

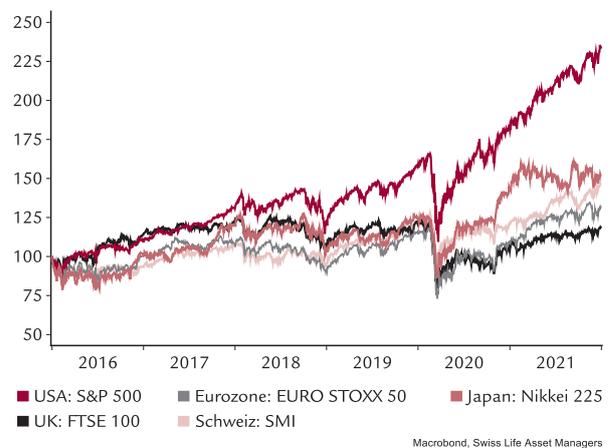
## Wirtschaftliches Umfeld

In der zweiten Jahreshälfte 2021 setzte sich die Erholung der Weltwirtschaft fort. Es wurde immer deutlicher, dass diese Erholung in einem asynchronen Tempo ablaufen würde. In den reichen Industrienationen, wo mittels grosszügiger Geld- und Fiskalpolitik den wirtschaftlichen Gefahren der Pandemie begegnet wurde, erholte sich die Konjunktur viel rascher als in den Schwellenländern. In den USA und der Schweiz erreichte das Bruttoinlandsprodukt bereits um die Jahresmitte wieder das Vorkrisenniveau, in Frankreich wurde dieser Werte gegen Jahresende wieder erreicht. Deutschlands Volkswirtschaft war in besonderem Mass von den Lieferengpässen in der Industrie betroffen. Diese Knappheit in den Bereichen der Halbleiterindustrie und den Transportkapazitäten ergab sich aus dem starken Anstieg der Nachfrage nach Gütern, der kurzfristig nicht mit einer Anpassung des Angebots begegnet werden konnte. Gerade in den asiatischen Produktionsstandorten führte auch in der zweiten Jahreshälfte die Zero-Covid Strategie immer wieder zu Ausfällen und Verzögerungen. Diese Entwicklung hatte höhere Preise für die knappen Güter zur Folge. Gleichzeitig zu dieser Entwicklung verteuerten sich auch die Preise für fossile Energieträger. Hier spielten die Anstrengungen zur Dekarbonisierung der Wirtschaft ebenso eine Rolle wie die sich zuspitzende Lage im Konflikt zwischen Russland und der Ukraine.

## Aktienmärkte

Die Aktienkurse wurden im Jahr 2021 getrieben von den Fortschritten der Impfkampagne und einer sich erholenden Wirtschaft. Nach einer Unterperformance zu Jahresbeginn wegen einer schleppenden Impfeinführung kletterten die Indizes stetig in die Höhe. In einigen Märkten fand eine Sektorrotation statt, weg von Tech-Firmen hin zu wertorientierten Aktien. Der US-Markt büsste im September 4,8% ein und verzeichnete den ersten negativen Monat seit Januar wegen Unsicherheiten bezüglich der Wirtschaftsentwicklung in China. Den zweistelligen Jahresrenditen der meisten Aktienmärkte vermochte aber nicht einmal die im November aufgetauchte Coronavirus-Variante Omikron etwas anzuhängen.

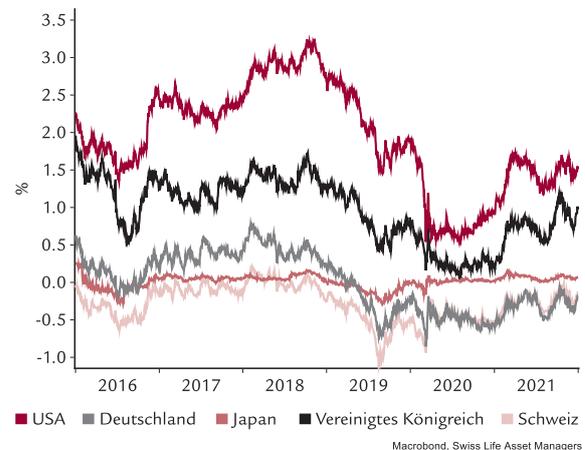
Entwicklung an den Aktienmärkten (31.12.2015 = 100)



## Zinsen

In der zweiten Jahreshälfte 2021 mehrten sich die Anzeichen einer Rückkehr der Inflationsängste. Gleichwohl stiegen die Langfristzinsen vorerst nur geringfügig an. Im Falle der Schweiz und Deutschlands blieb die Rendite auf ausstehende Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren im Berichtszeitraum weiterhin im negativen Bereich. Bei deutlich höherer Inflation als zu Jahresbeginn hatte dies zur Folge, dass die Realzinsen noch deutlicher in den Minusbereich rutschten. Gegen Ende des Jahres wurden daher die Rufe nach einer Normalisierung der Geldpolitik immer lauter. Als erste der führenden Zentralbanken hob die Bank of England im Dezember ihre Leitzinsen wieder an.

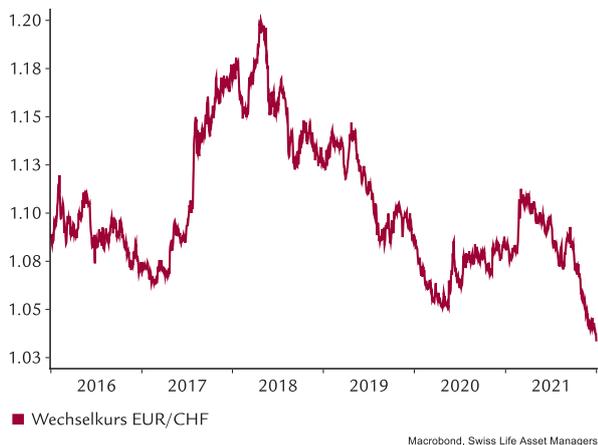
Renditen auf Staatsanleihen – Laufzeit 10 Jahre



## Währungen

In der zweiten Jahreshälfte 2021 brachte die Erwartung einer Normalisierung der Geldpolitik in den angelsächsischen Ländern Bewegung in die Devisenmärkte. Der US-Dollar wertete dabei gegenüber den meisten übrigen Währungen auf. Die andere wichtige Währung für die schweizerische Exportwirtschaft, der Euro geriet dagegen unter Druck, weil Signale einer Normalisierung der Geldpolitik durch die EZB ausblieben. So näherte sich der EURCHF Wechselkurs im Dezember 2021 der Parität. Eine extreme Entwicklung nahm die türkische Lira, deren Abwertung die Türkei in den Strudel einer Finanzkrise zog.

### *Der Euro verliert weiter an Wert*



## Ausblick

Die Inflation, die sich als hartnäckiger erweist als ursprünglich gedacht, wird uns auch 2022 beschäftigen. Sie hat die Fed zu einer restriktiveren Haltung bewogen. Mit einer ersten Zinserhöhung in den USA rechnen wir im Juni 2022. Auch die EZB wird restriktiver und dürfte einige Anleihekaufprogramme früher beenden. Die geldpolitischen Impulse dürften aber viel langsamer zurückgefahren werden als in den USA. Für 2022 rechnen wir nicht mit einer EZB-Leitzinserhöhung. Nach der starken Performance 2021 und Gewinnwachstumsraten von 50% und mehr ist das Renditepotenzial von Aktien 2022 geringer. Es dürfte aber Potenzial für hohe einstellige Renditen vorhanden sein: Erstens wird das Wirtschaftswachstum stark bleiben und in den meisten Ländern über dem historischen Durchschnitt liegen. Eine Korrektur kann zwar jederzeit erfolgen, aber ein anhaltender Einbruch der Aktienmärkte fiel historisch fast immer mit einer Rezession zusammen – ein sehr unwahrscheinliches Szenario. Zweitens dürfte die Inflation 2022 zurückgehen, was den Druck auf die Zentralbanken, die Geldpolitik zu straffen, mindert. Drittens wird in allen wichtigen Märkten ein Wachstum der Unternehmensgewinne im hohen einstelligen Bereich erwartet. Verharrten die Bewertungen auf heutigem Niveau, bedeutete dies für 2022 eine Aktienmarktrendite von 5 bis 10%. Durch die nachlassenden Stützungsmaßnahmen von Geld- und Fiskalpolitik erhält die Weltwirtschaft weniger Rückenwind. Wir rechnen wir gerade einmal mit 2,4% Wachstum im Jahr 2022 und 1,2% für 2023.