den Schwellenländern) bleiben weiterhin Nettokäufer von Gold. Auch die Nachfrage nach physischem Anlagegold wurde nochmals gesteigert und vor allem die Preisschwäche im Monat August für kräftige Zukäufe genutzt. Alleinverantwortlich für die reduzierte Nachfrage im Jahr 2021 ist demzufolge das von börsengehandelten Fonds (ETFs, ETPs) und ähnlichen Produkten gehaltene Gold (sogenanntes «Papiergold»). Die Zu- und Abflüsse in «Papiergold» sind volatil. Anlagealternativen spielen dabei eine wich-

tige Rolle. Angesichts der positiven Aktienmärkte und der medialen Präsenz der Kryptowährungen scheinen diese Anlageklassen derzeit eine höhere Attraktivität bei den eher kurzfristig orientierten Anleger zu geniessen. Das Goldangebot hat sich gegenüber dem Vorjahr kaum verändert. Die Minenproduktion hat beständig zugenommen, wurde aber durch eine Abnahme beim Recycling-Gold kompensiert. Aus der Optik von Angebot und Nachfrage ist somit die Entwicklung des Goldpreises im vergangenen Jahr nachvollziehbar.

Für das Jahr 2022 erwarten wir eine ähnliche Angebot-Nachfrage-Dynamik. Weshalb das Gold nicht stärker auf die hohen Inflationzahlen reagiert muss mit den erwähnten Anlagealternativen zusammenhängen. Aus markttechnischer Sicht dürfte sich die Konsolidierung und der Abbau der zuvor stark überkauften Situation vorerst noch weiter dahinziehen. Deshalb gehen wir davon aus, dass sich der Goldpreis vorderhand innerhalb der bekannten Bandbreiten weiterbewegen wird. Angesichts des Ausblicks auf längerfristig negative Realrenditen erwarten wir aber den Ausbruch aus der Seitwärtsbewegung in Richtung USD 2'000 – 2'400.

Abbildung 6 - Gold in \$/Unze



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Rohstoffe – Die Preissteigerungen müssen verdaut werden

Im Verlauf des vierten Quartals 2021 zeigten die vor allem von China ergriffenen Massnahmen und die aufkommenden Konjunktursorgen ihre Wirkung an den globalen Rohstoffmärkten. Erstmals im laufenden Jahr korrigierten die Preise nachhaltiger. Der für Europa relevante Ölpreis «Brent» sank um rund 17%. Dasselbe Bild sieht man auch bei den Kohlepreisen. Problematisch bleiben hingegen die stark erhöhten Preise für Gas und Strom in Europa, die sich immer noch nahe den Höchstpreisen bewegen. In diesem Zusammenhang ist auch das Uran zu nennen, da die Kernenergie als Energiealternative wieder salonfähiger wird und ein Fonds in Kanada dank Zuflüssen einen wesentlichen Bestand an physischem Uran aufbaute. Nach einer Schwächephase zeigten die Holzpreise wieder Stärke, während die meisten konjunktursensitiven Industriemetalle an Wert einbüssten. Das für die Energiewende wichtige Kupfer konnte sich dem Negativtrend anderer Metalle entziehen und notiert seit bald drei Quartalen seitwärts. Die Energiepreise müssen besonders beachtet werden, da nebst der sehr kurzfristig wirkenden direkten Effekte auf die Inflation auch indirekte Effekte zum Beispiel über die Preisentwicklung von Metallen (aufgrund des hohen Energiebedarfs für die Produktion) und Nahrungsmitteln (Erdgas als Basis für bestimmte Düngerarten) zum Tragen kommen. Energie ist die wichtigste Komponente im

komplexen Umfeld der Rohstoffe. Im Weiteren hat dieses Jahr aufgedeckt, dass das Wetter einen zunehmenden Einfluss auf die Energieproduktion als auch -nachfrage hat. Das Jahr 2021 war ein eher schwieriges Wetterjahr und hat gezeigt, dass die Energiewende ein steiniger Weg wird. Bis – wenn überhaupt – ein vollständiger Verzicht auf fossile Energieträger möglich ist, wird es noch Jahre dauern. Die Gefahr besteht, dass Investitionen in bekannte fossile Energieträger zurückgehalten werden und somit das Angebot dieser Rohstoffe über die Zeit schneller schrumpfen wird, als es die Nachfrage tut. Dies wird sich preissteigernd auswirken, weshalb wir gerade beim Erdöl für die nächsten Jahre nicht damit rechnen, grössere Preiseinbrüche zu sehen. Gleichzeitig macht das aber die erneuerbaren Energieformen wie Wind und Sonne immer kompetitiver und dürfte die Energiewende somit unterstützen. Für das Jahr 2022 rechnen wir mit relativ stabilen Preisen bei den Rohstoffen. Es könnte ein Übergangsjahr werden, bevor sich die Fiskal- und Investitionspakete, die in praktisch allen grossen Wirtschaftsräumen gefasst wurden, sich in einer steigenden Nachfrage widerspiegeln.

Abbildung 7 – Bloomberg Commodity Index



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Währungen / Andere Anlageklassen

Die Inflation und die Zinsen bestimmen die Entwicklungen an den Devisenmärkten massgeblich. Entgegen der allgemeinen Marktmeinung zu Beginn des Jahres 2021 zeigte sich der USD von seiner freundlichen Seite. Er scheint den Bonus derjenigen Notenbank zu geniessen, die als erste eine Normalisierung in der Geldpolitik einleitet und wohl auch als erste der grossen Wirtschaftsräume die Leitzinsen erhöhen wird. Nur wenige Währungen konnten sich gegenüber dem USD behaupten, so der Schweizer Franken und der chinesische Renminbi. Die Kursentwicklung des EUR war enttäuschend. Hauptgründe sind die hohe Inflationsrate und deutlich höheren Energiepreise im Euroraum im Vergleich zu anderen Wirtschaftsräumen sowie eine weiterhin abwartende EZB. Die gegenwärtige schwache Entwicklung des Euros gegenüber dem USD erscheint uns übertrieben; wir gehen von einem wieder anziehenden EUR aus. Angesichts der relativen Entwicklung der Inflation und der Realzinsen wäre ein noch stärkerer Franken gegenüber dem USD und dem EUR im Jahr 2022 nicht verwunderlich. Die unorthodoxe Geldpolitik in der Türkei führte zu Kurskapriolen und einer Halbierung der Türkischen Lira. Die Ziele der sich ganz in der Hand der Politik befindenden Notenbank sind unklar. Eine Währungskrise, die sich in eine tiefe Finanz- und Wirtschaftskrise entwickelt, wäre nicht nur für die Türkei fatal, sondern hätte auch

weitreichende Konsequenzen auf die europäische Wirtschaft. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die für Schweizer und Europäer wichtigen Währungspaare sich in relativ engen Bandbreiten um die aktuellen Kurse bewegen werden.

Andere Anlageklassen: Die geschaffenen Geldmengen machen sich in exotischen Märkten bemerkbar. So hat zum Beispiel der «Art Market Index» (Kunstmarkt) per Ende November um 48% zulegen können. Auch Uhren der Marken Rolex und Patek Philip verzeichneten Wertsteigerungen von bis zu 40% (Quelle: watchcharts.com). Die wichtigsten Kryptowährungen, Bitcoin und Ethereum, liegen trotz Preiskorrekturen seit November mit Zuwächsen von rund 70% bzw. 444% weiterhin sehr deutlich im Plus. Etwas störend ist, dass die Preisentwicklung bei den Kryptowährungen sich immer stärker im Gleichschritt zu den Bewegungen an den traditionellen Finanz- und Kapitalmärkten entwickelt. Dies lässt die Frage aufkommen, wie unkorreliert diese junge Anlageklasse wirklich ist. Bei den Immobilien ist bisher noch keine Trendwende zu erkennen. Trotz Überhitzungserscheinungen erfreuen sich auch diese Realwerte anhaltender Beliebtheit. Steigende Zinsen könnten aber eine Korrekturfahrt hervorrufen.

Abbildung 8 – EUR/CHF Wechselkurs



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Abbildung 9 – Ethereum in USD



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Marktübersicht 2021

BANK VON ROLL

PRIVATBANK

Quelle: Reuters per 31.12.2021/ Aktienmärkte in Lokalwährung

Volkswirtschaftliche Grössen	per	Stand	Stand Vj.	YTD
US Konsumentenvertrauen Universität Michigan	31.12.2021	70.6	80.7	-10.1
ISM Verarbeitendes Gewerbe	31.12.2021	58.7	60.5	-1.8
ISM Nicht-verarbeitendes Gewerbe	31.12.2021	62.0	57.7	4.3
US Leading Indicator Index	30.11.2021	119.9	109.6	10.3
ZEW Konjunkturerwartungen Eurozone	31.12.2021	26.8	54.4	-27.6
IFO Geschäftsklimaindex	31.12.2021	92.6	94.0	-1.4
Case-Shiller Index Hauspreise USA	31.10.2021	279.5	240.9	38.6
Währungen gg. CHF	per	Stand	Stand Vj.	YTD
EUR	31.12.2021	10369	10807	-4.1%
USD	31.12.2021	0.9122	0.8851	+3.1%
GBP	31.12.2021	12323	12102	+18%
SEK	31.12.2021	10.0900	10.7400	-6.1%
JPY	31.12.2021	0.7925	0.8571	-7.5%
AUD	31.12.2021	0.6617	0.6806	-2.8%
Währungen gg. EUR	per	Stand	Stand Vj.	YTD
USD	31.12.2021	1.1371	1.2217	-6.9%
CHF	31.12.2021	0.9643	0.9251	+4.2%
GBP	31.12.2021	1.1905	1.1189	+6.4%
SEK	31.12.2021	0.0972	0.0995	-2.3%
JPY	31.12.2021	0.7641	0.7926	-3.6%
AUD	31.12.2021	0.6391	0.6298	+15%
Aktienmärkte in Lokalwährung	per	Stand	Stand Vj.	YTD
MSCI Industrialisierte Länder (USD)	31.12.2021	3'2317	2'690.0	+20.1%
MSCI Schwellenländer (USD)	31.12.2021	1232.0	12913	-4.6%
Dow Jones (USD)	31.12.2021	36'338.3	30'606.5	+18.7%
S&P 500 (USD)	31.12.2021	4'766.2	3'756.1	+26.9%
Nasdaq Composite (USD)	31.12.2021	15'645.0	12'888.3	+21.4%
Russell 3000 (USD)	31.12.2021	2'788.1	2'248.4	+24.0%
Brasilien BOVESPA (BRL)	31.12.2021	103'9216	119'017.2	-12.7%
DAX (EUR)	31.12.2021	16'020.7	13'718.8	+16.8%
Euro Stoxx50 (EUR)	31.12.2021	4'298.4	3'552.6	+21.0%
IBEX 35 (EUR)	31.12.2021	8'761.2	8'073.7	+8.5%
SPI (CHF)	31.12.2021	16'530.6	13'327.9	+24.0%
SMI (CHF)	31.12.2021	12'939.2	10'703.5	+20.9%
FTSE (GBP)	31.12.2021	7'384.5	6'460.5	+14.3%
RTS (USD)	31.12.2021	1622.8	1424.8	+13.9%
Nikkei 225 (JPY)	31.12.2021	29'3018	27'258.4	+7.5%
China Shanghai Comp. (CYN)	31.12.2021	3'639.8	3'473.1	+4.8%
Indien BSE 30 (INR)	31.12.2021	58'253.8	47'751.3	+22.0%
Australia S&P/ASX200 (AUD)	31.12.2021	7'444.6	6'587.1	+13.0%
Zinsen und Rentenmärkte	per	Stand	Stand Vj.	YTD
3-Monats Euribor	31.12.2021	-0.57%	-0.55%	-0.03%
10-jährige Bunds	31.12.2021	-0.18%	-0.58%	0.40%
10-Jahres EUR Swap	31.12.2021	0.30%	-0.27%	0.57%
3-Monats USD-Libor	31.12.2021	0.21%	0.24%	-0.03%
10-jährige Treasuries	31.12.2021	1.5%	0.92%	0.60%
10-Jahres USD Swap	31.12.2021	1.56%	0.92%	0.63%
3-Monats CHF-Libor	31.12.2021	-0.75%	-0.76%	0.01%
10-jährige Eidgenossen	31.12.2021	-0.10%	-0.52%	0.42%
10-Jahres CHF Swap	31.12.2021	0.08%	-0.29%	0.37%
IBOXX Euro Government 3-5 Jahre	31.12.2021	209.9	212.5	-1.2%
REX Performance Index (Deutsche Staatsanleihen)	31.12.2021	490.3	499.2	-1.8%
IBOXX Euro Corporates 3-5 Jahre	31.12.2021	241.5	244.2	-1.1%
Swiss Bond Index AAA-BBB	31.12.2021	142.0	144.8	-2.0%
Emerging Markets Hard Currency in USD (ETF)	31.12.2021	109.1	115.9	-5.9%
Emerging Markets Local Currency in USD (ETF)	31.12.2021	39.2	45.3	-13.3%
ICE BofA US High Yield Index	31.12.2021	1578.8	1498.4	+5.4%
Alternative Anlagen	per	Stand	Stand Vj.	YTD
VIX-Index (Volatilität S&P500)	31.12.2021	17.2	22.8	-24.3%
ICI Commodity Index (Total Return, USD)	31.12.2021	247.0	178.3	+38.5%
Gold in USD/Oz	31.12.2021	1828.4	1896.5	-3.6%
Gold in CHF/kg	31.12.2021	1667.9	1680.0	-0.7%
Gold in EUR/Oz	31.12.2021	1607.8	1553.7	+3.5%
Silber in USD/Oz	31.12.2021	23.3	26.4	-11.7%
Rohöl Brent USD (Future)	31.12.2021	77.8	51.8	+50.2%
Kupfer (Future)	31.12.2021	445.5	351.4	+26.8%
Baltic Dry Index	31.12.2021	2'285.0	1366.0	+67.3%
HFRX Global Hedge Fund Index (USD)	31.12.2021	1377.9	1292.5	+6.6%
LPX50 (Private Equity)	31.12.2021	4'746.2	2'913.0	+62.9%