

## Newsletter

April 2022

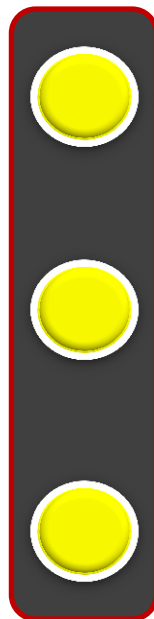
## Q1 2022

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Wie schön die Welt doch vor ein paar Monaten noch war! Das Corona-Virus rückte immer mehr in den Hintergrund, die Menschheit freute sich auf wieder gewonnene Freiheiten, die Anleger hatten berechtigte Hoffnung auf eine zumindest vorübergehende Beruhigung der Inflation (schon allein wegen dem Basiseffekt) und die grösste Sorge unserer Gesellschaft war der Klimawandel und die grüne Energierevolution. Der mit beispielloser Barbarei in der Ukraine geführte Krieg ändert nun so einiges! Zwar haben wir, zumindest in den westlichen Ländern, wieder mehr Freiheiten, doch so richtig geniessen, können sie, schon allein wegen dem ungeheuren Ausmass der menschlichen Schicksale, niemand. Dazu gesellen sich erhebliche Gefahren und Sorgen! So z.B. die Angst vor einem atomaren Krieg und/oder einem sich möglicherweise ausweitenden Konflikt (Nato?), ein nicht auszuschliessendes "Licht-Aus-Szenario" in Europa (Energemangel), drohende Nahrungsmittelknappheit (fast 30% der weltweiten Weizen- und Gerstexporte stammen aus der Ukraine und Russland), etc. Der Krieg führt zu verschiedenen Kettenreaktionen, die unterschiedliche Bereiche betreffen. Diese haben allerdings eines gemeinsam, und zwar fördern sie allesamt die Inflation, die auch so schon genug hoch war bzw. ist! Der Gefahrenkatalog ist somit immens. Dabei lassen wir sogar ausser Acht, dass in China die Fallzahlen wieder stark ansteigen, was wiederum Auswirkungen auf die Wirtschaft hat. Tatsächlich vermissen wir also rückblickend die Zeit, als unsere Haupt-sorge die Einhaltung von ESG Kriterien war. Nun gut...

**Organisatorisch** hat sich absolut rein gar nichts geändert, ausser dass wir nun ohne Maske zur Arbeit fahren dürfen.

Unsere **Ampel** hingegen ist logischerweise Änderungen ausgesetzt. Die monetäre Ampel wurde bereits letztes Mal auf Gelb runtergestuft, weil ihr Zusammenspiel mit der Inflation für zunehmende Nervosität sorgte. Dass sich diese aufgrund der soeben genannten Gründe nicht gelegt hat, muss nicht weiter ausgeführt werden. Dieselben veranlassen uns sodann auch die ökonomische Ampel, um einen halb-gelben Ton herunterzustufen. Das gleiche gilt für die Markttechnik. Wir berücksichtigen dadurch, dass sich Putin nur beschränkt für die technische Seite des Marktes interessiert, womit diese in den Hintergrund tritt. Zudem wurde aufgrund der Geschehnisse (exogen), die im Januar erst angedeutete, künftig mögliche mittelfristige Korrektur vorgezogen, welche immer noch intakt ist. Gleichzeitig gilt aber auch, dass der langfristige säkulare Bullenmarkt ebenfalls immer noch intakt ist.



**Monetäre Lage:** Die Geldpolitik gestaltet sich (noch) mit Zurückhaltung. V.a. die auf breiter Front erfolgende Inflation in den USA birgt entsprechend Gefahren. Wird sich die Inflation auf hohem Niveau beruhigen?

**Ökonomische Lage:** Nebst der angespannten Situation rund um die Lieferketten belastet nun auch der Krieg. Die stark erhöhten Energiepreise bergen v.a. für Europa Gefahren. Das Rezessionsrisiko (Geldpolitik?) in den USA erscheint gering.

**Technische Lage:** Der langfristige säkulare Trend ist intakt und signalisiert keine Trendumkehr. Dieser Umstand tritt aufgrund der Geopolitik aber in den Hintergrund. Die mittelfristige Korrektur ist noch intakt.

## Marktkommentar

Wir wurden im Rahmen eines Kundengesprächs nach unserer Einschätzung zur Kriegsdauer gefragt. Während die Frage zentral ist für das Ausmass der oben genannten Kettenreaktionen (v.a. betreffend Inflation) und damit für die Entwicklung der Finanzmärkte, müssen wir leider zugeben, dass wir hierzu keine Antworten liefern

können. Schliesslich läuft dieser Konflikt bereits seit 2014 als Russland die Krim annektierte und einen Krieg im Osten der Ukraine entfachte. Der Rest ist bekannt, was leider nicht für dessen Ausgang gilt. Der erste Tschetschenien Krieg 1994 dauerte anstatt eines halben Tages zwei Jahre und im zweiten 1999 bekämpfte man

## Inflation Rate: Consumer Prices (CPI)

As of Mrz 22, CPI Change Y/Y in %, Core CPI Change Y/Y in %

sich zehn Jahre lang. Es ist also alles möglich. Nur davon, dass im Anschluss Frieden herrscht, darf man naiverweise nicht ausgehen. Ein Waffenstillstand ist allerdings jederzeit möglich, zurzeit jedoch schwer vorstellbar. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass solche ebenfalls von viel Ungewissheit begleitet sind.

Von einem atomaren Krieg sowie von einem direkten Konflikt mit der Nato ist nicht auszugehen. Ersteres wäre ein selbstmörderischer Akt, womit kaum Anreize bestehen. Zudem bezeichnete Putin die Ukraine im Vorfeld des Konfliktes als "unveräußerlicher Teil unserer eigenen Geschichte, Kultur und unseres geistigen Raums". Entsprechend dürfte es schwierig werden einen solchen Schlag gegenüber der eigenen Bevölkerung zu rechtfertigen. Auch ein direkter Konflikt mit der Nato scheint angesichts der bereits massiven Probleme, denen das russische Militär in der Ukraine ausgesetzt ist, nicht im eigenen Interesse zu liegen.

Damit hätten wir zwei der oben genannten Ängste bereits adressiert, womit wir uns dem zuwenden können, was die Finanzmärkte in ihrem Kern beschäftigt. Sie erahnen es bereits...

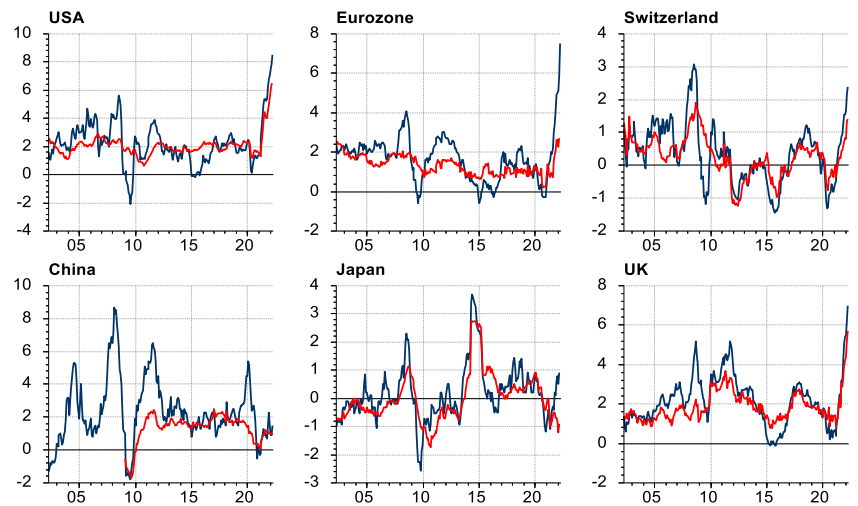
## Inflation, Zinsen und Konjunktur

Wie in der Einleitung angesprochen, führt der Krieg zu einer Reihe von Kettenreaktionen, welche die Inflation weiter anspornen (Energie, Nahrungsmittel) mit Folgen für die Geldpolitik und Konjunkturerwartungen.

### Inflation

Zunächst gilt es festzustellen, dass die **Inflation** (türkisfarbener, fettmarkierter Text verweist auf eine Graphik), wie unter Szenario I erwartet, zwischenzeitlich effektiv zunächst schlimmer geworden ist (gemessen am **Index der Konsumentenpreise**). Der Anstieg ist zumindest für die westlichen Länder sehr ausgeprägt, was angesichts der **Energiepreisexplosion** nicht weiter erstaunlich ist. Letztere ist auf diverse Faktoren zurückzuführen:

- Generell erhöhte Nachfrage aufgrund der Wiederaufnahme der Wirtschaftstätigkeit (nach den ganzen Lockdowns) sowie dem emissionsbedingten Umstieg von Kohle auf Erdgas, welches zudem auch durch den Verzicht vielerorts (v.a. Deutschland) auf Atomenergie "profitiert".
- Erhöhter Einsatz zur Stromproduktion, da grundsätzlich mehr Strom nachgefragt wird und um den teils wetterbedingten Ausfall erneuerbarer Energien (z.B. bei sonnen- und windarmen Perioden) zu kom-



Quelle: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

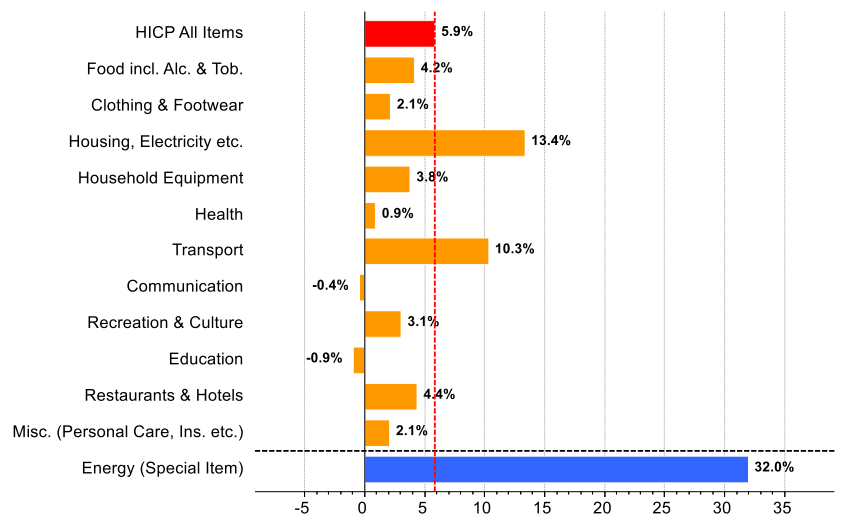
pensieren.

- Zunahme der Transportkosten und umweltbedingten Abgaben.
- Kriegsbedingte Sanktionen (Kaufboykott, Ostsee-Pipeline Nord Stream 2) gegenüber russischer Energie.

Der Anstieg der Energiepreise betrifft dabei am stärksten Europa (und Asien), wo die Erdgaspreise regelrecht in die Höhe geschossen sind. Dies erkennt man dadurch, dass die Inflationsrate in der **Eurozone** um einiges höher ist als ihre Kernrate (ohne Lebensmittel und Energiesektor) und lässt sich auch an der **Preisentwicklung der harmonisierten Konsumentenpreiskomponenten** (die harmonisierte Berechnungsweise weicht von derjenigen des CPI ab) ablesen.

## Eurozone Inflation: HICP by Components

Year on Year % Change, Feb 22



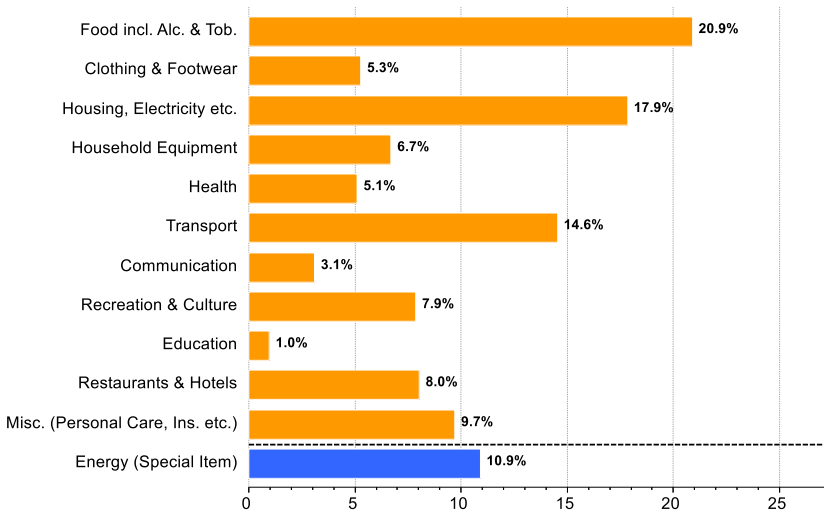
Quelle: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

Energie ist als **Special Item** gekennzeichnet, da diese Komponente ebenfalls Bestandteil anderer Komponenten, wie z.B. Transportkosten oder Elektrizitätskosten der Haushalte, ist. Angemerkt sei, dass sich dessen

Effekt im März nochmals verstärkt hat (+44.7% auf Jahrbasis)! Betrachtet man die **Gewichte der einzelnen Inflationskomponenten** wird schnell deutlich, weshalb der Krieg in der Ukraine einen immensen Einfluss auf die Inflationsentwicklung in **Europa** hat:

### Eurozone Inflation: HICP by Components

Relative Importance of Components (in %), 2022



Quelle: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

So erstaunt der Inflationsanspruch angesichts der gestiegenen Lebensmittel- und Energiekosten wenig!

In den **USA** ist der Preisanstieg eher der Kerninflation (CPI: rote Linie fast deckungsgleich mit blauer Linie) geschuldet, d.h. die Teuerung erfolgt auf breiter Front, womit die Energiekomponente etwas weniger ausgeprägt ist als in Europa, was sich auch in einer niedrigeren Gewichtung von 7.3% widerspiegelt. Es darf nicht vergessen werden, dass die USA der grösste Energieproduzent (Erdöl und -gas) der Welt ist und damit gleichzeitig auch vom Energiepreisanstieg profitiert! Dies ganz im Gegensatz zu **Europa**, das als Energieimportland dem drastischen Preisanstieg vollkommen ausgesetzt ist. Die sich daraus ergebende **Inflationsgefahr** ist damit erheblich.

Dazu gesellt sich die Tatsache, dass Europa, wie schon im Oktober 2021 ausgeführt, bereits unter **Energieknappheit** leidet. Dies dürfte dann auch der Grund gewesen sein, wieso die noch vor kurzem als rot eingestufteten Energieträger nun, wie von Geisterhand herbeigerufen, wieder grün und ESG kompatibel sind. Selbst Kohle scheint wieder en Vogue zu werden. Es stellt sich berechtigterweise die Frage, wieso vielerorts Atomkraftwerke, die von der EU mittlerweile wieder als grüne Energielieferanten (sofern auf dem neuesten technischen Stand) eingestuft worden sind, abgestellt wurden. Deutschland schaut in die Röhre, Frankreich (es wird sogar über einen Ausbau diskutiert) dürfte es freuen. Das ist jedoch ein anderes The-

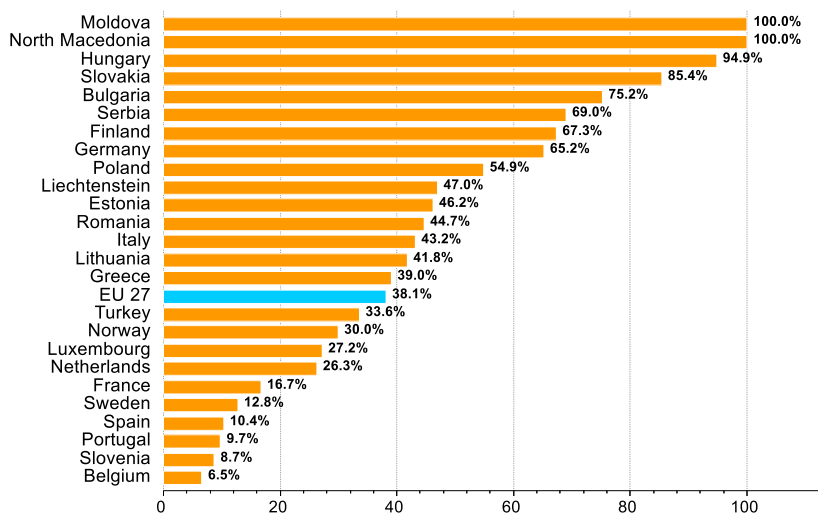
ma. Auf jeden Fall ist Europa, bei einem gefährlich niedrigen Niveau von **26% der gesamten Gasspeicherkapazitäten**, mehr denn je von den Erdgasimporten aus Russland abhängig. Letzterer ist der zweitgrösste Erdgasproduzent der Welt (per Ende 2020 16.6% der globalen Erdgasproduktion). Wie ausgeprägt diese Abhängigkeit ist, lässt sich am hohen **Importanteil russischen Erdgases an den gesamten Gasimporten** ablesen (Zahlen per Ende 2020, zuunterst). Insbesondere die hohe Importquote der Europa-Lokomotive Deutschland (65.2%) könnte sich selbsterklärend als gefährlich erweisen. Es sei zudem noch darauf hingewiesen, dass Europa zusätzlich rund 2.5 bis 3 Mio. Barrels Erdöl pro Tag aus Russland importiert, was die ganze Situation noch verschlimmert. Dies nur als Randnotiz.

Berlin verspricht zwar bis Mitte 2024 und die EU-Kommission bis 2027 von den Energieimporten Russlands unabhängig zu werden, was sehr ehrgeizig erscheint. So haben zwar die USA der EU 15 Mrd. Kubikmeter Flüssiggas noch in diesem Jahr zugesprochen, aber bei einer Importmenge von rund 155 Mrd. Kubikmetern aus Russland sind gerade mal 10% abgedeckt!!! Die Menge soll langfristig ansteigen (auf 50 Mrd. Kubikmeter), aber es darf nicht vergessen werden, dass der Bau von entsprechenden, benötigten Fazilitäten sehr langwierig ist. Auch gilt es zu berücksichtigen, dass die Tankschiffe ebenfalls nicht von heute auf morgen zusätzliche Kapazitäten hervorzaubern können. Dass erneuerbare Energien zudem noch nicht in der Lage sind die tragende Rolle zu übernehmen - dies soll erst 2030 gelingen - muss nicht gesondert ausgeführt werden. Wir sind also noch etwas skeptisch...

Tatsächlich könnten die USA zwar langfristig (wie lange ist wohl eine Sache des freien Ermessens) die Lücke (nicht nur Europas) durchaus füllen, doch die Industrie,

### Europe natural gas imports from Russia

In % of total natural gas imports, 2020



Quelle: Refinitiv Datastream / Eurostat / GLSO Finanz AG

welche vor kurzem noch verteuft wurde, zögert nun aus Angst vor künftiger Überproduktion. So sollen, gemäss Präsident Biden, mehr als 9'000 Fördergenehmigungen (noch) ungenutzt sein. Es ist durchaus vorstellbar, dass schnell entsprechende staatliche Anreize geschaffen werden. Schliesslich würde die **USA** so ihre ins Wanken geratene weltpolitische **Vormachtstellung** wieder zementieren. Dies dürfte dann auch der Grund sein, wieso sie den Druck auf Saudi-Arabien und die Vereinten Arabischen Emirate nicht erhöhen. Gleichzeitig gilt es zu berücksichtigen, dass selbst wenn die Produktion staatlich incentiviert effektiv ausgeweitet und das Transportproblem auf magische Art und Weise gelöst werden sollte, die Lücke nicht unmittelbar gefüllt werden kann. Neubohrungen benötigen rund neun bis zwölf Monate. Aber eventuell wird auch Kanada, das zu den Top 10 Energieproduzenten gehört, hinzugezogen (es fehlen lediglich die entsprechenden Flüssiggas-Exportanlagen). Eine Chance wittern könnte möglicherweise auch der Iran. Die OPEC+ scheint jedenfalls keine Hilfe zu sein. Sie behält, trotz des Krieges, ihre zu zaghafte Erhöhung der Fördermenge von zusätzlich 400'000 (ab Mai 432'000) Barrels pro Tag bei. Grund hierfür sei, dass der Erdölmarkt gut ausbalanciert wäre und damit keine weitere Ausweitung (vorerst) notwendig sind. Die Tatsache, dass Russland ein wichtiger Bestandteil der OPEC+ ist, dürfte hierbei vermutlich eine Rolle gespielt haben.

Die Energiekomponente (aber auch die Nahrungsmittelpreise) scheint also das Zünglein an der Waage zu sein! Der Krieg wird irgendwann einmal enden und falls nicht in absehbarer Zeit, dann dürfte zumindest das Energieproblem (und auch Agrarproblem) durch "Ausweichmanöver" abgefedert werden. In Folge müsste sich der Preisauftrieb beruhigen (unser altbekanntes Szenario I), wovon die Finanzmärkte profitieren würden. Dazu beitragen könnten jederzeit auch die in den letzten drei Berichterstattungen genannten, nicht-kriegsbedingten Gründe (der Inflationsanstieg hat schliesslich schon vor dem Krieg eingesetzt), worüber wir uns aber schon zur Genüge ausgetobt haben. Allerdings bleiben die ebenfalls häufig erwähnten strukturellen Probleme (dazu gesellt sich dann auch ein evtl. nur abgefedertes Energieproblem) bestehen, womit sich die Inflation nur auf hohem Niveau beruhigen dürfte. Im Falle eines langanhaltenden Konflikts könnte sich die Situation um die Energiepreise (und Nahrungsmittel) zwischenzeitlich aber nochmals verschlimmern, sofern das Knappheitsproblem eben nicht auf die schnelle gelöst werden kann. Das Gleiche gilt selbstverständlich auch, sollte Deutschland, wie von vielen gefordert, den Energie-Import aus Russland stoppen (oder umgekehrt Russland den Export). Die Frage nach der Inflationsberuhigung ist, wie Sie bestens wissen, für die Geldpolitik

und damit für die Finanzmärkte von immenser Bedeutung. Sie entscheidet nämlich darüber, wie aggressiv das Verhalten der Notenbanken sein wird bzw. wie weit die Markterwartungen diesbezüglich gehen. Was machen also die Zentralbanken?

### Geldpolitik und Zinsen

Grundsätzlich gilt, dass die Hauptprotagonisten die Geldpolitik zu lange zu expansiv ausgestaltet haben und damit, wie man so schön sagt, hinter die Kurve geraten sind. Dies bedeutet nun aber, dass sie schon allein, um ihre Glaubwürdigkeit zu wahren, ihr Spiel einer moderaten Rückführung auf eine neutralere Geldpolitik eigentlich weitertreiben müssen, sonst droht eine Destabilisierung des Finanzsystems. Entsprechend beschränkt sich das Handeln der Zentralbanken bisher hauptsächlich auf Rhetorik. Zudem gehen sie nach wie vor davon aus, dass sich die Inflation tatsächlich auf hohem Niveau beruhigen wird.

Nun hat die **FED** in ihrer März Sitzung das Zielband ihres Leitzinses von 0-0.25% auf 0.25-0.5% erhöht. Für 2022 erwartet sie neu einen, gemäss eigener Aussage neutraleren Wert (d.h. weder restriktiv noch expansiv) von 1.9% und für 2023 restriktivere 2.8% (als neutral erachtet sie 2.4%). Falls notwendig würden auch aggressivere Zinserhöhungen von 50 BP vorgezogen werden. Gleichzeitig könnte der Abbau der massiv aufgeblähten Bilanz bereits im Mai beginnen (die FED spricht davon Anleihen im Umfang von bis zu USD 95 Mrd. monatlich auslaufen zu lassen, was die langfristigen Zinsen anheben sollte). Gemäss Powell sei die Konjunktur stark genug, um entsprechende Zinssteigerungen zu meistern und die Beschäftigung und den Lohnanstieg aufrecht zu erhalten. Der Nachfrageüberhang erlaube es mit einer weniger akkommodativen Politik den überhitzten Arbeitsmarkt zu beruhigen, wodurch die Inflation sich stabilisieren sollte (2022 4.3%, 2023 2.7%), ohne dabei die Arbeitslosigkeit zu erhöhen. Damit würde eine weiche Landung erreicht werden, anstatt in einer Rezession zu enden. Entsprechend erwartet die FED sodann ein zwar niedrigeres, aber immer noch solides (reales) Wachstum für 2022 von 2.8% (bisher 4%). 2023 und 2024 soll die Wirtschaft dann um 2.2 bzw. 2% zulegen.

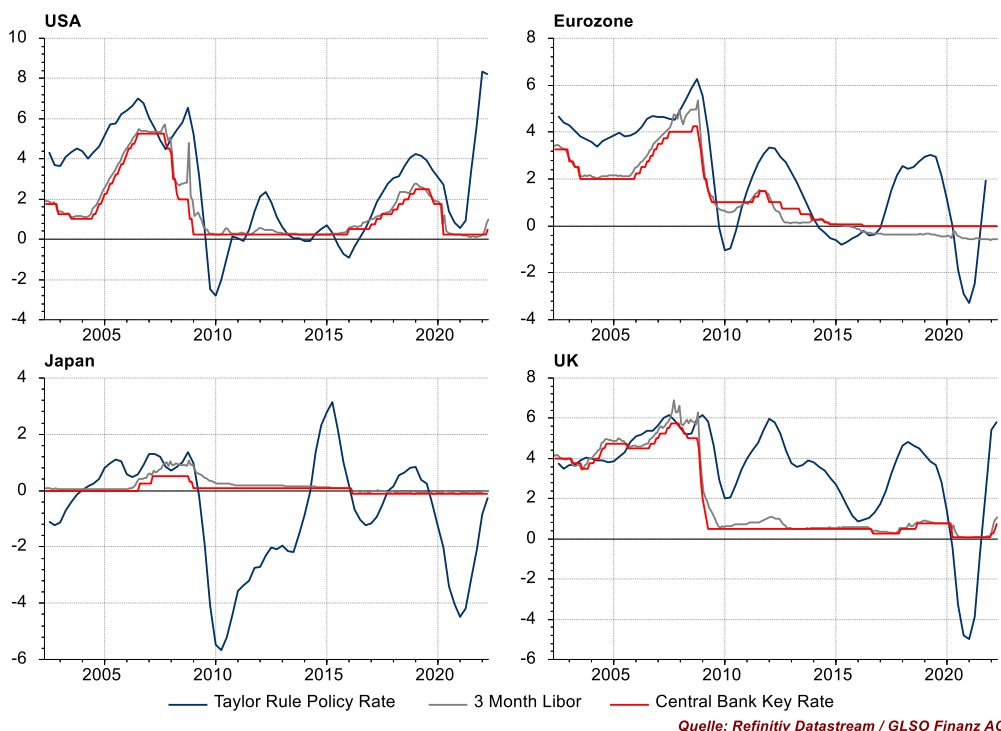
Falls Sie sich wundern, wieso die Inflationszahlen so viel niedriger sind als die oben gezeigten Werte, so liegt dies daran, dass die FED die Persönlichen Konsumausgaben (PCE) als Inflationsmass (derzeit bei 6.4%, Kern-PCE bei 5.4%) verwendet und wir zwecks Vergleichbarkeit die Konsumentenpreise (CPI) dargestellt haben. Die Differenz zwischen den beiden basiert grob auf einer unterschiedlichen Güterkorbbzusammensetzung, auf welcher die Preismessung erfolgt. Der CPI richtet sich nach dem, was die Haushalte gemäss einer Umfrage kaufen und der PCE nach dem, was die Unternehmen

verkaufen. Es gibt noch eine Reihe weiterer Gründe, die jedoch das Ausmass sprengen würden.

**Die FED geht in ihrem Szenario also davon aus, dass sie mit ihrem (behutsamen) Handeln gegenüber der unterschätzten Inflation aufholen kann.** Nun wissen wir aus den vorgängigen Abschnitten, dass eine Beruhigung der Inflation durchaus möglich ist, jedoch auch, dass dies vermutlich nicht so schnell erreicht werden wird. Damit ist das Handeln der FED unserer Ansicht eigentlich zu "lasch", um die Inflation in den Griff zu bekommen. Ob ihrer Reaktion aufgrund der massiven Schuldenberge, welche in Folge des Krieges und der damit verbundenen Probleme nicht gerade kleiner werden, Grenzen gesetzt sind (vgl. Ausführungen zur fiskalischen Dominanz im Oktober 2021) lassen wir diesmal ausser Acht. Dass wir mit dieser Meinung nicht so falsch liegen, zeigt sich u.a. auch an der **Taylor-Regel**.

## Taylor Rule

Where Interest Rates should be given Inflation and Macroeconomic Activity



Die Taylor-Regel (Formel) ist ein erwiesenes Instrument zur Beurteilung der Zinspolitik und berechnet das (theoretisch) optimale Niveau des Leitzinses. Dabei berücksichtigt sie vereinfachend gesagt die Inflation, die Produktionslücke, welche die tatsächliche mit der maximal möglichen Produktion (Wachstum) vergleicht (vgl. Newsletter Juli 2021) sowie den realen Gleichgewichtszins. Es ist deutlich erkennbar, dass der so ermittelte optimale Zins (mit der Ausnahme von Japan) deutlich über dem **Leitzins** (sowie dem dreimonatigen LIBOR)

liegt. Die USA müssten, aufgrund des breitgefächerten und nicht nur energiebedingten Inflationsanspruchs, deutlich stärker bremsen. Die EZB, die sich bisher zurückhaltend zeigt (selbst das nur reduzierte Wertpapierkaufprogramm läuft noch), müsste den Leitzins ebenfalls auf einen zumindest neutralen Wert von 2% anheben.

Die Notenbanken riskieren so hinter der Kurve zu bleiben, was, sollte sich die Inflation nicht wie erwartet beruhigen, zu einer plötzlichen und starken Reaktion führen würde! Die Folge wäre eine unerwartet starke Zinsanhebung mit den entsprechenden Folgen für die Finanzmärkte und die Konjunktur. Dies gilt insofern, wenn die genannten Institutionen nicht vorher ihre Glaubwürdigkeit verlieren.

Eine drastische Anti-Inflationspolitik oder zumindest eine stärkere Bekämpfung dürften dabei eher in den USA, dessen Kernrate mit 6.4% deutlich über der europäischen von 2.7% liegt, vorgenommen werden. Europa leidet eher unter den steigenden Energiepreisen, während die USA einer eher breiten Preissteigerung ausgesetzt sind. Hohe Energiepreise wirken zudem langfristig deflationär, weil das Wachstum verringert wird. Bei Massnahmen sind in Europa daher eher kleine Schritte zu erwarten.

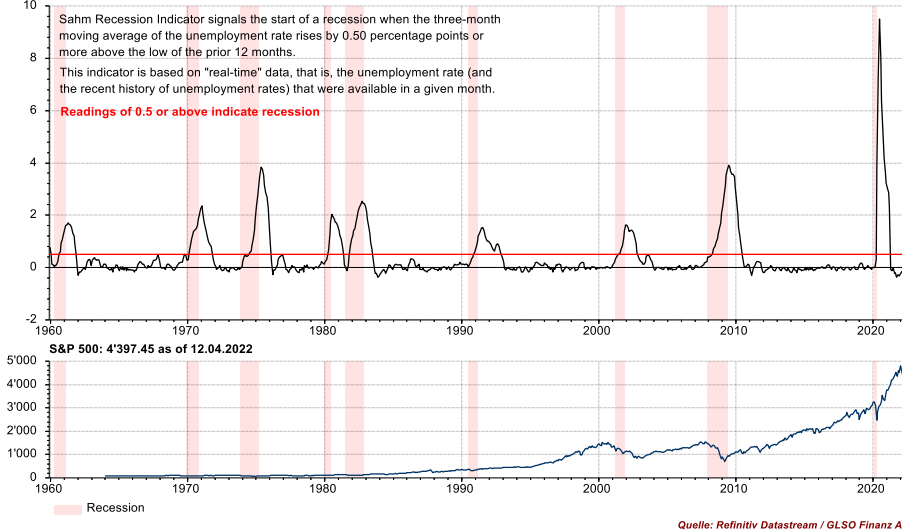
## Konjunktur

Wir möchten hier nicht allzu viel Zeit verlieren, da vieles von der Inflationsentwicklung und der entsprechenden Zentralbankenreaktion abhängig sein wird. Wie beschrieben scheinen es die Notenbanken nicht allzu eilig zu haben die Zinsen bzw. die Geldpolitik ultra-restriktiv zu gestalten. Solange dies nicht der Fall ist, droht unserer Ansicht nach auch keine Rezession. Dies sehen wir so lange gegeben, wie keine gefährliche Lohn-Preis-Spirale droht. Dazu haben wir uns schon im Januar geäussert.

In den **USA** geht die FED bekanntlich davon aus, eine Rezession vermeiden zu können. Dies deckt sich mit den immer wieder aufgezeigten Rezessionsindikatoren, welche keine Warnhinweise liefern. So ist z.B. der **Sahm-Indikator** (Rezession folgt, wenn die Arbeitslosenquote der letzten drei Monate mindestens um 0,5 Prozentpunkte über dem Minimum der letzten zwölf Monate liegt) mit einem Wert von derzeit -0.1 weit

## The (real-time) Sahm Rule Recession Indicator

Developed by former FED economist Claudia Sahm, data as of Mrz 22



entfernt von dieser **0.5 Marke**.

In die gleiche Richtung gehen auch der *Leading Economic Index* (gebildet aus zehn ökonomischen Frühindikatoren) sowie der Rezessionswahrscheinlichkeits-Indikator der New York FED (bezieht sich auf die Steigung der Zinskurve). Die alle einzeln aufzuführen, wäre wohl zu viel des Guten. Es ist jetzt halt einfach so.

Medial wurde in den vergangenen Wochen, die von der FED antizipierte, weiche Landung in Frage gestellt. Dies ist prinzipiell nicht verkehrt, wir tun es letztlich auch. Es wurde allerdings immer wieder auf die sich zu invertieren drohende "Zinskurve" zwischen den zwei- und zehnjährigen Staatsanleihen hingewiesen. Nun ist die Zinskurve effektiv ein Instrument, das mit mindestens einer rund sechsmonatigen Vorlaufzeit vor einer bevorstehenden Rezession mahnen kann. Allerdings besteht eine **Zinskurve** aus viel mehr Laufzeiten als bloss den zwei Genannten.

Wir haben in unseren wilden Ausbildungsjahren entsprechend gelernt die Zinsen der zwei- mit den 30-jährigen Staatsanleihen zu vergleichen und dabei bleiben wir. Dies deckt ein breiteres Spektrum ab und ist historisch betrachtet "erfolgreicher". Sowohl hier als auch übrigens bei der vorher genannten Differenz ist keine Inversion vorhanden. Daher zeigt auch der zuvor genannte New York FED Indikator keine Warnhinweise. Somit ist auch keine Warnung auszusprechen. Eine flache Kurve ist übrigens kein Rezessionsindikator (!), sondern widerspiegelt die Absicht der Notenbank die Zinsen erhöhen zu wollen (kurzes Ende). Zinskurven verhalten sich wie Lichtschalter. Entweder ist die Kurve invertiert oder nicht. Da gibt es kein Dazwischen und somit warnt auch eine

flache Zinskurve nicht vor einer Rezession. Wir behalten diese aber im Blick.

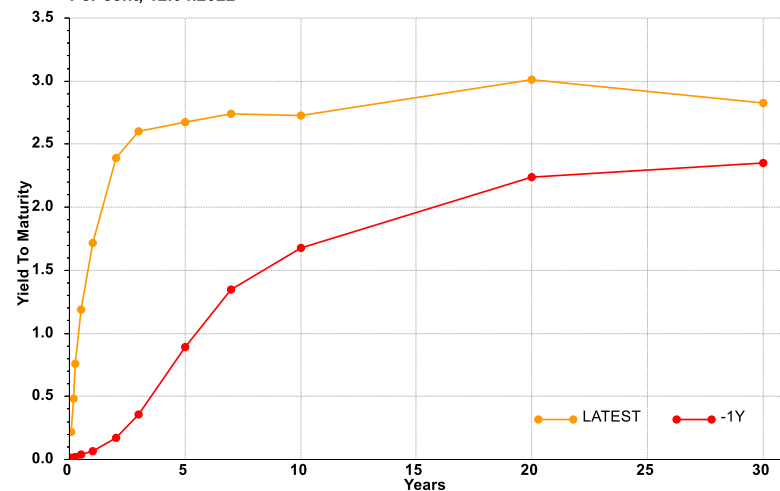
Zudem könnte man auch argumentieren, dass ohne die historisch von den Investoren verlangte Laufzeitprämie (als Kompensation für die lange Haltedauer), welche in den letzten zehn Jahren vermutlich aufgrund der exzessiven Anleihenkaufprogramme der Notenbanken verschwunden ist, selbst eine Inversion als Rezessionsindikator in Frage zu stellen ist.

Konjunkturell haben die USA Vorteile in der gegenwärtigen Situation (und dürften auch längerfristig davon profitieren). Einerseits profitieren sie vom Anstieg der Energiepreise, andererseits aber auch von den Agrarpreisen, welche aufgrund des in der Einleitung erwähnten praktischen Ausfalls der Weizen- und Gerstensexporte aus der Ukraine und Russland stark gestiegen sind. Schliesslich ist die USA ebenfalls führend beim Export von Agrarerzeugnissen. Dies dürfte konjunkturadverse Effekte zumindest etwas dämpfen. Allerdings muss der Konsum, welcher unter der breiten Inflation leidet, im Auge behalten werden.

Was **Europa** anbetrifft, so wurde schon vieles erwähnt. Die Energieknappheit und die hierdurch immanente Abhängigkeit von Importen stellen aus den genannten Gründen ein gewaltiges Inflations- und damit Rezessionsrisiko dar. Der Krieg belastet die Konjunktur viel stärker als dies in den USA der Fall ist, was auch das bisher zögerliche Verhalten der EZB erklärt. Erstaunlicherweise erwartet die EZB für 2022 immer noch ein Wachstum von 3.7% (zuvor 4.2%). Wir würden uns freuen, stellen diese Zahl aufgrund der genannten Probleme jedoch in Frage. Sollte Deutschland (ob moralisch richtig oder nicht) zusätzlich entscheiden die Energiezufuhren seitens Russlands abzustellen (oder umgekehrt) droht ein effektives Licht-Aus Szenario. Was das für das produzierende Gewerbe (das mittler-

## USA Government Bond Yield Curve

Per cent, 12.04.2022



Quelle: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

weile lautstark geworden ist) bedeutet, ist klar. Die Folge wäre wohl Massenarbeitslosigkeit. Und was dies wiederum für Europa bedeuten würde, braucht nicht ausgeführt zu werden. So oder so leiden die Industrie (Wettbewerbsfähigkeit) sowie die Haushalte unter den Energiepreisen. Die drastischen Preiserhöhungen für Strom (E. ON spricht von durchschnittlich bis zu 35%) und Gas (im vgl. zu 2020 um das 20-fache höher) fordern ihren Tribut. Dass die Gewinne der Unternehmen stark belastet werden, erscheint klar! Auch der Konsum dürfte leiden.

## FAZIT

Die **Inflation** und alle Faktoren, die dazu führen, gilt es strengstens im Auge zu behalten. Dies gilt insbesondere dann, sollte eine gefährliche Lohn-Preis-Spirale einsetzen, was derzeit noch nicht der Fall ist. Dass die Energiesituation ebenfalls mit Argusaugen zu verfolgen ist, erscheint klar. Die **Geldpolitik** wird ebenfalls kontinuierlich mit den Markterwartungen verglichen werden müssen. Abweichungen, egal auf welcher Seite, können problematisch werden. Weil dann entweder die Glaubwürdigkeit leidet (sollten die Märkte einen stärkeren Zinsanstieg erwarten oder für nötig halten) oder der Markt durch einen überraschend starken Zinsanstieg auf dem falschen Fuss erwischt wird.

In Europa erwarten die Teilnehmer eine Anhebung des negativen Einlagesatzes von -0.5% um 70 BP 2022, obwohl die EZB diesbezüglich noch nichts vermeldet hat. Auf diesem Niveau dürfte es noch kein Glaubwürdigkeitsproblem geben. Das Gute ist, dass die Märkte nun bereits Zinserhöhungen eingepreist haben. Überraschungen scheinen damit eher auf der positiven Seite anzufallen. In den USA decken sich die Markterwartungen in etwa mit der Notenbank, welche im Moment eher eine reaktionäre als eine gefährliche vorgreifende Politik betreibt. Idealerweise sollte dies so bleiben. Die **geldpolitische Gefahr** für die Aktienmärkte erscheint daher noch im Rahmen zu sein, muss aber ernst genommen werden. Letzteres gilt aufgrund der breitgefächerten Inflation **v.a. für die USA**, wo eigentlich ein höheres Zinsniveau notwendig wäre (fiskalische Dominanz?).

Der nicht einzuschätzende und inflationsantreibende Kriegsverlauf in der Ukraine dürfte die Konjunktur und damit auch die Börse weiterhin belasten. Deshalb reduzieren Notenbanken und Makrohäuser kontinuierlich ihre Wachstumserwartungen. Gleichzeitig erhöhen sie ihre Inflationsprognosen, was kein besonders gutes Szenario (Stagflation) ist. Ein Grund mehr die Inflation im Auge zu behalten. Die USA (sowie andere Energienettoexporteure) könnten hier Abhilfe schaffen, allerdings wird das aufgrund der fehlenden Transportkapazitäten und Export/Import-Fazilitäten kaum von heute auf morgen möglich sein. Wir lassen uns gerne überraschen! Die Rezessionswahrscheinlichkeit ist dabei in den USA aufgrund der geographischen Distanz und ihrer Rolle als grösster Energie- und Agrexporteur der Welt eher niedrig. Allerdings gilt es den Konsum (rückläufige reale Löhne) im Blick zu behalten. **Europa** leidet stark unter den hohen Energiepreisen, was sich bei einem langen Kriegsverlauf intensivieren dürfte. Hier erscheint die **Rezessionsgefahr grösser**.

Was die **Anlageseite** anbetrifft, so muss einerseits die gewaltige Unsicherheit berücksichtigt werden, schliesslich kann der Krieg von heute auf morgen enden (eher Waffenstillstand), aber auch noch zehn Jahre dauern. Andererseits muss die mögliche Gefahr ausgehend von den Zentralbanken berücksichtigt werden. Zudem gilt es zu verstehen, dass der Zinsanstiegszyklus unwiderruflich begonnen hat. Das sind Bewegungen die Jahrzehnte anhalten, ähnlich wie die Verschiebung von Kontinentalplatten. An der Anlagestrategie ändert sich erstaunlicherweise wenig, schliesslich bleibt der säkulare Bullenmarkt (noch) intakt. Nur geringfügige Anpassungen waren notwendig, weil wir frühzeitig (generell erachten wir Risiko-Management als oberste Priorität in der Vermögensverwaltung) auf folgende Eckwerte gesetzt haben:

- Aktien mit hoher Dividendenrendite, um Inflation und steigende Zinsen abzufedern.
- Bevorzugung niedrigbewerteter Substanztitel (*value stocks*) gegenüber Wachstumstitel (*growth stocks*), weil bei Letzteren ihre vermehrt in der Zukunft anfallenden Gewinne durch höhere Zinsen auch stärker diskontiert werden.
- Entsprechend haben wir einen starken Fokus auf Finanzwerte.
- Absicherung v.a. durch Edelmetalle (inkl. Minen). Obligationen, v.a. Niedrigzinsanleihen der westlichen Länder, erachten wir weiterhin als nicht geeignete Schutzvehikel.
- Fokus, v.a. in unsicheren Zeiten, auf die Schweiz und den Schweizer Franken. Ersteres hat zudem den Vorteil, dass die Energiekomponente eine geringfügigere Rolle bei der Inflationsberechnung einnimmt (was nicht bedeutet, dass hier die Zinsen nicht steigen müssen/werden), womit der Inflationsdruck und damit auch der geldpolitische Handlungsbedarf geringer ist. Was den CHF anbetrifft, so ist der Grund klar. Dessen Aufwertung (die Währung mit der tieferen Inflation wertet i.d.R. auf, weil der Realzins höher liegt) hat übrigens auch einen inflationsdämpfenden Effekt, weil so die Importpreise sinken. Eine geringere Inflation macht sich sodann auch bei den Produzentenpreisen bemerkbar, womit die Wettbewerbsfähigkeit steigt. Dass diesem Effekt bei zunehmender Aufwertung (problematische) Grenzen gesetzt sind, muss ebenfalls berücksichtigt werden.

Was die Anpassungen anbetrifft, so wurde das Gewicht an Industrietiteln (besonders wenn mit Russland in Verbindung) zugunsten der Cash-Quote reduziert. Auch das Gewicht an Stromversorgern (insbesondere wenn auch produzierend) haben wir etwas erhöht. Zudem erachten wir weiterhin Investitionen in grüne Energie als interessant (Europa braucht Alternativen!). Dieser Anteil ist aber noch sehr geringfügig, weil zahlreiche Produzenten, viel Geld (wenn überhaupt) verdienen sie noch nicht, aufgrund der Lieferkettenproblematik und stark gestiegenen Vorgüterkosten zunehmenden Problemen ausgesetzt sind. Mal schauen, wie die Politik reagiert.

Abschliessend gilt es aufgrund der beschriebenen Situation **vollste Flexibilität**, sowohl gedanklich als auch in Form der Handelbarkeit der Finanzinstrumente, zu wahren! Basta.

In Anlehnung an die zu wahrende Flexibilität muss man sich dessen bewusst sein, dass unser Geschäft, nicht nur aufgrund der aktuellen politischen Lage, sondern ständig von Unsicherheiten geprägt ist. Wir rechnen schliesslich mit Wahrscheinlichkeiten und nicht mit Sicherheiten. Dem müssen wir immer Rechnung tragen! Risiken kontrollieren wir, indem beständig auf eine sorgfältige Interessensabstimmung, kombiniert mit einem Gleichgewicht zwischen Gier und Angst gesetzt wird. Im Wissen, dass das Marktumfeld über die Anlagepolitik entscheidet und nicht wir, müssen wir in der Lage sein, uns gedanklich und strategisch anzupassen. Wir verabschieden uns daher mit den weisen Worten **H.G. Wells** (britischer Schriftsteller und Pionier der Science-Fiction-Literatur, †1946) aus *der Zeitmaschine* (1895): "Very simple was my explanation, and plausible enough - as most wrong theories are!".

Freundliche Grüsse

Dr. Gianluigi Socchi

Igor Socchi

Philipp Wille

#### Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der GLSO Finanz AG (nachfolgend «GLSO») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. GLSO gibt jedoch keine Zusicherung bezüglich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dessen Inhalts und lehnt jede Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Informationen ab. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen der GLSO zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und ist ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse oder die Finanzlage eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Es stellt weder eine Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. GLSO empfiehlt dem Empfänger, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen professionellen Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, die jeweiligen finanziellen Risiken sowie auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliches Einverständnis der GLSO weder stellenweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, denen der Zugang zu solchen Informationen unter der geltenden Gesetzgebung aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes untersagt ist. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragschwankungen, verbunden. Die bisherige Performance einer Anlage und historische Finanzmarktszenarien stellen keine Garantie für zukünftige Performanceentwicklungen dar. Bei Anlagen in Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden.