

# Jahresausblick 2021

## Die Annahmen der FIDUKA

1. Aus dem V wird ein W: Neue Lockdown-Maßnahmen lassen Teile der Weltwirtschaft in eine Double-Dip-Rezession abgleiten. Ab dem zweiten Quartal 2021 rechnen wir aber dank der breiteren Verfügbarkeit von Impfstoffen mit einer nachhaltigen Erholung der Weltwirtschaft – gestützt von weiteren fiskalischen Impulsen.
2. Die Konsumentenpreise werden in Europa nach der Nullrunde in 2020 im neuen Jahr leicht anziehen, mit rund 1 % aber moderat bleiben. In den USA ist der inflationäre Druck bereits höher – die Teuerungsrate könnte im Laufe des Jahres 2,0 % überschreiten.
3. Eine geldpolitische Wende ist nicht in Sicht. Die großzügig dimensionierten Corona-Rettungspakete haben die Staatsschulden im historischen Maße aufgebläht. Die Notenbanken werden nicht umhinkommen, die neuen Schulden über den Kauf von Staatsanleihen mehr oder weniger direkt zu finanzieren. Zinserhöhungen sind in noch weitere Ferne gerückt.
4. An den Anleihenmärkten werden die Renditen aufgrund der verbesserten konjunkturellen Aussichten bestenfalls leicht anziehen. Als Haupthindernis für nachhaltig höhere Zinsen sehen wir die hohe Schuldenlast der Staaten. Denn um deren Finanzierung zu erleichtern, werden die Notenbanken die Zinsen durch aktive Markteingriffe auf äußerst tiefem Niveau halten. Staatsanleihen eignen sich zwar weiter bis zu einem gewissen Grad zur Portfoliodiversifikation, kosten aber Rendite. Nur noch mit ausgewählten Unternehmensanleihen lässt sich eine Basisverzinsung erwirtschaften.
5. Der Euro hat seine Probleme und der Brexit belastet zusätzlich. Aber der US-Dollar steht fundamental nicht besser da und sollte weiter an Boden gegenüber anderen Währungen verlieren, weil ihm die Unterstützung durch höhere Zinsen verloren gegangen ist. Bessere Chancen trauen wir dem Schweizer Franken und dem Japanischen Yen zu. Positiv bleiben auch die Aussichten für Gold. Vor dem Hintergrund einer rasant steigenden Verschuldung bei gleichzeitig tiefen Zinsen gehen wir in der Tendenz von einem weiter steigenden Goldpreis aus. Die Aufwärtsdynamik sollte sich jedoch gegenüber dem Vorjahr verlangsamen.
6. Nach dem herben Einbruch der Unternehmensgewinne in 2020 geht es im nächsten Jahr wieder deutlich aufwärts. Die aktuellen Markterwartungen von rund 35 % Gewinnsteigerung in Europa und fast 25 % in den USA sind allerdings angesichts neuer Lockdown-Maßnahmen wahrscheinlich etwas zu hoch gegriffen. Mit den steigenden Unternehmensgewinnen fällt die derzeit hohe Bewertung wieder auf ein moderateres Niveau zurück. Für die nächsten Jahre halten wir eine Bewertungsausweitung angesichts weiterhin extrem niedriger Zinsen für realistisch. Insbesondere Aktien von Unternehmen mit stabilen Erträgen und steigenden Dividenden werden davon profitieren.
7. Während von der Pandemie vor allem Technologie-Aktien profitiert haben, dürfte künftig die Marktbreite zunehmen; und damit dürften auch konjunktursensitivere Werte in den Fokus der Anleger rücken. Bei der Auswahl sollten jedoch Branchen mit strukturellen Umbrüchen (z. B. Banken) vermieden werden. Langfristige Trends wie Technologie, Automatisierung, Klimawandel und Gesundheit bieten die besten Chancen.
8. Zehnjährige Bundesanleihen garantieren auf Endfälligkeit einen sicheren Verlust von rund 5 % und hier ist der Kaufkraftverlust aufgrund von Inflation nicht einmal eingerechnet. Der reale Gesamtverlust dürfte so leicht 15 % übersteigen. Aktien werden im gleichen Zeitraum deutlich besser abschneiden.

## I N H A L T

▶ <b>Die Annahmen der FIDUKA</b>	S. 1
▶ <b>Rückblick auf das Jahr 2020</b>	S. 2
• Wichtige Finanzmarktindizes 2020 in Euro	
▶ <b>Anlageperspektiven</b>	
• Konjunkturelles Umfeld	S. 3
• Anleihen und Währungen	S. 4
• Aktien	S. 6
▶ <b>Anlagestrategie</b>	S. 8

## Rückblick auf das Jahr 2020



Thomas Graf

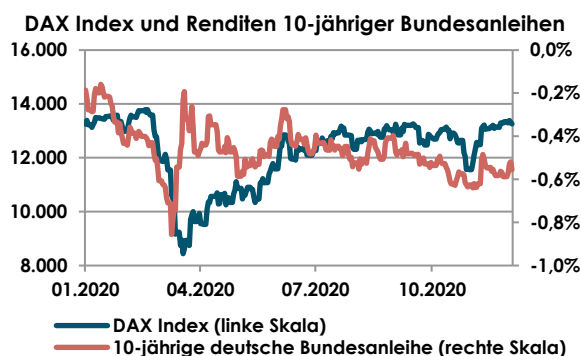
Bereits frühzeitig im Jahr wurden sämtliche Prognosen und Szenarien zu Makulatur. Die beschleunigte Ausbreitung der Corona-Pandemie konnte in Europa und den USA nur mit einem kompletten Herunterfahren der Wirtschaft gebremst werden. Geschlossene Industriebetriebe, ein stillgelegter Flugverkehr und dicht gemachte

Landesgrenzen innerhalb Europas hatten das Zusammenbrechen ganzer Lieferketten im verarbeitenden Gewerbe zur Folge. Eine scharfe Rezession war unvermeidbar.

Die Börsen, bis Anfang Februar noch auf Rekordkurs, brachen in nur wenigen Wochen Crash-artig ein, der DAX-Index fiel um 40 % und der Dow Jones um über 38 %. Gleichzeitig stiegen die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen explosionsartig an. Es drohte das schwärzeste Jahr an den Kapitalmärkten seit der Finanzkrise zu werden. Das wurde es dann doch nicht, dank der schnellen Reaktion von Finanzministern und Notenbankern, die weltweit Hilfspakete und Liquidität im Umfang von über 20 Bill. US-Dollar bereitstellten, und schließlich auch dank der Wissenschaft mit rascher als für möglich gehaltenen Erfolgen in der Impfstoffforschung.

Zwangsläufig war die Notenbankpolitik noch expansiver als prognostiziert. Die US Federal Reserve senkte zweimal außerhalb des normalen Turnus ihren Leitzins. Die Europäische Zentralbank stand bereits beim Zinssatz von Null – und darüber hinaus negativer Zinsen auf Zentralbankeinlagen der Banken – so dass sie mit einer massiven Ausweitung ihrer quantitativen Maßnahmen antwortete: dem Anleihenkaufprogramm für den Pandemie-Notfall PEPP in Höhe von 750 Mrd. EUR.

Inflation war auch in diesem Jahr kein Thema. Aufgrund der Nachfrageausfälle und freier Produktionskapazitäten und des stark rückläufigen Ölpreises hatten deflationäre Effekte die Oberhand. In Europa ist die Teuerung sogar unter die Nulllinie gerutscht, in Deutschland mitbewirkt durch die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung.



Quelle: Bloomberg

Angesichts des Wirtschaftseinbruchs, schwacher Inflation und Leitzinsen bei Null standen die Kapitalmarktzinsen stärker unter Druck als von uns erwartet. Die Renditen auf zehnjährige US-Staatsanleihen stürzten im ersten Quartal von fast 2 % auf 0,6 % ab, entsprechende Bundesanleihen bewegten sich ganzjährig im negativen Bereich. Sogar italienische Regierungsanleihen rentierten nur noch mit 0,6 %. Weil die Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa zusammengeschnürt ist, hat der Dollar zum Euro seit Mai um etwa 10 % abgewertet. Ähnlich erging es der US-Währung gegenüber dem chinesischen Renminbi, vorrangig wegen des Wiedererstarkens der chinesischen Volkswirtschaft. Im Trend hatten wir die Dollar-Schwäche erwartet.

Der ursprünglich positive Ausblick für die Unternehmensgewinne musste schon im Frühjahr auf breiter Front eingedampft werden. Rezessionsbedingt werden sie 2020 in Europa um rund ein Drittel und in den USA um etwa ein Sechstel schrumpfen. Immerhin erholen sie sich inzwischen wieder vom Tiefpunkt. Die Aktienmärkte haben diese Trendwende bereits ab April eingepreist.

Gold konnte wie erwartet deutlich zulegen und hat durch die Ängste um die Auswirkungen der Pandemie einen zusätzlichen Schub erhalten. Die im August erreichte Spitze bei 2060 US-Dollar konnte das Edelmetall nicht halten.

Es war aus vielerlei Hinsicht ein schlimmes Jahr, das aber zumindest an den Börsen versöhnlich ausklingt. Für Anleger hieß es: Nerven bewahren und sich aus den Panikverkäufen heraushalten. Am Ende stachen Aktien nämlich Anleihen doch wieder aus.

### Wichtige Finanzmarktindizes 2020 in Euro\*:

MSCI Weltaktienindex (Alle Märkte)	4,3%
MSCI EM (Schwellenländermärkte)	4,8%
STOXX 600 (Westeuropa)	-3,9%
EURO STOXX 50 (Eurozone)	-4,2%
DAX (Deutschland Standardwerte)	0,0%
MDAX (Deutschland Nebenwerte)	3,4%
CAC 40 (Frankreich)	-5,3%
FTSE MIB (Italien)	-4,9%
FTSE 100 (Großbritannien)	-16,6%
Dow Jones (USA 30 Standardwerte)	-1,4%
S&P 500 (USA)	6,2%
Nikkei 225 (Japan)	11,2%
FTSE Internationale Anleihen	0,8%
REXP (Anleihen Deutschland)	1,1%
US-Dollar/Euro	-8,2%
CRB Rohstoffindex	-20,4%
Rohöl (Brent)	-19,5%
Gold	11,6%
Rogers Agri Index (Agrarprodukte)	0,3%

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes inkl. Dividenden \* per 3. Dezember 2020

# Anlageperspektiven



## Konjunkturelles Umfeld

### Lockdown versus Impfstoffe: Was wird 2021 unser Leben bestimmen?

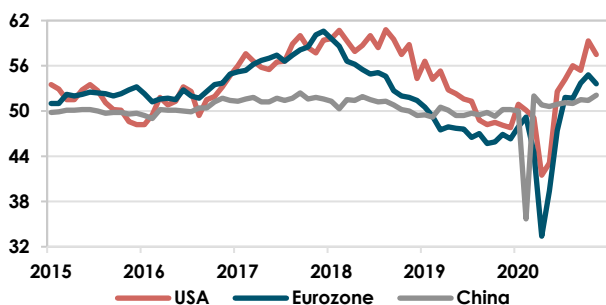
Mit der zweiten Corona-Infektionswelle und dem verfügbaren Herunterfahren einiger Wirtschaftsbereiche in Europa sind ein paar dunkle Wolken aufgezogen, und die recht dynamische Konjunktur

Klaus Jürgen Melzner

erholung dürfte erst einmal ins Stocken geraten. Der Teillockdown wird uns auch zu Jahresbeginn 2021 weiter begleiten. Gleichzeitig starten dann Massenimpfungen, zunächst für Risikogruppen, und voraussichtlich ab dem zweiten Quartal für Jedermann. Mit den in mehreren Varianten verfügbaren Corona-Impfstoffen sollte die Weltwirtschaft und unser gesellschaftliches Leben im nächsten Jahr einen Schritt in Richtung Normalität machen, so dass wir ab dem Sommer wohl nicht mehr über weitere Lockdowns diskutieren müssen.

Bis dahin droht uns aber ein Stillstand in der Wirtschaftserholung, denn ein leichtes Einknicken einiger Frühindikatoren signalisiert eine bevorstehende Wirtschaftsdelle, oder, schlimmstenfalls, die „Double Dip“ Rezession, also einen zweiten Rückschlag. Ein tiefer Sturz auf das Rezessionsniveau vom Frühjahr 2020 wird uns aber erspart bleiben, solange das verarbeitende Gewerbe, mit der Autoindustrie als zentralem Kern, ohne Einschränkungen funktioniert. Betriebsschließungen oder erneute Unterbrechungen der Lieferketten zählen nicht zu unserem Basisszenario.

Einkaufsmanagerindizes China, USA und Eurozone



Quelle: Bloomberg, ISM Institute; Markit

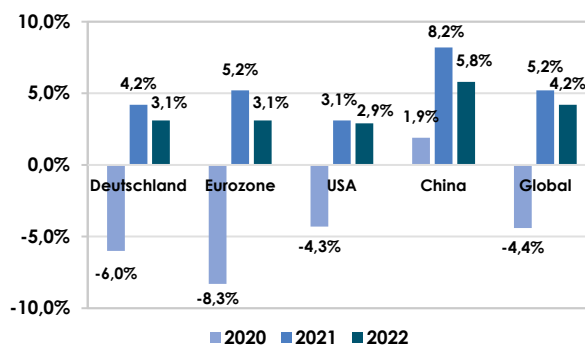
Mit den Impfungen sollten Konsumenten und Unternehmen wieder mehr Vertrauen in die Zukunft fassen, so dass die Konjunkturdelle schnell vorübergehen dürfte. Ein starker An Schub kommt noch immer von monetären und fiskalischen Maßnahmen weltweit. Allerdings stoßen die über Deficit-Spending finanzierten staatlichen Ausgabenprogramme aufgrund rasant steigender Schuldenquoten an Grenzen. Die Notenbanken haben zwar ihre klassische Zinspolitik bis zum Null-Tarif

ausgereizt, und werden die Leitzinsen über das gesamte Jahr hinweg auch da belassen, ihr quantitatives Instrumentarium haben sie aber noch nicht ausgeschöpft. Sowohl die Europäische Zentralbank als auch die US Federal Reserve könnten schon im Dezember eine Erweiterung ihrer Anleihenkaufprogramme ankündigen. Drohen sie also die Inflation aus dem Auge zu verlieren? Eher nicht, die Teuerung dürfte zwar einen sachten Aufwärtstrend einschlagen, aber trotzdem wird das langjährige Notenbank-Ziel von 2 % kaum zu erreichen sein. Transparenz und Preiswettbewerb im Internethandel, demographische Aspekte und besonders die bestehende große Output-Lücke, also die Unterauslastung der Erzeugungskapazitäten, sprechen dagegen. Die Notenbankliquidität wird nicht die Güterpreise treiben, sondern wie ehemals in die Vermögenswerte strömen.

Der asynchrone Erholungsverlauf der großen Wirtschaftsböcke wird sich fortsetzen. China hat die Krise bereits seit dem Frühjahr überwunden und sollte nach Prognosen des Internationalen Währungsfonds 2021 mit über 8 % wachsen. Der starke chinesische Nachfragesog treibt die Weltmarktpreise für einige Rohstoffe wie Kupfer und Eisenerz nach oben und hebt auch das Exportgeschäft vor allem Deutschlands und seiner Autoindustrie an. Die US-Wirtschaft scheint mit mehr Power aus dem Rezessionstal zu kommen als das vom zweiten Lockdown geplagte Europa. Motoren der US-Wirtschaft sind der florierende Einzelhandel, speziell das rapide zunehmende Online-Geschäft, und der Häusermarkt.

Bei der erstaunlich robusten Konsumfreude spielen in Amerika wie Europa die staatlichen Unterstützungsprogramme (z.B. Kurzarbeitergeld) die entscheidende Rolle, denn die bisherige Wirtschaftserholung ist keinesfalls selbsttragend. Um das zu erreichen muss die Erwerbstätigkeit zunehmen, auch wenn Staatshilfen zurückgenommen werden. Ein Öffnen der geschlossenen Dienstleistungsbereiche würde helfen. Mit den Impfstoffen rückt dieses Ziel zumindest näher. Temporärer Unsicherheitsfaktor ist der weiterhin unregelmäßige Brexit. Hiervon erwarten wir jedoch keine längerfristigen negativen Auswirkungen auf die Weltkonjunktur.

Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in % zum Vorjahr



Quelle: IWF (Oktober 2020)

# Anleihen



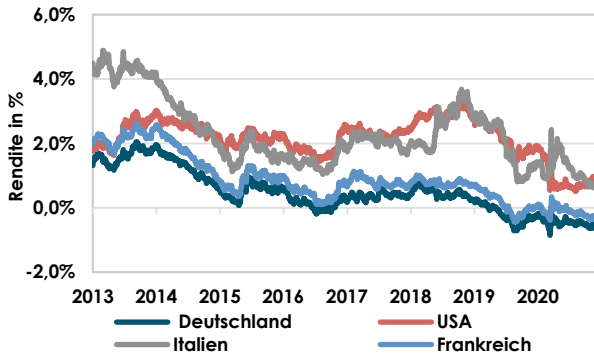
## Geldpolitik

Die COVID-19-Krise hat sowohl am Kapitalmarkt als auch bei den Notenbanken zu extremen Reaktionen geführt. Teilweise dramatische Kursverluste bei Anleihen in einzelnen Marktsegmenten parierten die Notenbanken mit einer noch nie dagewesenen expansiven Geldpolitik.

Stefan Hecht

Neben deutlichen Senkungen des Einlagenzinses – so hat etwa die US-Notenbank die sogenannte Fed Funds Rate im Verlauf der Krise um mehr als 100 Basispunkte gesenkt – wurden Anleihekaufprogramme aufgelegt, die in Bezug auf Volumen und inhaltlichen Umfang alles bisher Dagewesene in den Schatten stellten.

### Renditeentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen



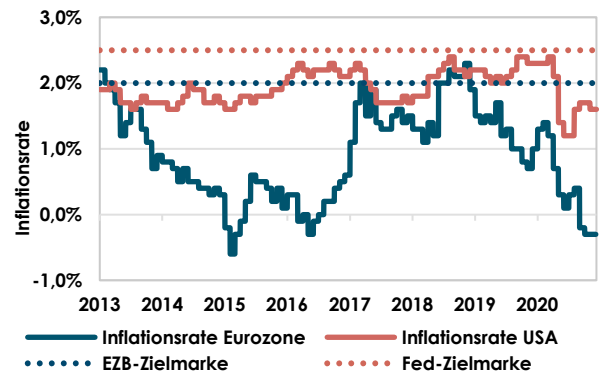
Quelle: Bloomberg

Im Zuge des kompletten wirtschaftlichen Lockdowns im Frühjahr 2020 wurden die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen sowohl in Deutschland als auch in den USA von ihrem Level Mitte Januar (D: -0,17 %; USA: 1,85 %) kräftig nach unten gedrückt bis auf -0,90 % (in D) und 0,31 % (USA) Mitte März. Durch die initiierten Anleihekaufprogramme der Zentralbanken wurden die Langfristzinsen tief gehalten und pendelten im Jahresverlauf auf tiefen Niveaus in relativ engen Bandbreiten.

Die großen Notenbanken dürften die Leitzinsen angesichts der herben wirtschaftlichen Einbrüche mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit noch für viele Jahre niedrig halten. Einen nachhaltigen Anstieg der Renditen wird es ohne den Willen der Notenbanken nicht geben. Da die Corona-Pandemie das Wachstum in Europa deutlich stärker belasten dürfte als in den USA und in China, wird die EZB auf ihrer nächsten Sitzung im Dezember 2020 ein weiteres umfangreiches Maßnahmenpaket schnüren. Mit der Anpassung des von der EZB bereits im Frühjahr initiierten „Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)“ sowohl in Bezug auf die Dauer (Wertpapierkäufe über das Jahresende 2021 hinaus) und den Umfang (Aufstockung des Wertpapierkaufvolumens um mindestens

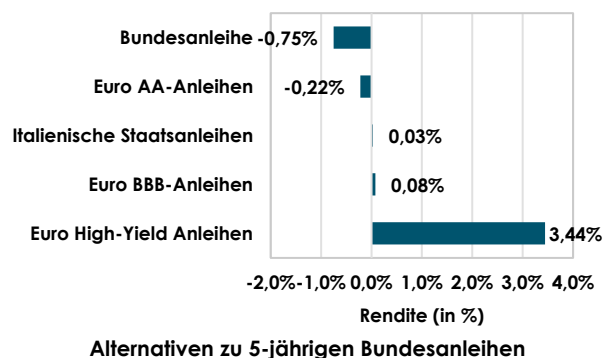
500 Mrd. Euro auf bis zu 2.000 Mrd. Euro) soll einerseits weiterhin ein wachstumsfreundliches finanzielles Umfeld mit anhaltend niedrigen Zinsen geschaffen werden. Andererseits soll der bremsende Einfluss der Corona-Pandemie auf die Inflation so weit wie möglich ausgeglichen werden. Dennoch dürfte der Zielwert der EZB in Höhe von 2,0 % klar verfehlt werden. In den USA ist der inflationäre Druck bereits höher – die Teuerungsrate könnte im Laufe des Jahres 2,0 % überschreiten.

### Inflationsrate in den USA und in der Eurozone



Quelle: Bloomberg

Neben den Wertpapierkäufen des PEPP wird die EZB sehr wahrscheinlich auch die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte für die Banken zu sehr günstigen Konditionen („TLTROs“) zeitlich ausdehnen, so dass deren bisherige Zurückhaltung bei der Kreditvergabe sukzessive aufgegeben wird. Mit diesem Bündel an Maßnahmen könnte die konjunkturelle Entwicklung nach dem herben Einbruch im laufenden Jahr in 2021 durchaus für positive Überraschungen sorgen, was in der Folge zu einem moderat höheren Renditeniveau führen kann. Der massive Nachfrageschub, den die Notenbanken mittels ihrer Anleihekaufprogramme initiieren, wird jedoch jede zu starke Renditebewegung nach oben begrenzen. Außerdem wird es den Staaten nur möglich sein, den COVID-19 bedingten Anstieg der Verschuldung haushaltsvertraglich zu refinanzieren, wenn die Zinsen niedrig bleiben. Daher sehen wir im Euroraum per Saldo nur wenig Spielraum für nachhaltig steigende Renditen. Mit Staatsanleihen guter Bonität wird im nächsten Jahr kein Geld zu verdienen sein. Selbst als Versicherung gegen fallende Aktienkurse sind sie nur noch eingeschränkt geeignet.



Quelle: Bloomberg

Die interessantesten Marktsegmente stellen im nächsten Jahr unseres Erachtens High Yield Anleihen sowie Nachranganleihen dar. In beiden Anleihe-segmenten sollte noch Potential für Renditerückgänge und damit für eine positive Performance vorhanden sein. Für High Yield Anleihen spricht die konjunkturelle Erholung im nächsten Jahr, verbunden mit einer sehr expansiven Geldpolitik. Die Unternehmen profitieren von steigenden Umsatz- und Ertragserwartungen und können sich relativ günstig am Kapitalmarkt

refinanzieren. Bei den Nachranganleihen sollte sich der Fokus auf Schuldner aus dem Investment-Grade Bereich mit geringen Ausfallraten richten. Hier dürfte sich ein Engagement ebenfalls noch lohnen, um von den deutlich höheren Renditen gegenüber erst-rangigen Anleihen des Schuldners – bei gleichen Ausfallrisiken – zu profitieren. Gerade unter der Prämisse einer sich weiter erholenden Konjunktur im Verlauf des kommenden Jahres bieten die Nachranganleihen vergleichsweise attraktive Renditen.

## Währungen

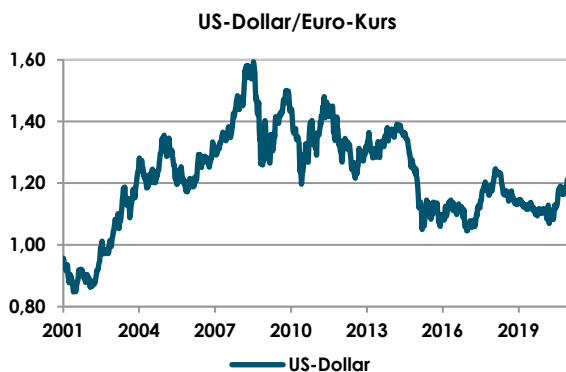


### US-Dollar

Der Euro zeigte sich gegenüber dem US-Dollar im Jahresverlauf 2020 von seiner starken Seite. In den ersten sechs Monaten des Jahres schwankte der US-Dollar zum Euro noch zwischen 1,06 und 1,14, in der zweiten Jahreshälfte lag der Schwankungsbereich zwischen 1,13 und 1,20. Die höheren US-Zinsen,

Tobias Metzner

die den US-Dollar in den letzten Jahren trotz hoher Haushaltsdefizite unterstützt haben, gehören der Vergangenheit an. Außerdem ist die Wahrscheinlichkeit auf eine Einigung für ein weiteres US-Wirtschaftspaket seit der Präsidentschaftswahl erheblich gestiegen. Dabei ist es schlussendlich nicht entscheidend, welche Höhe das Rettungspaket im Detail ausmachen wird. Wichtiger erscheint, dass Investoren mit einem weiteren Stimulus in den USA rechnen können.



Quelle: Bloomberg

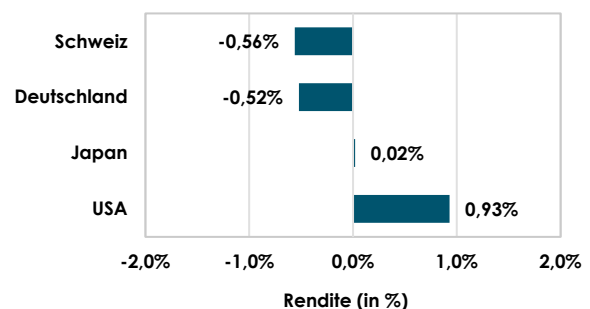
Im Verlauf des Jahres 2021 können Marktteilnehmer außerdem davon ausgehen, dass die Wirtschaft, immer wenn es nötig sein wird, durch die US-Regierung mit neuen fiskalischen Maßnahmen unterstützt wird. Auch in Europa wird der auf europäischer Ebene vereinbarte 750 Mrd. Euro schwere Recovery Fonds an den Start gehen. Trotz des derzeitigen Disputes mit Polen und Ungarn gehen wir davon aus, dass man sich am

Ende einigen wird. Die Staatsverschuldung in den USA sollte nächstes Jahr dennoch schneller anwachsen als in Europa. Außerdem dürfte der Euro stärker von einer Erholung der weltweiten Exportnachfrage profitieren. Resultierend daraus sehen wir für den US-Dollar keine Umkehr des aktuellen Trends und gehen auch in 2021 von einem weiterhin leicht stärkeren Euro aus.

### Schweizer Franken und Japanischer Yen

Aufgrund der gesunkenen Zinsen in Europa und in den USA gewinnen die klassischen Niedrigzinswährungen, Schweizer Franken und japanischer Yen, wieder relativ an Attraktivität. Die Geldpolitik der Bank von Japan als auch der Schweizer Nationalbank ist inzwischen nicht mehr so außergewöhnlich. Im Vergleich zu deutschen Bundesanleihen bieten 10-jährige japanische Staatsanleihen sogar eine positive Verzinsung. Auch in der Schweiz ist das Zinsniveau mittlerweile ähnlich wie in Deutschland. Darüber hinaus gilt der Schweizer Franken in volatileren Börsenzeiten oft auch als sicherer Hafen.

#### Internationaler Renditevergleich (10-jährige Anleihen)



Quelle: Bloomberg

### Gold

Das Edelmetall konnte sich im Corona-Jahr 2020 als Feuerversicherung auszeichnen und zählte mit rund 20 % Kursplus (in US-Dollar) zu den größten Profiteuren der Krise. Vor dem Hintergrund einer rasant steigenden Verschuldung bei gleichzeitig tiefen Zinsen gehen wir in der Tendenz von einem weiter steigenden Goldpreis aus, wenngleich eine ähnlich starke Performance wie im abgelaufenen Jahr nicht mehr zu erwarten ist.

# Aktien



## Auf dem Weg zurück in die Normalität

Die US-Amerikaner haben mit Joe Biden einen Demokraten zum neuen Präsidenten gewählt. Offen sind allerdings noch die Machtverhältnisse im Senat. Entscheidend sind die Nachwahlen für zwei Senatssitze in Georgia Anfang Januar. Momentan liegen

Marco Herrmann

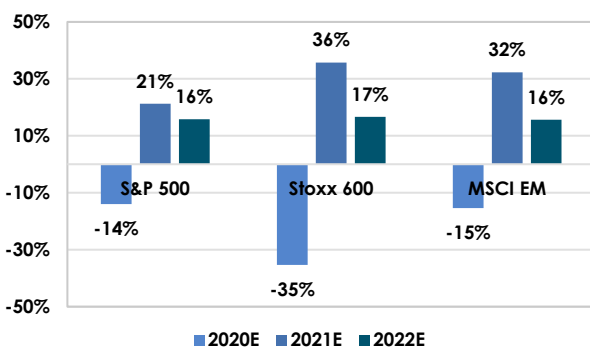
die Republikaner dort in den Umfragen leicht vorne. Sollte sich dies bestätigen, dürfte Joe Biden nicht durchregieren können, sondern wird vielmehr Kompromisse mit den Republikanern eingehen müssen. Steuererhöhungen, wie sie das linke Lager der Demokraten fordert, werden dadurch, falls überhaupt, nur in einer abgeschwächten Form zum Thema werden. Gleichzeitig ist vom neuen Präsidenten eine verlässlichere Politik zu erwarten. Auf diese Aussichten hat die Wall Street bereits positiv reagiert.

## Das große Impfen beginnt

Während die Welt derzeit noch mit neuen Lockdowns gegen die zweite Corona-Welle kämpft, laufen die Vorbereitungen für eine flächendeckende Impfung gegen COVID-19 auf Hochtouren. Die überzeugenden Ergebnisse aus den klinischen Testphasen machen Hoffnung, dass wir in einem Jahr mit wesentlich weniger Einschränkungen leben müssen. Das wäre gut für die Weltwirtschaft und damit auch für die Unternehmen.

Nach dem herben Gewinneinbruch in diesem Jahr um fast ein Drittel in Europa und rund 15 % in den USA rechnen wir im kommenden Jahr wieder mit besseren Unternehmensergebnissen. In den zuletzt veröffentlichten Quartalsberichten über den Geschäftsverlauf für das dritte Quartal sind bereits positive Tendenzen zu erkennen. In den USA liegen zudem bislang über 80 % der Unternehmen mit ihren Gewinnausweisen über den Erwartungen der Analysten, und selbst in Europa liegt dieser Wert auf ungewöhnlich hohen 63 %.

### Veränderung der Unternehmensgewinne



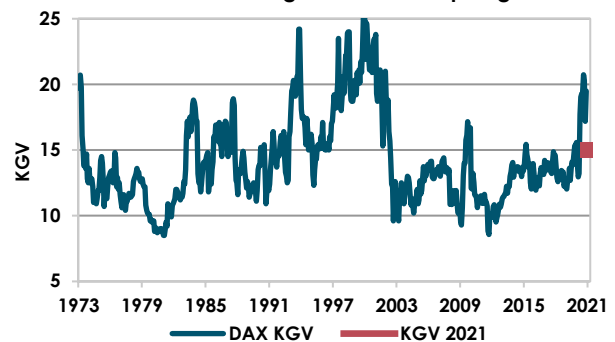
Quelle: Bloomberg

Der negative Trend ist gebrochen – gemäß aktuellen Prognosen werden für die nächsten beiden Jahre wieder deutlich zweistellig wachsende Unternehmensgewinne erwartet. Angesichts der verschärften Corona-Beschränkungen kann es aber sein, dass sich der Erholungsprozess insbesondere in Europa noch ein/zwei Quartale weiter in die Zukunft verschiebt. In den letzten Monaten haben viele Unternehmen durch Kostensenkungen ihre Gewinnschwelle gesenkt und dürften somit schneller die alte Ertragskraft wieder erreichen.

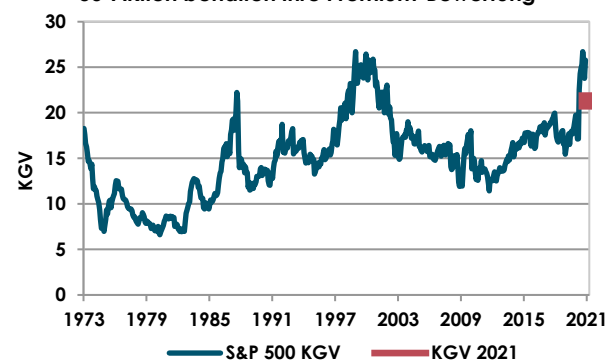
## Erhöhte Bewertung nach der Rally

An den Aktienmärkten haben sich durch die bald verfügbaren Impfstoffe positive Konjunkturaussichten ergeben, die sich umgehend in höheren Kursen niedergeschlagen haben. Durch die erwarteten Gewinnsteigerungen in 2021 werden sich die derzeit hohen Aktienbewertungen wieder auf ein moderateres Niveau zurückbewegen.

### DAX: Attraktive Bewertung nach Gewinnsprung in 2021



### US-Aktien behalten ihre Premium-Bewertung



Quelle: Bloomberg

Die 30 Mitglieder des deutschen DAX-Index werden dann durchschnittlich nur noch mit dem 15-fachen Jahresgewinn bewertet (langfristiger Durchschnitt ist 14). Für den europäischen STOXX 600 fällt diese Kennzahl auf 17. Gerade noch akzeptabel bewertet sind US-Aktien, deren 2021er Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) mit 21 weiter auf einem hohen Niveau verharrt. Aufgrund der hohen Gewichtung des schneller wachsenden Technologiesektors und den allgemein besseren Gewinnmargen ist eine höhere Bewertungsprämie aber gerechtfertigt.

Ausgesprochen attraktiv sind Aktien im Bewertungsvergleich mit anderen Anlageklassen. Für Immobilien in guter Lage wird vielfach mehr als die 40-fache Jahresmiete verlangt und am Anleihenmarkt drohen immer häufiger Negativzinsen. Bei zehnjährigen Bundesanleihen mit einer heutigen Rendite von -0,5 % bedeutet das konkret, dass Anleger bis zum Ende der Laufzeit einen sicheren Verlust von rund 5 % erleiden – und hier ist der Kaufkraftverlust aufgrund von Inflation nicht einmal eingerechnet. Der reale Gesamtverlust dürfte so leicht 15 % übersteigen. Selbst mit Unternehmensanleihen sind nur 1 % bis 2 % Rendite zu erzielen – was einem vergleichbaren Aktien-KGV von 100 bzw. 50 entspricht!

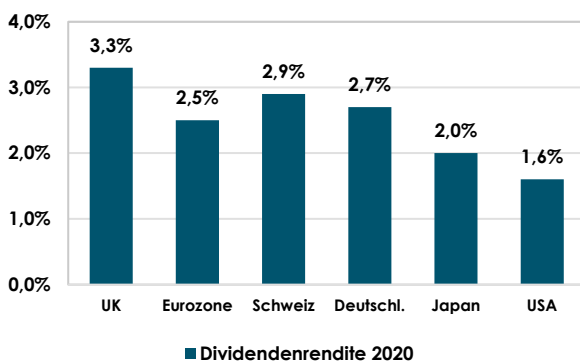
### Bewertungsrelationen im historischen Vergleich

Region		Kurs/Gewinn-Verhältnis	Kurs/Umsatz-Verhältnis	Kurs/Buch-Verhältnis	Dividenden-Rendite	Anleihenrendite
Deutschland	2021	15,00	1,00	1,50	3,00%	-0,55%
	historisch	14,20	0,70	1,70	2,70%	5,90%
		<b>günstig</b>	<b>teuer</b>			
Europa	2021	17,00	1,40	1,75	3,10%	-0,20%
	historisch	14,00	1,10	1,70	4,00%	7,50%
		<b>günstig</b>	<b>teuer</b>			
USA	2021	21,30	2,50	3,60	1,70%	0,90%
	historisch	15,20	1,40	2,50	2,90%	6,30%
		<b>günstig</b>	<b>teuer</b>			
Schwellenländer	2021	14,70	1,15	1,65	2,40%	4,25%
	historisch	13,20	1,10	1,60	2,40%	9,00%
		<b>günstig</b>	<b>teuer</b>			
Japan	2021	16,00	0,85	1,20	2,20%	0,00%
	historisch	21,00	0,80	1,60	1,30%	2,60%
		<b>günstig</b>	<b>teuer</b>			

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Im Vergleich zu Anleihen bieten viele Aktienindizes, trotz der in diesem Jahr gekürzten Ausschüttungen an die Aktionäre, immer noch Dividendenrenditen von fast 3 %. Hinzu kommen Kurssteigerungen, die sich aufgrund steigender Unternehmensgewinne ergeben. Selbst wenn man für die nächsten zehn Jahre unterstellt, dass die Unternehmen im Einklang mit einem moderaten BIP-Wachstum nur um 3 % wachsen (langfristiger Durchschnitt liegt bei nominal über 5 %), könnten Aktien jährlich um 3 % steigen, ohne dass es zu einer Bewertungsausweitung kommt. Zusammen mit der Dividendenrendite wäre das ein jährlicher Ertrag von 6 %. Wir gehen daher von einer wesentlich besseren Entwicklung von Aktien gegenüber Anleihen aus.

### Dividenden trotz Kürzungen in 2020 attraktiv



Quelle: Bloomberg

## Selektion

Während von der Pandemie vor allem Technologie-Aktien profitiert haben, dürfte künftig die Marktbreite zunehmen und damit auch mehr zyklischere Werte in der Gunst der Anleger stehen. Dennoch gilt es bei der Aktienausswahl auf langfristige Trends zu setzen und auf Qualität zu achten. Branchen mit strukturellen Umbrüchen (z. B. Banken) sollten gemieden werden.

Unter den Zyklikern sehen wir im Bereich von Automatisierung und Robotik gute Chancen, denn um unsere Versorgungssicherheit zu verbessern, werden wir höhere Investitionen in Produktionsanlagen in Europa und den USA erleben.

Ein bedeutendes Thema bleibt natürlich der Klimawandel, der zu mehr Investitionen in grüne Technologien führen wird. Ein Großteil der verabschiedeten staatlichen Konjunkturprogramme zielt auf einen besseren Umweltschutz ab.

Auch sollten ausgewählte dividendenstarke Aktien, deren Ausschüttungen durch operative Cashflows abgedeckt sind, wieder in den Fokus der Anleger rücken. Das trifft u. a. auf den Pharma-Sektor zu, der eigentlich fast immer im Vorfeld der US-Präsidentenwahlen aus Angst vor Preiseingriffen underperforms und jetzt Aufholpotential besitzt.

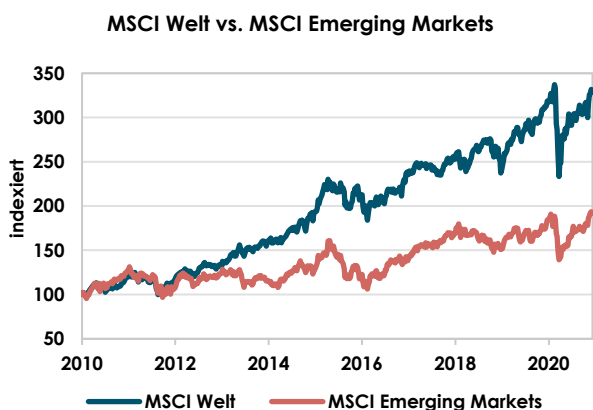
Weiterhin gute Aussichten besitzt der Technologiesektor, dessen Wachstum auch nach der Corona-Pandemie überdurchschnittlich sein wird. Hier sollte man aber verstärkt auf die Bewertungen achten, denn bei einzelnen Aktien haben diese bereits schwindelerregende Höhen erreicht, die an die Hochzeiten des Neuen Marktes erinnern.

## Schwellenländer mit guten Aussichten

Übrigens, die Digitalisierung der Welt schreitet in den Schwellenländern besonders schnell voran und hat zu einem Strukturwandel an den Aktienmärkten geführt. Während vor zehn Jahren zu meist halbstaatliche Unternehmen aus den Bereichen Energie, Rohstoffe und Banken den Schwellenländerindex bestimmt haben, sind es heute vor allem asiatische Technologiekonzerne wie Samsung, Tencent, Alibaba und Taiwan Semiconductor – Asien repräsentiert mittlerweile rund 80 % des Schwellenländerindex. Insbesondere das zur wirtschaftlichen Weltmacht aufgestiegene China übernimmt mit rund 40 % Anteil (vs. 18 % vor zehn Jahren) dabei die Führungsrolle. Das Reich der Mitte ist heute nicht nur die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt nach den USA, sondern mittlerweile auch die klare Nummer zwei bei der Aktienmarktkapitalisierung. Der wirtschaftliche Aufschwung Asiens wird durch wirtschaftspolitische Entwicklungen weiter beschleunigt. So haben sich unter der Führung Chinas im November 2020 14 asiatisch-pazifische Staaten zur

größten Freihandelszone der Welt zusammengeschlossen. Entstanden ist mit über drei Milliarden Menschen und einem Bruttoinlandsprodukt von etwa 17 Billionen US-Dollar ein gewaltiger Wirtschaftsraum, der von China und Japan über Südkorea, die südostasiatischen Tigerstaaten bis nach Australien und Neuseeland reicht.

Die letzten zehn Jahre waren keine besonders ertragreichen Jahre für Anleger in den Schwellenländern. Mit der im Vergleich zu früher höheren Gewichtung der schneller wachsenden asiatischen Volkswirtschaften und deren Technologieaktien versprechen die nächsten zehn Jahre mehr Potential!



Quelle: Bloomberg

Mit Blick auf 2021 und darüber hinaus bleiben wir optimistisch für Aktien gestimmt. Rückenwind kommt von weiteren staatlichen Konjunkturprogrammen, üppiger Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken und vor allem von anhaltend niedrigen Zinsen. Gerade letztere dürften mittelfristig zu einer Bewertungsausweitung führen. Insbesondere Unternehmen mit stabilen Erträgen und steigenden Dividenden würden davon profitieren.

Die nächsten Monate werden sicherlich noch von hoher Ungewissheit über den weiteren Verlauf der Pandemie geprägt sein. Schließlich wird es auch noch einige Zeit dauern, bis eine genügend große Zahl von Menschen geimpft wurde. Auch die immer noch offenen Fragen für die Zeit nach dem Brexit bleiben eine Quelle der Unsicherheit. Erneute Rückschläge an den Aktienmärkten sind also durchaus immer wieder möglich, bieten dann aber Gelegenheit, zu niedrigeren Kursen zusätzlich Positionen aufzustocken.

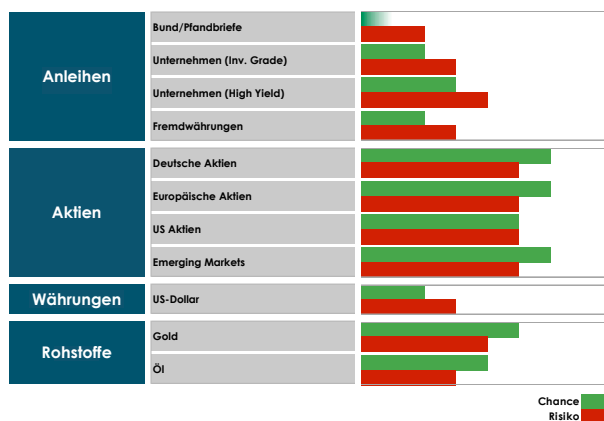
## Anlagestrategie

Bei Anleiherenditen von nahe Null muss man schon ein sehr düsteres Weltbild zeichnen, um Aktien nicht überzugewichten. Die vielfach als wesentliches Risiko genannte hohe Staatsverschuldung zwingt die Notenbanken dazu, an ihrer ultralockeren Geldpolitik zumindest mittelfristig festzuhalten. Die Aktienmärkte bleiben somit weiterhin gut unterstützt.

Nachdem 2020 unter dem Primat des Lockdowns stand, steht im neuen Jahr, dank der bald verfügbaren Impfstoffe, die stufenweise Rückkehr zur Normalität im Mittelpunkt. Der Fokus der Anleger hat sich bereits weg von den Krisengewinnern hin zu Aktien und Anleihen der gebeutelten Unternehmen verschoben und dürfte vor allem zyklischen Branchen und Hochzinsanleihen Rückenwind verleihen. Hier sehen wir allerdings nur selektiv langfristig aussichtsreiche Anlagemöglichkeiten. Bereits vor der Corona-Pandemie hatten einige Branchen mit strukturellen Veränderungen zu kämpfen – Umweltschutz und technologischer Wandel sind die wichtigsten Themen. Die Profiteure dieser Trends besitzen die besten Renditechancen. Aufgrund der anhaltend niedrigen Zinsen sind auch solide dividendenstarke Aktien für renditesuchende Anleger interessant.

Die Pandemie hat die Grenzen des Prognostizierbaren aufgezeigt. Der Aufbau eines robusten und breit diversifizierten Portfolios bleibt das A und O der Geldanlage. Dazu gehören neben Aktien auch solide Anleihen, Kasse und Gold.

### Chance/Risiko-Profil der Anlagesegmente



Wir wünschen allen Lesern ein gesundes, glückliches und erfolgreiches Jahr 2021.

München, im Dezember 2020

## FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

Kaufingerstraße 12 · 80331 München · Tel. (089) 2 91 90 70 · Fax (089) 2918 05 · [www.fiduka.com](http://www.fiduka.com)

Rechtlicher Hinweis: Die Informationen in dieser Publikation beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die die FIDUKA-Depotverwaltung GmbH (FIDUKA) für zuverlässig erachtet, doch kann deren Richtigkeit oder Vollständigkeit nicht garantiert werden. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf heutigen Einschätzungen und können sich ohne Vorankündigung ändern. Angaben über die vergangene Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Diese Publikation stellt weder eine Aufforderung oder ein Angebot zum Erwerb, Halten oder Verkauf von den genannten Anlageinstrumenten oder anderen Produkten dar, noch eine Aufforderung oder ein Angebot zur Tötigung sonstiger Transaktionen bzw. Rechtsgeschäfte. Die Ausarbeitung allein stellt auch keine Empfehlung dar und hat keinerlei Beratungscharakter in irgendeiner Form. Die diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach persönlichen Anlagezielen und der Finanzsituation für bestimmte Anleger ungeeignet sein. © 2020