



# TARENO

INTERNATIONAL  
ASSET MANAGERS

## TARENO VIEW Q1 2022

Veröffentlicht: 10. Januar 2022





# MARKTKOMMENTAR

## Rückblick

Mit dem 4. Quartal geht ein Jahr voller Herausforderungen zu Ende. Sollte man sich über die, in diesem Masse kaum erwarteten, Resultate der Aktienmärkte freuen oder überwiegt letztlich der Frust, dass uns die Pandemie wieder fest im Griff hat? In diesen Tagen können wir objektiv davon ausgehen, dass Corona wohl zu unserem ständigen Begleiter werden wird, was eine anhaltende Belastung für die Wirtschaft und vor allem für die Zivilgesellschaft darstellt. Die Auswirkungen der Unterstützung der Wirtschaft durch massive fiskalische und monetäre Impulse zeigten sich im vierten Quartal deutlich. Unterbrochene Lieferketten, gestiegene Personalkosten und höhere Aufwendungen für Logistik spiegeln sich in Inflationsraten, welche deutlich über den Erwartungen lagen, wider. Das Aufkommen der Omikron-Variante brachte die Märkte im November kurzzeitig unter Druck, allerdings kam es dabei nicht zu einem Kursrutsch wie im März 2020. Bis Mitte Dezember waren die Abschlüsse weitgehend aufgeholt und neue Höchststände in greifbarer Nähe.

## Anleihen

Die Zinsen stiegen vor allem in den USA in den ersten Wochen des Quartals an. Die US-Notenbank entschied erwartungsgemäss, dass die Anleihenkäufe in den kommenden Monaten eingestellt werden sollten („Tapering“). Aktuell erwarten die Märkte im kommenden Jahr drei Zinserhöhungen durch die Fed. Während die Bank of England einen ersten Zinsschritt wagte, übt sich die EZB weiterhin in Zurückhaltung.

Die Unsicherheiten über den weiteren Verlauf der Pandemie führten in den letzten Wochen zu einem leichten Rückgang der Zinsen und einer moderaten Ausweitung der Risikoprämien für Anleihen tieferer Bonitäten.

## Aktien

Unterm Strich verzeichneten die Aktienmärkte erneut ein gutes Quartal. Die Korrektur im November war nicht von langer Dauer und wurde erneut als Kaufgelegenheit wahrgenommen. Obwohl eine Umschichtung in teils defensivere Segmente zu beobachten war, dominierten weitgehend die alten Muster: Wachstumswerte, vor allem aus der Technologiebranche, sowie der US-Aktienmarkt hatten die Nase vorne. Die Volatilität an den Märkten nahm jedoch deutlich zu.

## Alternative Anlagen

Die aktuellen Inflationsdaten boten Gold im 4. Quartal substanziellen Rückenwind. Ausgehend von einem Preis um USD 1'743 Ende September, stieg der Goldpreis bis Mitte November auf USD 1'865, ehe er in den letzten Wochen des Jahres bis auf USD 1'800 nachgab.

Bitcoin entwickelte sich deutlich volatil. Der Wert des Bitcoins stieg bis Mitte November von rund USD 43'000 auf rund USD 67'000. In der Folge liess das

Momentum jedoch nach und es kam zu teilweise deutlichen Kursabschlägen im zweistelligen Prozentbereich. In den letzten Wochen stabilisierten sich die Kurse in der Region zwischen USD 45'000 bis 48'000.

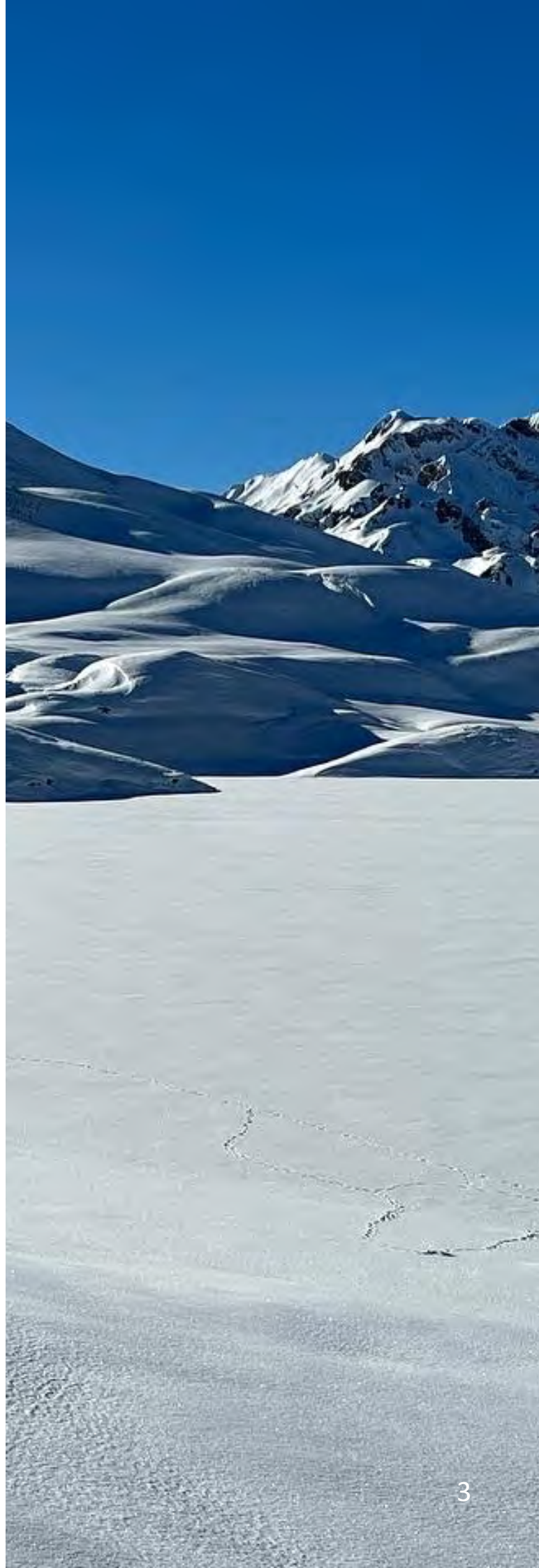
## WIRTSCHAFT

Die Konsumentenpreise stiegen in den USA im 4. Quartal um mehr als 6% an. Damit liegt die Inflationsrate so hoch wie zuletzt zu Beginn der 80er Jahre. Aktuell zeigen sich die US-Konsumenten wenig beeindruckt von den erheblichen Preissteigerungen. Weitere Indikatoren wie die Lage auf dem Arbeitsmarkt oder Einkaufsmanagerindices sind ebenfalls positiv. In Europa zeigt sich das Bild weniger einheitlich. Aufgrund der jüngsten Pandemiewelle wurden in einzelnen Ländern die restriktiven Massnahmen wieder verschärft. Dies und die zuletzt auf 4.9% gestiegene Inflation wirken sich negativ auf die Konsumenten aus. Positive Daten erhalten wir aus China, dessen Exporte weiter ansteigen.

## AUSBLICK

Die letzten Handelstage des Jahres 2021 lassen uns zuversichtlich in das neue Jahr blicken.

Die Ausbreitung der Omikron-Variante wird uns eine ganze Weile beschäftigen, die Auswirkungen dürften dank der Impfstoffe jedoch weniger gravierend sein als 2020. Die Erkenntnis, dass die zuletzt stark angestiegenen Inflationsraten nicht von kurzfristiger Natur sein werden, hat sich festgesetzt. Die Anleger scheinen jedoch auf das Augenmass der Notenbanken zu vertrauen, wenn es darum geht, die geeigneten Massnahmen zu implementieren, um die überschüssige Liquidität aus dem Markt zu nehmen. Auf diesbezügliche Ankündigungen der US-Notenbank folgten, zumindest bisher, steigende Aktienkurse.





Das kommende Jahr dürfte insbesondere für die Notenbanken eine monetäre Herausforderung darstellen. Ein erheblicher Teil der Anleger ist den Umgang mit Inflation und steigenden Zinsen nicht gewohnt, was eine adäquate Kommunikation seitens der Notenbanken unabdingbar macht.

Während neuerdings inflationäre Kräfte wirken, sind deflationär wirkende Kräfte keineswegs verschwunden. Denken wir beispielsweise an die Demographie oder die durch die Pandemie befeuerte Digitalisierung. Zudem erwarten wir eine steigende Volatilität von dem zuletzt weniger beachteten geopolitischen Umfeld. Für uns bedeutet dies, uns noch mehr auf die Auswahl der passenden Anlagen zu konzentrieren.

Zusätzlich zu finanziellen Kriterien bildet die Nachhaltigkeit einen unerlässlichen Baustein in unserem Selektionsprozess. Die vor kurzem stattgefundenene Klimakonferenz COP26 in Glasgow bestätigte die Klimaziele des Pariser-Abkommens und obwohl wir uns den gesteckten Zielen langsamer als erhofft annähern, bewegen wir uns dennoch in die richtige Richtung. Wir benutzen in unserem Auswahlprozess Nachhaltigkeitskriterien sowohl zur Identifikation von Chancen als auch zur Risikokontrolle.

2022 wird die richtige Wahl der Anlagen der Schlüssel zum Erfolg.

# ANLAGEPOLITIK

## Generell

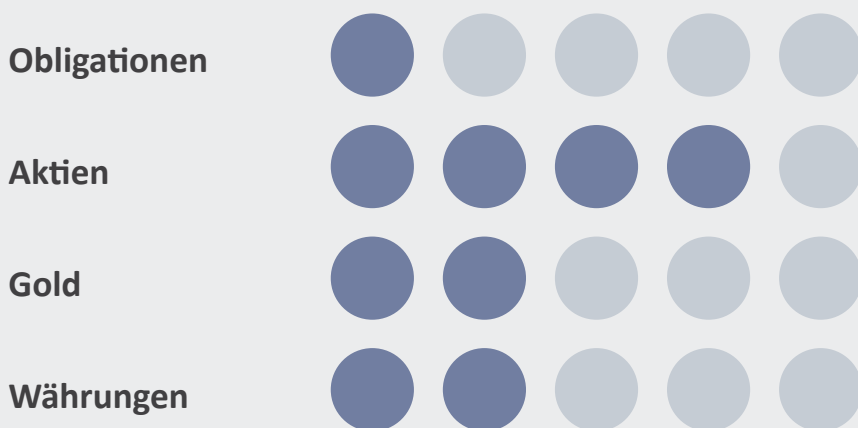
Die Inflation stieg zuletzt stärker als von den Zentralbanken erwartet. Die Teuerungsrate wird aller Wahrscheinlichkeit nach auch im kommenden Jahr ein omnipräsentes Thema bleiben. Deren weiterer Verlauf wird den Aktionsradius der Zentralbanken bestimmen und somit die Bewertungen sämtlicher Anlageklassen beeinflussen.

Die Bondinvestoren sehen sich aber bereits heute mit dem Dilemma konfrontiert, dass die Kerninflationsrate die Rendite von Obligationen mit einem Investment Grade Rating deutlich übersteigt. Hinsichtlich der Kredit- und Zinsrisiken ist eine aktive Verwaltung der Obligationen unabdingbar, insbesondere in Bezug auf den herrschenden Inflationsdruck. Dieser ist neben dem Zinsrisiko, ausgehend von dem auferlegten Zinserhöhungszyklus der Zentralbanken, ein signifikanter Einflussfaktor für die Kreditrisiken.

Aktienseitig wurden die hohen Prämien in den vergangenen Monaten durch das langfristig eingepreiste Tiefzinsumfeld korrigiert, wodurch insbesondere Wachstumsaktien stark unter Druck gerieten. Auch hier wird die entscheidende Frage sein, ob die Zinserhöhungen, insbesondere in den USA, wie aktuell prognostiziert, vollzogen werden.

Angesichts der komplexeren Lage in Europa kann nicht damit gerechnet werden, dass die EZB in unmittelbarer Zukunft die Zinsen erhöht wird. Dies lässt die Zinsanhebungsprognosen in den USA unwahrscheinlicher werden, da als logische Konsequenz die Zinsdifferenz beider Währungsräume zu gross werden würde. Dementsprechend gehen wir von keiner «planmässigen» Zinswende, hin zu einem Zinsumfeld wie wir es aus der Vor-Corona-Ära kannten, aus. Zinssensible Aktien werden sich folglich erholen.

## Positionierung



Die Grafik zeigt die gegenwärtige Einschätzung des Tareno PM über die relative Attraktivität im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Je mehr blaue Punkte, desto attraktiver.

## Anleihen

Mit der angekündigten Beendigung des Anleihenkaufprogramms seitens der Fed und den folgenden Zinserhöhungen, rechnen wir im ersten Quartal mit einem Rückgang der Volatilität. Die Zinsen im Zehnjahresbereich dürften stabil bleiben, während die kurzfristigen Zinsen leicht ansteigen werden. Die Inflation wird im ersten Halbjahr nominell hoch sein, während die erste Zinserhöhung in den USA im März folgen dürfte. Im zweiten Halbjahr gehen wir von nachlassendem Inflationsdruck aus. Für das gesamte Jahr 2022 erwarten wir, dass sich die Inflation in den USA um 4.0% und im Euroraum um 2.5% bewegt.

Wir bevorzugen auch 2022 Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen, da wir von stabilen Kreditaufschlägen im Investment Grade Bereich ausgehen. Bei der Kreditselektion ist jedoch zu bedenken, dass viele Ratingsegmente, vor allem BBB und tiefer, sehr teuer bewertet sind und das Risiko nur noch geringfügig entschädigt wird. Generell gilt, je tiefer das Rating, desto niedriger die Duration.

## Aktien

Die Aktien bleiben in jedem von uns als realistisch erachteten Szenario die favorisierte Anlageklasse. Wir würden sie als «the cleanest dirty shirt» bezeichnen. Lediglich bei einem Überschiessen der Inflation und einem Verharren über einer Marke von schätzungsweise 5-6% würden auch die Aktienmärkte merklich Probleme bekommen.

Zum jetzigen Zeitpunkt erachten wir dies jedoch als wenig wahrscheinlich.

Nichtsdestotrotz gilt es schon jetzt, die Unternehmen mit einem robusten Geschäftsmodell und einer gewissen Preissetzungsmacht auszuwählen, denn dies ermöglicht es ihnen zukünftig höhere Einkaufspreise an ihre Kunden weiterzugeben.

Durch die Einpreisung des von der Fed kommunizierten Zinsanhebungspfades kamen vor allem jene Werte unter Druck, die ein hohes zu-

künftiges Wachstum prognostizieren. Wir sehen das, auf den nun gegebenen Niveaus, als gute Einstiegsmöglichkeit und haben zuletzt unsere Position in Logitech aufgestockt. Unsere bevorzugten Sektoren bleiben Technologie, Konsumgüter, Gesundheit und Rohstoffe.

## Alternative Anlagen

Bei den alternativen Anlagen sind wir unverändert in Gold und Bitcoin investiert.

Der Goldpreis profitiert bekanntlich von sinkenden Realzinsen, sprich 10-jähriger US-Staatsanleihen-Rendite abzüglich der Inflationsrate. Wir gehen nicht davon aus, dass die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen mittelfristig signifikant ansteigen werden. Hinsichtlich der Inflationsrate halten wir es aber sehr wohl für möglich, dass diese höher ausfallen könnte als erwartet. In der Summe sehen wir den Goldpreis somit fundamental gut gestützt und halten an unserer Gewichtung von 5% fest.

Der Bitcoin ist und wird vermutlich auch weiterhin einer höheren Volatilität ausgesetzt sein als die meisten anderen traditionellen Anlageklassen. Das Potential ist allerdings auch deutlich höher. Wir sind weiterhin davon überzeugt, dass eine defensive Gewichtung von 1% in Bitcoin das Risiko-Ertrags-Profil eines Portfolios verbessert.

## Währungen

Wir pflegen ein aktives Währungs-Management, bei welchem wir die Gewichtungen in Fremdwährungen sehr moderat halten. Die Performance-Volatilität, welche durch die Fremdwährungen ausgelöst werden können, sollte nicht ausser Acht gelassen werden.



# TARENO

INTERNATIONAL  
ASSET MANAGERS

## Impressum

Tareno AG  
St. Jakobs-Strasse 18  
CH-4052 Basel  
+41 (0)61 282 28 00

Tareno AG  
Claridenstrasse 34  
CH-8002 Zürich  
+41 (0)44 283 28 00

info@tareno.ch  
www.tareno.ch

## Verantwortlich

Sybille Wyss  
Chief Executive Officer  
[s.wyss@tareno.ch](mailto:s.wyss@tareno.ch)

Stefan Schütz  
Head Equity Research  
[s.schuetz@tareno.ch](mailto:s.schuetz@tareno.ch)

Annina Aeschi  
Leiterin Marketing  
[a.aeschi@tareno.ch](mailto:a.aeschi@tareno.ch)

Weitere Autoren:  
Frank Pfeiffer, Pascal Netz

## Disclaimer

Die Ausführungen und Angaben in dieser Publikation wurden von der Tareno AG nach bestem Wissen, teilweise aus externen (öffentlich zugänglichen) Quellen, welche die Tareno AG als zuverlässig beurteilt, ausschliesslich zu Informationszwecken zusammengestellt. Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die Tareno AG und ihre Mitarbeiter haften nicht für falsche oder unvollständige Informationen sowie aus der Nutzung von Informationen und der Berücksichtigung von Meinungsäusserungen entstehende Verluste oder entgangene Gewinne. Die Ausführungen und Angaben begründen weder eine Anwerbung oder Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf irgendwelcher Anlageinstrumente oder zur Vornahme sonstiger Transaktionen.

Ebenso stellen sie keinen konkreten Anlagevorschlag oder eine sonstige Beratung bezüglich rechtlicher, steuerlicher oder

anderer Fragen dar. Eine positive Rendite einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Garantie für eine positive Rendite in der Zukunft dar. Die hier gemachten Ausführungen, Angaben und geäusserten Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments aktuell und können sich jederzeit ändern.

Eine Vervielfältigung oder Reproduktion dieser Publikation, auch auszugsweise, ist ohne schriftliche Einwilligung der Tareno AG nicht gestattet. Die „Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse“ der Schweizerischen Bankiervereinigung finden keine Anwendung.

Bilder: iStock, Pixabay, Unsplash  
Originale: Marijke Vosmeer