

6. April 2022



**Prof. Dr. Dr. Markus Ruffner**  
Mitgründer, CEO & CIO

### **Blindflug an den Finanzmärkten**

**Kaum kehren die Menschen nach 2 Jahren mit Corona wieder langsam zur Normalität zurück, wird Europa und die ganze Welt mit dem schrecklichen Ukraine-Krieg konfrontiert. Aktuell lässt sich kaum absehen, wann und unter welchen Bedingungen ein Friede geschlossen wird.**

Neben dem grossen menschlichen Leid, den dieser Krieg mit sich bringt, sind auch die wirtschaftlichen Folgen sowohl in kurzer wie auch längerer Sicht einschneidend. Die russische und die ukrainische Wirtschaft machen gemessen am globalen Bruttosozialprodukt zwar nur einen Anteil von 3% bis 4% aus. Russland ist aber einer der grössten Erdöl- und Gaslieferanten und auch ein ausgesprochen wichtiger Lieferant wichtiger Rohstoffe wie insbesondere Industriemetalle (Palladium, Nickel, Kupfer) und Kalisalz (Weltmarktanteil von 40%), das in grossen Mengen zu Mineraldünger verarbeitet wird. Daneben zählen Russland und die Ukraine mit rund 25% Anteil zu den wichtigsten Weizenexporteuren der Welt und spielen insbesondere bei der Nahrungsmittelversorgung Afrikas eine zentrale Rolle. Der Krieg in der Ukraine hat die Gas- und auch die Erdölpreise, die schon aufgrund der Covid-Verwerfungen stark gestiegen waren, weiter nach oben katapultiert. Ähnliches gilt für zahlreiche wichtige Metalle, wie etwa Nickel, dessen Preis nach Beginn des Krieges in der Spitze um fast 150% nach oben geschossen ist. Hinzu kommt, dass wegen dem Krieg die erwartete Normalisierung der stark gestörten globalen Lieferketten länger dauert als erhofft. Wichtige Zwischenprodukte sind auch wegen China knapp, das weiterhin an seiner strikten COVID-Politik mit harten Lockdowns und der temporären Stilllegung ganzer Städte und Industrieregionen festhält. Kein Wunder, dass die Inflationsraten munter nach oben klettern und wir fast täglich mit neuen Preisschocks konfrontiert werden.

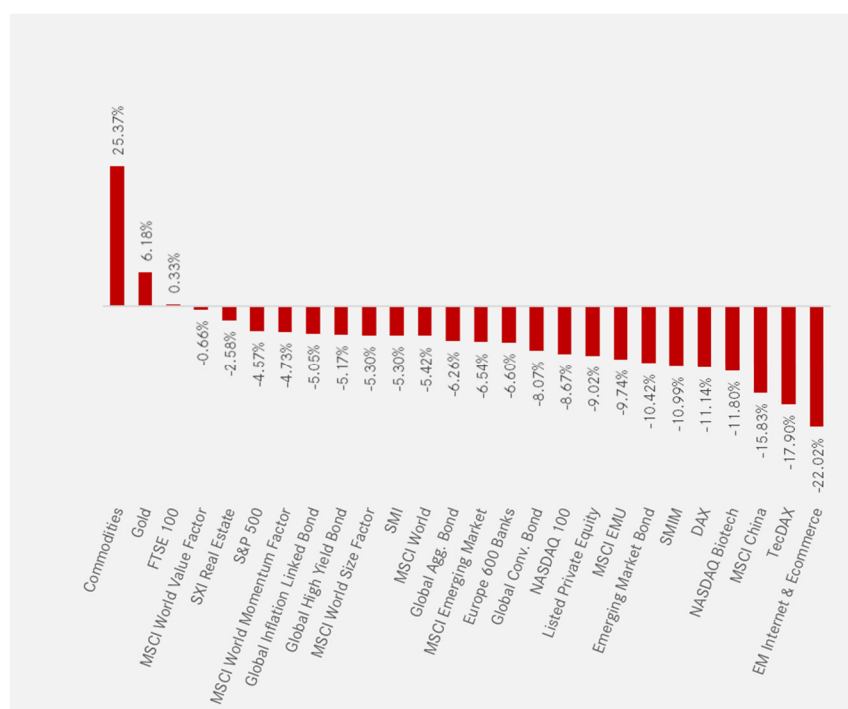
Auf diesem Hintergrund ist es eigentlich erstaunlich, wie gut die Aktienmärkte das garstige Umfeld weggesteckt haben und die Verluste nach Ausbruch des Krieges in der Ukraine weitgehend wettgemacht haben. Stärker unter die Räder kamen dagegen die Obligationenkurse, verlor doch etwa der 10-jährige US Government Bond Index im ersten Quartal fast 9%. Der starke Anstieg der Anleihsrenditen wurde insbesondere durch die Kehrtwende der amerikanischen Notenbank

*" Marktteilnehmer wie die grossen US-Wertschriftenhäuser mittlerweile mehrheitlich mit mindestens 6 weiteren Zinsschritten von 0.25 Prozentpunkten in diesem Jahr."*

befeuert, die allzu lange Zeit davon ausging, die Inflation sei vorübergehender Natur.

Bei einer Headline-Inflation (einschliesslich Energie und Nahrungsmittel) von zuletzt 7.9% erstaunt es wenig, dass die US-Notenbanker mittlerweile ganz andere Töne bezüglich der künftigen Geldpolitik anschlagen. So rechnen wichtige Marktteilnehmer wie die grossen US-Wertschriftenhäuser mittlerweile mehrheitlich mit mindestens 6 weiteren Zinsschritten von 0.25 Prozentpunkten in diesem Jahr und einem Anstieg der FED Rates auf 3% oder mehr im nächsten Jahr. In Europa implizieren die Geldmärkte für die nächsten 12 Monate 4 Zinserhöhungen von je 0.25 Prozentpunkten.

**ETF Performance im Vergleich Q1 2022**



Source: Bloomberg 5. April 2022

*" Wie weit die Notenbank in diesem Zinszyklus zur erfolgreichen Bekämpfung der Inflation dann gehen muss und gehen kann, ist bei diesem geldpolitischen Blindflug allerdings ungewiss."*

**Das FED zwischen Skylla und Charybdis**

Selbstverständlich gibt sich das FED nicht der Illusion hin, dass höhere Zinsen geeignet sind, die Preise an den Zapfsäulen nach unten zu drücken. Angesichts eines Anstiegs der Lohnkosten von rund 5% im Vergleich zum Vorjahr gilt die Sorge der Notenbanker vielmehr einer sich in Gang setzenden Lohn-Preis-Spirale. Dabei sind die Notenbanker bei Ihrer Aufgabe wahrlich nicht zu beneiden: Gestörte Lieferketten, haussierende Rohstoffpreise, ein angespannter Arbeitsmarkt und mögliche inflationsfördernde strukturelle Veränderungen wie die sich abzeichnende wirtschaftliche Blockbildung lassen Inflationsprognosen schnell zur Makulatur werden. Die vom FED nunmehr eingeschlagene harte Gangart soll sicher auch dazu beitragen, die Inflationserwartungen der Produzenten und Konsumenten in geordnete Bahnen zu lenken. Wie weit die Notenbank in diesem Zinszyklus zur erfolgreichen Bekämpfung der Inflation dann gehen

*" Die jüngsten Arbeitsmarktdaten aus den USA deuten auf eine weiter gut laufende Wirtschaft hin, die auch vom Nachholbedarf der Konsumenten nach 2 Jahren mit Corona profitiert. "*

*" Die konjunkturellen Bremswirkungen in China werden zudem durch die anhaltend hohen Überkapazitäten im Immobilienmarkt verstärkt, der in den kommenden Jahren einer Redimensionierung bedarf. "*

muss und gehen kann, ist bei diesem geldpolitischen Blindflug allerdings ungewiss. Will die US-Notenbank die Teuerung in den Griff kriegen, ist dies möglicherweise nur um den Preis einer Rezession im nächsten oder übernächsten Jahr zu haben. Interessant ist diesbezüglich die Entwicklung der USD-Zinskurve. So liegen die Renditen von 2-jährigen und 10-jährigen Treasury Anleihen mittlerweile fast gleichauf und die Zinskurve könnte schon bald einmal invers werden, was in der Vergangenheit oftmals ein Vorbote einer wirtschaftlichen Rezession war.

### Konjunkturelle Bremsspuren in Europa

Die jüngsten Arbeitsmarktdaten aus den USA deuten auf eine weiter gut laufende Wirtschaft hin, die auch vom Nachholbedarf der Konsumenten nach 2 Jahren mit Corona profitiert. Die massiv höheren Rohstoffpreise reduzieren allerdings auch die Kaufkraft der Konsumenten. Der Nach-Corona Wirtschaftsboom dürfte deshalb in den Jahren 2023 und 2024 an Schwung verlieren. Stärker eingetrübt als in den USA sind die wirtschaftlichen Aussichten in Europa. Anders als in den USA ist das Konsumentenvertrauen stark eingebrochen (ZEW-Index fiel innerhalb eines Monats von +48.6 auf -38.7!) und die Lohnabschlüsse liegen bislang deutlich unter den Inflationsraten, was die Kaufkraft schwächt. Zudem sind die massiven Energiepreissteigerungen für viele Industriezweige ausgesprochen schmerzhaft, wobei die hohe Abhängigkeit der deutschen Industrie von russischen Gasimporten kaum von einem Tag auf den anderen nachhaltig reduziert werden kann. Der angestrebte beschleunigte Ausbau "grüner Energien" ist vielmehr ein Generationenprojekt mit einem riesigen Investitionsbedarf. Für einmal ist auch von China als globale Konjunkturstütze wenig zu erwarten. Rigorose Lockdowns in wichtigen Industrieregionen bei einem Aufkeimen der Corona-Zahlen wie zuletzt in Shanghai sind mit einem enorm hohen wirtschaftlichen Tribut verbunden. Die konjunkturellen Bremswirkungen in China werden zudem durch die anhaltend hohen Überkapazitäten im Immobilienmarkt verstärkt, der in den kommenden Jahren einer Redimensionierung bedarf. Die Zweifel mehren sich, dass China das selbstgesetzte Ziel eines wirtschaftlichen Wachstums von 5.5% im Jahre 2022 erreichen kann.

### Konsensus-Prognosen

	GDP growth real (in %)			Inflation CPI (% Chg YoY)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
US	3.4	2.3	2.1	6.2	2.6	2.2
China	5	5.2	5	2.2	2.3	2.1
India	8.9	7.7	6.4	5.4	5.5	4.8
Eurozone	3.4	2.5	1.9	5.5	2.4	2
Japan	2.3	1.7	1	1.3	0.8	0.9
UK	3.9	1.8	1.6	8.4	4.6	3.2

Source: Bloomberg 5. April 2022

*" Nach wie vor zählen hochverzinsliche Anleihen und Emerging Markets Bonds zu unseren Favoriten im Fixed Income Bereich. "*

### Enge Märkte für inflationsindexierte Anleihen

An den Obligationenmärkten scheint Vorsicht scheint in Anbetracht der in den USA wie auch in Europa erwarteten Zinsschritte angebracht. Dies gilt insbesondere für lange Laufzeiten, liegen doch in den USA die Renditen von 30-jährigen erstaunlicherweise leicht unter denjenigen der 5-jährigen Bonds. Entsprechend ist das Risiko bei langlaufenden Anleihen im Verhältnis zum möglichen Ertrag aktuell recht ungünstig, vor allem wenn sich die Inflation als hartnäckiger erweisen sollte. Da zahlreiche Investoren eine Absicherung gegen die Teuerung suchen, sind inflationsindexierte Anleihen recht teuer. Zu beachten ist, dass dieses Marktsegment im Verhältnis zum gesamten Anleihensvolumen recht eng und damit auch anfällig für Korrekturen ist, wenn sich an der Inflationsfront für einmal auch wieder positive Überraschungen abzeichnen. Nach wie vor zählen hochverzinsliche Anleihen und Emerging Markets Bonds zu unseren Favoriten im Fixed Income Bereich. Interessant sind beispielsweise immer noch hochverzinsliche Anleihen im Energiesektor.

*" Wir halten dennoch an einem Mix von attraktiven Technologietiteln und Aktien von Unternehmen mit hohen Dividenden und einer gewissen Marktmacht fest. "*

### Unsicherheiten mahnen zu etwas mehr Vorsicht bei Aktien

Das Wertschriftenhaus Goldman Sachs hat kürzlich in einer Analyse darauf aufmerksam gemacht, dass die Aktienmärkte in den letzten sechs Zyklen steigender Zinsen die Aktienmärkte gemessen am S&P500 Index im Durchschnitt eine annualisierte Performance von rund 9.5% erzielen konnten. Zinserhöhungen müssen deshalb nicht schlecht für die Aktienmärkte sein, vor allem wenn sie mit einer starken Wirtschaft einhergehen. Zahlreiche empirische Studien weisen darauf hin, dass Aktieninvestoren ihre Erwartungen nicht primär an der Entwicklung der Geldmarktsätze, sondern vielmehr an den langfristigen Renditen ausrichten, die bislang nicht so stark korrigiert haben. Aus verschiedenen Gründen scheint uns dennoch etwas mehr Vorsicht angebracht und wir reduzieren die Gewichtung von Aktien auf "neutral". Nach mehreren Jahrzehnten mit einer tendenziell deflationären Wirtschaft, ist der hauptsächlich durch die COVID-Krise ausgelöste markante Inflationsschub möglicherweise eine Art Paradigmawechsel mit strukturell höheren Teuerungsraten. Bislang haben die Aktienanalysten die Gewinnerwartungen für das laufende Jahr (+ 9.6% für die USA und 8.2% für Europa) nicht stark zurückgenommen, obwohl auf dem Hintergrund einer sich abschwächenden Wirtschaft höhere Inputpreise und Lohnerhöhungen bei vielen Unternehmen die Margen spürbar reduzieren werden. Zinserhöhungen machen im Prinzip Wachstumsunternehmen teurer, da deren Gewinne stark in der Zukunft liegen. Wir halten dennoch an einem Mix von attraktiven Technologietiteln und Aktien von Unternehmen mit hohen Dividenden und einer gewissen Marktmacht fest. Nach dem Ausverkauf zahlreicher Technologietitel der zweiten Reihe in den vergangenen Monaten, können solche "fallen angels" durchaus einmal eine Idee wert sein. Interessant sind nach wie vor auch Aktien von Rohstoffunternehmen oder Anlagen in Commodities, welche beispielsweise über ETFs oder ETPs investiert werden können. Anleger, die mit Anlagen in Rohstoffen einen Investitionsschutz suchen, sollten allerdings beachten,

*" Interessant sind nach wie vor auch Aktien von Rohstoffunternehmen oder Anlagen in Commodities, welche beispielsweise über ETFs oder ETPs investiert werden können. "*

dass diese Anlageklasse im ersten Quartal 2022 bereits deutlich höhere Preis erzielen konnte und anfällig für (vorübergehende?) Rückschläge sein kann. So ist es beispielsweise nicht ausgeschlossen, dass der Erölpreis wieder deutlich unter USD 100 pro Barrel fallen kann, wenn einzelne OPEC-Staaten ihre Schleusen mehr öffnen oder gar wieder mehr Erdöl aus Ländern wie Irak, Venezuela und Iran auf die Märkte kommen. Wenn schon Investitionen in Rohstoffe, dann sollten insbesondere auch Aktien von Unternehmen nicht vergessen werden, die vom langfristigen Umbau in Richtung einer "green economy" mit erneuerbaren Energien profitieren.

**Prof. Dr. Dr. Markus Ruffner**

Mitgründer, CEO & CIO

---

**NPB Neue Privat Bank AG**  
Limmatquai 1 | am Bellevue  
Postfach  
8024 Zürich  
Schweiz  
Tel: +41 44 265 11 88  
E-Mail: [info@npb-bank.ch](mailto:info@npb-bank.ch)

---

**Source information:** Unless otherwise stated, the data used in this publication are from NPB and Bloomberg, as at publication date.

**Legal notice:** This publication is for information purposes only and is not intended as an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell any investment or other specific product. The analysis contained herein does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, investment strategies, financial situation and needs of any specific recipient. All information and opinions expressed in this document were obtained from sources believed to be reliable and in good faith, but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy or completeness. All information and opinions as well as any forecasts, estimates and market prices indicated are current as of the date of this report, and are subject to change without notice. This document may contain personal opinions which do not necessarily reflect the position of any member of the NPB group. Although information in this document has been obtained from sources believed to be reliable, no member of the NPB group represents or warrants its accuracy, and such information may be inaccurate, incomplete or condensed. Any opinions in this document are subject to change without notice.

For External Asset Managers/External Financial Advisers ("EAM"): In case this publication is provided to an EAM, NPB expressly prohibits that it is redistributed by the EAM and is made available to its clients and/or third parties. By receiving this publication the EAM confirms that it will make its own independent analysis and investment decisions and that it is its responsibility to ensure that any information provided is in line with its own clients' circumstances (e.g. form a risk, legal, regulatory, tax or other consequence).

If you have received this document from NPB (Middle East) Limited ("NPB ME"), please note the following: NPB ME is regulated by the Abu Dhabi Global Market Financial Services Regulatory Authority ("FSRA"). This material is intended for "Professional Clients" only, as defined in the FSRA Conduct of Business Rulebook (COBS). NPB ME's registered address is: Floor 6, Al Khatem Tower, Abu Dhabi Global Market Square, Al Maryah Island, Abu Dhabi, United Arab Emirates.