

Jahresausblick 2022

Die Annahmen der FIDUKA

1. Die weltweite Konjunkturerholung setzt sich fort, wird aber gebremst vor allem durch anhaltende Probleme in den globalen Logistikketten und erneute partielle Corona-Lockdowns. Staatliche Ausgabenprogramme wird es weiterhin geben, jedoch in geringerem Umfang.
2. Inflation bleibt im ersten Halbjahr ein großes Thema. Danach mildern Basiseffekte die Preissteigerung ab. Steigende Löhne, hohe Energiepreise und Kosten für den Klimaschutz werden die Inflation nicht nur in 2022 auf ungewohnt hohem Niveau halten. Eine Stagflation wie in den 1970er-Jahren sehen wir nicht.
3. Die Notenbanken stecken in einem Dilemma. Zum einen rechtfertigt eine pandemiegeschwächte Weltwirtschaft weiterhin geldpolitische Unterstützung, andererseits steigen die Risiken einer unkontrollierten Inflationsentwicklung. Wir erwarten neben der graduellen Beendigung der Anleihenkäufe auch erste Zinserhöhungen in den USA. Die EZB wird in 2022 ihre Zinsen unverändert lassen.
4. Eine Reduzierung der Anleihenkäufe bedeutet geringeres Wachstum in der Liquiditätsversorgung und damit voraussichtlich eine leicht steigende Verzinsung von Anleihen. Sprunghaft höhere Renditen sehen wir nicht, da weltweit die hohen Geldbestände der Anleger das Angebot an Anleihen nach wie vor überschreiten. Bei erwarteten Renditen für zehnjährige Staatsanleihen von bis zu 2% in den USA und nahe Null in Deutschland ist eine positive Realverzinsung und damit Kaufkraftverlust nicht in Sicht.
5. Dem Euro gelingt es nicht, Boden gegenüber dem US-Dollar gut zu machen. Phantasie auf mehrere Zinserhöhungen in den USA dürften den Greenback unterstützen. Zudem könnte der Regierungswechsel in Deutschland zu einer weniger soliden Finanzpolitik in der gesamten Eurozone führen und das Vertrauen in den Euro schwächen.
6. In 2021 haben sich die Unternehmensgewinne nach dem Corona-Schock kräftig erholt. Die Wachstumsdynamik wird sich in 2022 deutlich verlangsamen. Zusätzlich sorgen anhaltende Logistikprobleme, steigende Materialkosten und höhere Löhne aufgrund des

Mitarbeitermangels für Gegenwind. Dennoch, die Auftragsituation aufgrund einer aufgestauten Nachfrage bleibt sehr gut und dürfte für florierende Geschäfte sorgen. In der Summe rechnen wir mit Gewinnsteigerungen im Bereich zwischen 6% und 8%.

7. Haussierende Aktienmärkte in 2021 haben nicht nur die Kurse, sondern auch die Bewertungen in die Höhe getrieben. Auf dem aktuellen Niveau ist bereits viel Positives eingepreist, was aber auch für andere Anlageklassen wie zum Beispiel Immobilien gilt, deren Preise spürbar weiter gestiegen sind. Anleihen mit ihren niedrigen Renditen bei gleichzeitig höherer Inflation stellen für renditesuchende Anleger weiterhin keine ernsthafte Alternative zu Aktien dar. Attraktive Perspektiven sehen wir für die Investmentthemen Technologie, Automatisierung & Robotik, Gesundheit und Klimaschutz.
8. Auch in 2022 bleiben Aktien die präferierte Anlageklasse. Die Schwankungsbreite der Kurse dürfte allerdings wieder auf ein normales Niveau ansteigen. Da Anleihen nur begrenzt Aussicht auf Rendite bieten, kommt dem Halten von Liquidität eine höhere Bedeutung zu. Bei zu erwartenden Rücksetzern am Aktienmarkt sollte diese Liquidität zur Erhöhung der Aktienquote genutzt werden. Denn während Anleihen mit zunehmender Anlagedauer durchaus erheblichen Inflationsrisiken unterliegen, sinken diese Risiken bei Aktien über die Zeit.

I N H A L T

▶ Die Annahmen der FIDUKA	S. 1
▶ Rückblick auf das Jahr 2021	S. 2
• Wichtige Finanzmarktindizes 2021 in Euro	
▶ Anlageperspektiven	
• Konjunkturelles Umfeld	S. 3
• Anleihen	S. 4
• Aktien	S. 6
▶ Anlagestrategie	S. 8

Rückblick auf das Jahr 2021



Thomas Graf

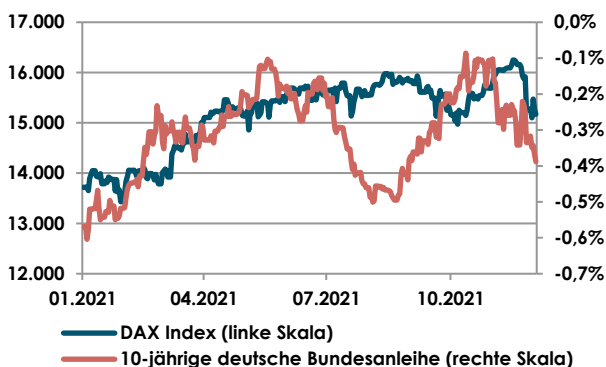
Mit viel Schwung war die Weltwirtschaft in das Jahr gestartet, die Dynamik der Erholung wurde, wie häufig nach Rezessionen, unterschätzt. Auf breiter Front revidierten Ökonomen ihre Annahmen für das Wirtschaftswachstum nach oben, erst für China, dann für die USA und schließlich auch für Europa. Die in einigen Ländern

wie Israel und Großbritannien zügig anlaufenden Corona-Impfungen verbesserten allgemein die Stimmung, auch im härter von der Rezession getroffenen Dienstleistungssektor. Wirksame Impfstoffe waren verfügbar, aber noch knapp.

Die hohe Verbrauchernachfrage, befeuert von den umfangreichen fiskalischen Hilfsprogrammen in Amerika und Europa, ließen die Stimmungsumfragen in der Wirtschaft bis zum Frühsommer nach oben schnellen. Auch die Arbeitslosigkeit ging von Monat zu Monat schneller als erwartet zurück, in den USA bis hin zu einer Angebotsknappheit, so dass beschäftigungsintensive Branchen wie der Einzelhandel ihre Löhne kräftig aufstocken mussten. Das gute Konjunkturbild änderte sich, als aus den Industrieunternehmen, vorneweg der Autobranche, im April erste Meldungen über einen Mangel an Halbleitern und von Produktionsdrosselungen eintrafen. Die Mangelbewirtschaftung weitete sich schnell auf Systemzulieferer und Materiallieferanten aus, denn auch Rohstoffe und Industriemetalle wurden knapp. Das komplette verarbeitende Gewerbe wurde von dem Angebotsengpass erfasst, verschärft durch dezimierte Transport- und Hafenskapazitäten.

An den Aktienmärkten setzte sich der Aufwärtstrend seit dem Frühjahr 2020 fort. Nach einem etwas schwächeren Januar ging es für sechs Monate in Folge kräftig aufwärts, mit immer neuen Höchstkursen an den US-Börsen und in deren Schlepptau auch in Europa. Rückschlagphasen wie im September waren kurzlebig und hielten nur wenige Tage an.

DAX Index und Renditen 10-jähriger Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg

Liquidität war weiter reichlich verfügbar und auf ermäßigtem Niveau engagierten sich Investoren sofort wieder in Aktien, zumal festverzinsliche Papiere allenfalls schmale Renditen (USA) oder eine negative Verzinsung (Bundesanleihen) boten.

Neben der immer noch reichlich fließenden Notenbankliquidität – die EZB beschleunigte ihr 1,85 Billionen EUR schweres Pandemie-Hilfsprogramm – war die Entwicklung der Unternehmensgewinne der entscheidende Treiber für den guten Börsenverlauf. Die Schätzungen für die Gewinne wurden bis in den Herbst hinein immer weiter angehoben. Jetzt liegt die Gewinnsteigerung im laufenden Jahr für die größten US-Firmen bei durchschnittlich plus 50% und für die europäischen Gesellschaften aus dem Stoxx600-Index sogar bei plus 63%. Die Ertragslage der Unternehmen verbesserte sich deshalb so dynamisch, weil optimierte Kostenstrukturen und Sparprogramme auf eine anziehende Nachfrage trafen und Preisanhebungen vielfach möglich waren, so dass die operativen Umsatzrenditen nach oben schossen. Nicht alle Aktienmärkte konnten mit den bärenstarken US-Börsen Schritt halten, der japanische Nikkei und die Schwellenländer inklusive China liefen hinterher.

Erdöl, Rohstoffe und Agrarprodukte verteuerten sich im Jahresverlauf kräftig, wobei Brent-Rohöl Ende Oktober die Preisspitze bei 86 USD erreicht hatte und seitdem wieder fast auf das Niveau vom Jahresende 2019 zurückgefallen ist. Die Folge der verteuerten Grundstoffe und auch der Energie sind weltweit deutlich höhere Teuerungsraten. Enttäuschend war der Verlauf des Goldpreises, der in US-Dollar 7% nachgab. In Euro gerechnet reichte es für eine grüne Null.

Wichtige Finanzmarktindizes 2021 in Euro*

MSCI Weltaktienindex	26,8%
S&P 500 (USA)	33,0%
MSCI EM (Schwellenländer)	5,6%
STOXX 600 (Westeuropa)	19,1%
EURO STOXX 50 (Eurozone)	17,9%
DAX (Deutschland Standardwerte)	11,3%
MDAX (Deutschland Nebenwerte)	9,7%
CAC 40 (Frankreich)	24,5%
FTSE MIB (Italien)	20,0%
FTSE 100 (Großbritannien)	20,4%
Dow Jones (USA 30 Standardwerte)	23,9%
Nikkei 225 (Japan)	1,5%
FTSE Internationale Anleihen	1,5%
REXP (Anleihen Deutschland)	-0,8%
US-Dollar/Euro	7,4%
CRB Rohstoffindex	41,6%
Rohöl (Brent)	49,2%
Gold	0,7%
Rogers Agri Index (Agrarprodukte)	41,2%

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes inkl. Dividenden * per 2. Dezember 2021

Anlageperspektiven



Konjunkturelles Umfeld

Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage dämpft Konjunktur und sorgt für Preisauftrieb

Das Jahr 2021 endet mit überraschend hoher Inflation, niedrigen Zinsen und neuen Unsicherheiten wie der Coronavirus-Mutation

Klaus Jürgen Melzner

Omikron. Die bittere Ironie ist, dass es zu einem Wirtschaftsabschwung kommen könnte, obwohl die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen rekordhoch ist. Es ist die Angebotsseite, also die Herstellung und Verfügbarkeit an Waren, die nicht Schritt hält und erheblich ins Ungleichgewicht zur Nachfrage geraten ist. Die Output-Lücke aus dem Vorjahr wurde geschlossen, aber anders als es der Weltwirtschaft zuträglich ist. Der Nachfrageüberhang wirkt preistreibend, die Inflationsraten sind längst über das von den Notenbanken avisierte Ziel von etwas über 2% hinausgeschossen. Ob nur temporär oder längerfristig wird von der Lohnentwicklung abhängen, in jedem Fall aber länger als von den Geldhütern erwartet.

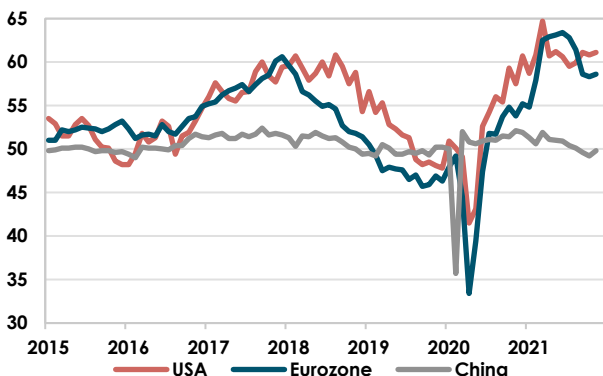
Die Nachfrage wurde als Reaktion auf die Pandemie-Rezession durch gewaltige fiskalische Konjunkturprogramme und eine noch expansivere Notenbankpolitik als während der Finanzkrise angeheizt. Insgesamt 32 Billionen US-Dollar wurden in die Weltwirtschaft gepumpt, davon rund 13 Billionen US-Dollar an Zentralbankliquidität. Die beabsichtigte Wirkung wurde nicht verfehlt, die Wirtschaftsleistung in China und den USA überschreitet heute wieder das Vorkrisenniveau. Unwillkommener Nebeneffekt des Deficit-Spending sind rekordhohe Staatsschulden. Die Unternehmen erzielen dank des guten Geschäfts- und Preisumfelds Rekordgewinne. Der Chemiekonzern BASF zum Beispiel konnte im dritten Quartal seine Produkte im Durchschnitt um 36% teurer verkaufen als im Vorjahr, der Spirituosenanbieter Remy Cointreau den Cognac um 20%.

Mittlerweile kühlt sich das Wirtschaftswachstum aber merklich ab. Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerumfragen im verarbeitenden Gewerbe tendieren seit den Bestwerten im März in allen drei Hauptregionen USA, China und der Eurozone nach unten. Der Ifo-Index, wichtigster Gradmesser für die Stimmung in der deutschen Wirtschaft, zeigt seit fünf Monaten in Folge abwärts. Einzig die Bauindustrie sieht aufgrund des großen Wohnungsmangels und günstiger Baufinanzierung stabil gute Perspektiven für die nächsten Monate. Seit der Jahresmitte hat sich auch die Stimmung bei den Verbrauchern verschlechtert, sowohl in den USA als auch in der Eurozone. Der Umsatz im Einzelhandel einschließlich des Online-Geschäfts wächst zwar, aber Touristik, Gast- und Hotelgewerbe verzeichnen wieder Stornierungen aufgrund der eskalierenden Corona-Infektionslage.

Was könnte die Weltkonjunktur im nächsten Jahr wieder in Schwung bringen? In jedem Fall eine Auflösung der Produktions- und Logistikprobleme. Viele Halbleiterproduzenten erwarten für ihre Branche aber frühestens für das zweite Halbjahr eine Entspannung. Der Welthandel wird unter Voraussetzung einer Lösung der Transportprobleme (Container-Kapazitäten) robust bleiben, die Frachtraten dürften sich etwas ermäßigen. China könnte ein größeres Konjunkturpaket à la Joe Biden in den Vereinigten Staaten beschließen. Und wir brauchen deutlich höhere Impfquoten weltweit, um Störfeuer durch die Pandemie in Grenzen zu halten.

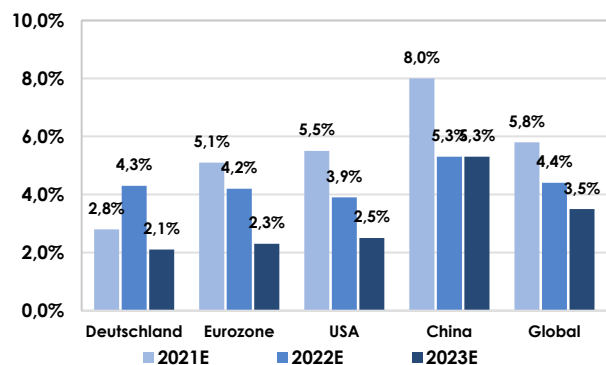
Andere Risiken liegen in der Geopolitik: Die jüngste Verschärfung im Umgang von China mit Taiwan und die militärische Drohkulisse Russlands an der ukrainischen Grenze geben wenig Hoffnung, dass es im nächsten Jahr ruhig bleibt. Wir erwarten, dass 2022 alle großen Volkswirtschaften und auch die Schwellenländer wachsen werden, aber mit weniger Dynamik als im von Aufholeffekten und Konjunkturprogrammen gepushten Erholungsjahr 2021. Die Volkswirtschaften der Schwellenländer leiden außerdem unter dem starken US-Dollar; eine weitere Befestigung des Greenback und die niedrigen Impfquoten könnten sich als doppelte Wachstumsbremse erweisen.

Einkaufsmanagerindizes China, USA und Eurozone



Quelle: Bloomberg, ISM Institute; Markit

Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg

Anleihen



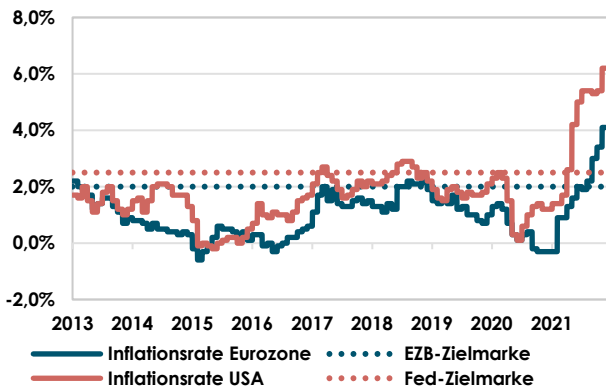
Kommt die Zinswende?

In den vergangenen Jahren, insbesondere seit der Finanzkrise in 2008/2009, lag die Inflation sowohl in Europa als auch in den USA fast immer unter der Marke von zwei Prozent - mit eher deflationären Tendenzen. Dieses gemäßigte Inflationsbild hat sich im Jahresverlauf mit dem rasanten Anstieg der Inflationsraten auf aktuell 4,1% (Eurozone) bzw. 6,1% (USA) drastisch geändert.

Stefan Hecht

In den vergangenen Jahren, insbesondere seit der Finanzkrise in 2008/2009, lag die Inflation sowohl in Europa als auch in den USA fast immer unter der Marke von zwei Prozent - mit eher deflationären Tendenzen. Dieses gemäßigte Inflationsbild hat sich im Jahresverlauf mit dem rasanten Anstieg der Inflationsraten auf aktuell 4,1% (Eurozone) bzw. 6,1% (USA) drastisch geändert.

Inflationsrate in den USA und in der Eurozone



Quelle: Bloomberg

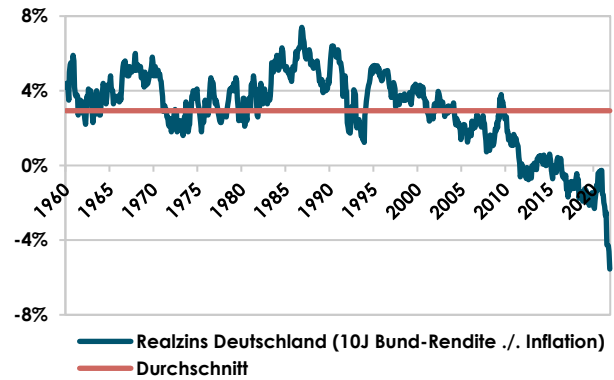
Ursachen der Inflation

Dieser scharfe Anstieg in den Teuerungsdaten ist auf mehrere Effekte zurückzuführen. Eine wesentliche Ursache liegt in der Rallye der Energiepreise. So lag beispielsweise der Ölpreis vor einem Jahr bei rund 45 US-Dollar – zum Hochpunkt der Pandemie notierte der Preis gar nahe Null – und stieg auf mehr als 80 US-Dollar im November 2021. Zusätzlich wurde in einigen Ländern aus Klimaschutzgründen zu Jahresbeginn eine CO₂-Abgabe eingeführt, was zu höheren Preisen für Benzin, Öl und Gas und auch für Strom führte. Andererseits hat die Aufhebung der coronabedingten wirtschaftlichen Beschränkungen einen sprunghaften, global synchronen Anstieg der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen ausgelöst.

Da auf der Angebotsseite jedoch weiterhin markante Störungen in der Produktion und in den Lieferketten vorhanden sind, trifft eine hohe Nachfrage auf ein begrenztes Angebot, was die Preise treibt.

Das planmäßige Auslaufen der zwischenzeitlichen Mehrwertsteuersenkung von 19% auf 16% hat der Inflationsrate in Deutschland noch einen zusätzlichen Schub auf ein Niveau von 5,2% im November versetzt. Eines der mittlerweile bestimmenden Themen an den Börsen ist daher die Frage, ob die Notenbanken – allen voran die US-Fed – eine nachhaltige Zinswende einleiten werden, um diesem Preisdruck zu begegnen.

Entwicklung der Realverzinsung in Deutschland



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Notenbanken unter Zugzwang

Angesichts der starken Verfassung der US-Wirtschaft sowie des vergleichsweise hohen Inflationsdrucks ließ der Fed-Vorsitzende Powell in seinen jüngsten Äußerungen nur wenig Zweifel daran, dass die Notenbank ihren Prozess der geldpolitischen Normalisierung beschleunigen wird. Derzeit reduziert die Fed das Volumen ihrer Anleihenkäufe um 15 Mrd. US-Dollar pro Monat. Ausgehend von 120 Mrd. USD würden die monatlichen Käufe bei diesem Tempo bis Ende Juni 2022 auf Null sinken. Auf ihrer nächsten Sitzung im Dezember dürfte die Fed den Zeitplan für die Rückführung der Käufe jedoch beschleunigen, so dass diese bereits Ende März 2022 abgeschlossen sein könnten.

Dieses „Tapering“ ist jedoch noch kein „Tightening“ – eine Reduzierung der Kaufvolumina bedeutet nicht, dass die Geldpolitik unmittelbar restriktiver wird, denn die Bilanz der US-Notenbank wird bis zum Ende der Wertpapierkäufe weiter auf über neun Billionen US-Dollar anwachsen. Erst nach Ende dieser Anleihenkäufe sind explizite Zinserhöhungen denkbar. Aktuell gehen die Marktteilnehmer von insgesamt vier US-Zinsschritten in 2022 aus. Ob die aktuell hohen Inflationsraten jedoch auch im kommenden Jahr Bestand haben und damit eine scharfe zinspolitische Kehrtwende nötig machen, ist unseres Erachtens noch fraglich. Aufgrund von Basiseffekten dürften die Teuerungsdaten im kommenden Jahr mit hoher Wahrscheinlichkeit wieder sinken. So liegt der Preis für Rohöl aktuell doppelt so hoch wie der Durchschnittspreis in 2020. Um denselben Inflationseffekt im nächsten Jahr zu erhalten, müsste der Ölpreis auf über 160 US-Dollar pro Barrel steigen. Unmöglich? Wohl nicht, aber auch nicht wahrscheinlich.

Ein länger anhaltendes und die Preise treibendes Problem dürften die derzeitigen Lieferengpässe bleiben. Zwei Zinserhöhungen im kommenden Jahr durch die US-Notenbank halten wir daher für gut möglich, drei oder gar vier Zinsschritte jedoch aus heutiger Sicht eher für unwahrscheinlich. Dennoch dürfte sich der eingeschlagene Trend zu anhaltenden Zinssteigerungen weiter in moderatem Tempo fortsetzen, so dass die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von aktuell rund 1,50%

durchaus wieder die 2%-Marke anvisieren könnte. Im Unterschied zu den USA dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) in 2022 weiterhin auf Zinserhöhungen verzichten. Auch wenn die Inflationsrate in der Eurozone im November mit 4,9% überraschend hoch ausfiel, dürfte sich die Preissteigerung im nächsten Jahr in einer Spanne zwischen zwei und drei Prozent einpendeln. Die EZB wird ihre Anleihenkäufe ebenfalls reduzieren, im Unterschied zur US-Fed aber nicht komplett einstellen. Die Geldpolitik in der Eurozone wird daher weiter expansiv bleiben, was gegen eine unmittelbare und nachhaltige Zinswende im Euroraum spricht. Im Windschatten moderat steigender US-Zinsen ist es aber wahrscheinlich, dass sich die Effektivverzinsung europäischer Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit vom aktuellen Niveau von -0,35% wieder in Richtung der Nulllinie bewegt und eventuell sogar leicht in den positiven Bereich dreht.



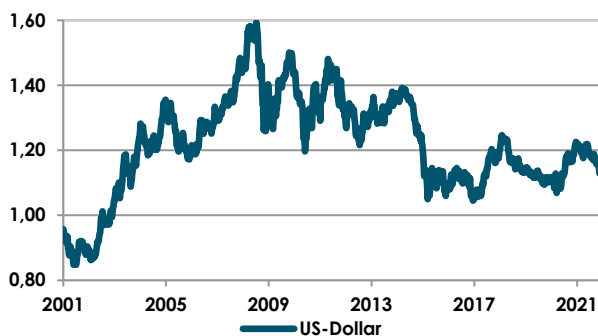
Tobias Metzner

US-Dollar

Vor dem Hintergrund einer höheren wirtschaftlichen Dynamik sowie dem bevorstehenden Ende der ultralockeren Geldpolitik in den USA mit Aussicht auf mehrere Zinserhöhungen dürfte der US-Dollar weiter an Attraktivität gewinnen und seine in den letzten Monaten begonnene

Aufwärtsbewegung per Saldo fortsetzen. Bei einer zunehmenden Zinsdifferenz zwischen dem Greenback und dem Euro sind Notierungen von unter 1,10 US-Dollar zum Euro denkbar. Generell werden zinspolitische Manöver der Notenbanken in nicht unerheblichem Maße vom weiteren Verlauf der Corona-Pandemie abhängen, was aktuelle Prognosen und Einschätzungen schnell zur Makulatur werden lassen könnte.

US-Dollar/Euro-Kurs



Quelle: Bloomberg

Im Jahr 2021 haben bereits einige Notenbanken (vor allem in den Schwellenländern, etwa in Brasilien und Russland) die Zinsen erhöht und somit ihre Geldpolitik gestrafft. Auch in den Industrieländern gab es in Norwegen oder Neuseeland bereits die ersten moderaten Zinserhöhungen. Für den Anleger bedeutet dies, bei Anleihen weiterhin vorsichtig zu agieren, da weitere Kursverluste nicht ausgeschlossen werden können.

Inflationsgeschützte Anleihen

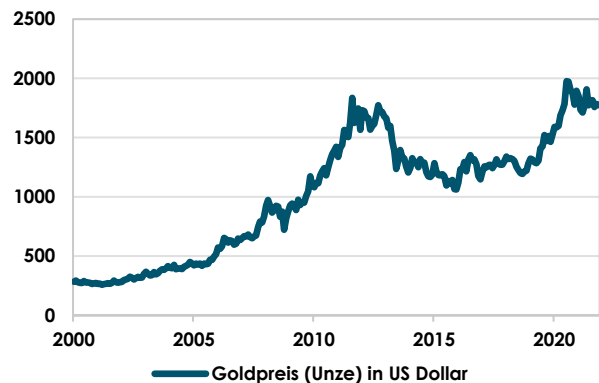
Vor dem Hintergrund hoher Inflationsraten stellt sich für Anleiheninvestoren die Frage, ob sie mit „Inflationsindexierten Anleihen (Inflation Linked Bonds, ILB)“ ihr Vermögen vor Kaufkraftverlust schützen können. Bei diesen Anleihen, die es auch als Bundesanleihen gibt, ist die Verzinsung nicht wie bei klassischen Anleihen fixiert. Sie orientiert sich stattdessen, wie auch die Rückzahlungssumme am Laufzeitende, an der Entwicklung eines offiziellen Verbraucherpreisindex. Damit soll die Inflation während der Laufzeit der Anleihe ausgeglichen werden. Allerdings fällt dafür der Kupon einer inflationsindexierten Anleihe deutlich niedriger aus als bei „normalen“ Anleihen.

Die Renditedifferenz zwischen einer Inflationsindexierten Anleihe – ohne Berücksichtigung der Inflationsanpassung – und einer „normalen“ Anleihe entspricht der von den Marktteilnehmern bis zum Ende der Anleihenlaufzeit erwarteten jährlichen Inflationsrate. Beispielsweise liegt aktuell diese Differenz bei bis 2033 laufenden Bundesanleihen bei rund 1,6%. Das ist dann gleichzeitig auch das Inflationsniveau, das überschritten werden muss, damit der Kauf eines ILB am Laufzeitende profitabler war als der einer klassischen Anleihe. Die Entscheidung, ob eine herkömmliche Anleihe oder aber eine inflationsindexierte Anleihe gekauft werden soll, hängt also davon ab, welche Inflationserwartung der Anleger im Vergleich zum Markt hat.

Gold ohne Glanz

Überraschenderweise konnte der Goldpreis in 2021 nur geringfügig von den Inflationsängsten der Anleger profitieren (+0,7% in Euro). Stattdessen ist offensichtlich viel Geld in Kryptowährungen geflossen, deren Gesamtwert sich um das 3,5-fache erhöhte und mittlerweile fast 25% des weltweiten Goldbestands ausmacht. Gold muss nun also auch mit Bitcoin & Co. um die Anlegergunst konkurrieren. Mit den Aussichten auf höhere US-Leitzinsen und damit voraussichtlich auch einen stärkerem US-Dollar wird es Gold in 2022 nicht leicht haben. Dennoch sehen wir etwas Nachholpotential beim gelben Edelmetall, das gleichzeitig auch der Portfolio-Diversifikation dient.

Entwicklung des Goldpreises



Quelle: Bloomberg

Aktien



Marco Herrmann

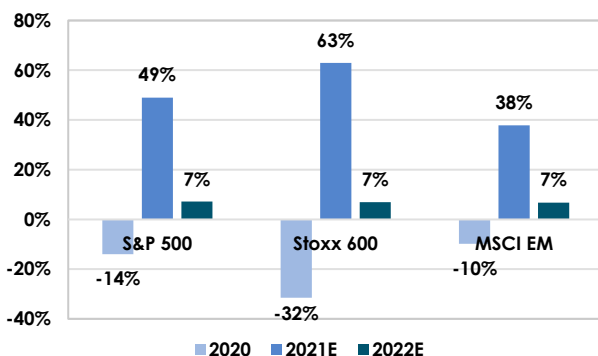
Unruhiges Gewässer

Die Zeit der extrem lockeren Geldpolitik neigt sich dem Ende zu – alleine die US-Notenbank (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) haben zusammen seit Beginn der Pandemie annähernd 10.000 Mrd. US-Dollar in die Weltwirtschaft und Finanzmärkte gepumpt. Nun, mit der schrittweisen beginnenden Rückführung der üppigen Anleihenkaufprogramme, verliert eine der wesentlichen Stützen der Aktienmärkte an Schubkraft. Aus dem gleichen Grund drohen leicht höhere Anleihenrenditen, die eine weitere Bewertungsausweitung von Aktien unwahrscheinlich machen. Investoren müssen sich daher auf eine rauere See an den Aktienmärkten mit mehr Schwankungen einstellen.

Neben den großzügigen Liquiditätshilfen der Notenbanken war es vor allem die rasche Erholung der Unternehmensgewinne, die die Aktienkurse in den meisten Regionen der Welt auf neue Höchststände hievte. Klarer Vorreiter sind erneut die US-Konzerne, deren Profite zum Jahresende 2021 das Niveau von vor der Corona-Pandemie (2019) um 25 % übertroffen haben (S&P 500 Index). Die hohe Gewichtung der Technologie-Unternehmen, die man durchaus als Pandemiegewinner bezeichnen kann, hat wesentlich dazu beigetragen. Aber auch bei den Banken und zuletzt auch bei den großen Ölkonzernen klingeln die Kassen wieder.

In Europa stimmt ebenfalls der Trend. Sukzessive wurden aufgrund der gut laufenden Geschäfte die Gewinnprognosen im Jahresverlauf angehoben. Sollte das vierte Quartal 2021 keine bösen Überraschungen bereithalten, werden hier ebenfalls Rekordgewinne erwartet – und das trotz der vielen pandemiebedingten Einschränkungen, der massiv gestiegenen Rohstoffkosten und vor allem der erheblichen Probleme in den globalen Lieferketten.

Veränderung der Unternehmensgewinne



Quelle: Bloomberg

Moderate Gewinnsteigerungen

Im neuen Jahr rechnen wir erneut mit steigenden Unternehmensgewinnen. Jedoch wird die Kurve nicht mehr so steil verlaufen. Nach Steigerungen in 2021 von voraussichtlich fast 50% in den USA und 63% in Europa dürften nach jetzigem Stand die Gewinne nur noch im hohen einstelligen Prozentbereich zulegen. Sofern neue Lockdowns verhindert werden können und sich die Lieferketten in den kommenden Quartalen normalisieren, könnte es am Ende etwas mehr Wachstum werden, denn die Auftragsbücher der Betriebe sind randvoll. Unsicherheiten ergeben sich jedoch neben der Pandemie auch aufgrund der gestiegenen Kosten für Rohstoffe und Vorprodukte. Bislang konnten diese Preissteigerungen weitestgehend an die Kunden weitergegeben werden, was künftig jedoch schwieriger werden kann.

Die Bewältigung der Pandemie hat die Staaten sehr viel Geld gekostet. Es darf daher nicht verwundern, dass die kräftig sprudelnden Erträge der Unternehmen zum Objekt der Begierde seitens der Regierungen werden. Die USA machen den Anfang, sofern das neue Ausgabenprogramm „Build Back Better“ von Präsident Joe Biden alle parlamentarischen Hürden nehmen kann. Nach heftigem Widerstand, selbst aus den eigenen Reihen, fallen die zur Gegenfinanzierung geplanten Unternehmenssteuererhöhungen jedoch sehr moderat aus. Bezogen auf den S&P 500 Index dürften sich die Auswirkungen nur auf gut ein Prozent der Gewinne beschränken und keine Belastung für die Aktienmärkte darstellen.

Eignen sich Aktien als Inflationsschutz

Allgemein heißt es, Sachwerte wie z. B. Aktien schützen vor Geldentwertung. In den zurückliegenden 60 Jahren haben Aktien tatsächlich vor Inflation geschützt. Die durchschnittliche deutsche Inflationsrate lag bei 2,5% per annum, während Investoren mit einem internationalen Aktienportfolio rund 8% erwirtschaftet haben.

Bis zu einem gewissen Grad können die Unternehmen die höheren Kosten auf ihre Kunden abwälzen. Zwar haben nicht alle diese Preissetzungsmacht, doch zeigt die Vergangenheit, dass Aktien bei moderater Inflation sehr gut laufen. Lediglich in Phasen der Hochinflation haben Aktien meist nicht gut performt. Das lag aber weniger an der Teuerungsrate selbst, sondern an den Umständen (zum Beispiel Ölkrise) beziehungsweise an deutlichen Zinserhöhungen. Inflation ist also im Wesentlichen nur dann ein Problem, wenn durch exogene Schocks oder eine sehr restriktive Geldpolitik das Wirtschaftswachstum abgebremst wird.

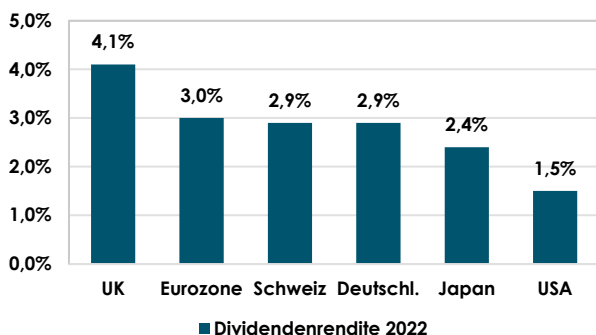
Neben der neuen Corona-Welle, die das Potential hat, die Weltwirtschaft aus dem Erholungsmodus zu bringen, kommen nun auch Sorgen um Zinserhöhungen hinzu. Wir haben deshalb das Verhalten der Aktienmärkte in den letzten zehn

Zinserhöhungszyklen der amerikanischen Notenbank analysiert. In 50% der Fälle hat der S&P 500 Index einen Monat nach dem ersten Zinsschritt Kursrückgänge verzeichnet. Nach sechs Monaten gab es jedoch lediglich in zwei Fällen einen leichten Kursrückgang, genauso oft wie zwölf Monate später. In den anderen acht Zinserhöhungszyklen lagen die Kurse nach einem Jahr im Schnitt gut 8% höher. Fazit: Leitzinsanhebungen belasten Aktien meist nur kurzfristig, langfristig sind vor allem Wirtschaftswachstum und die Bewertung entscheidend.

Ausblick und Selektion

Die wichtigsten Einflussfaktoren auf die Aktienmärkte ergeben ein gemischtes Bild. Negativ sind eine weniger expansive Geldpolitik und voraussichtlich steigende Anleihenrenditen. Dem gegenüber steht ein weiterhin über dem Trend liegendes Wirtschaftswachstum und damit verbunden, eine sehr gute Ertragslage bei den meisten Unternehmen. Unterstützung erhalten Aktien auch durch die im Vergleich zu den erzielbaren Erträgen an den Anleihenmärkten attraktiven Dividendenrenditen.

Aktien mit attraktiven Dividenden



Quelle: Bloomberg

Ausgehend von einem vergleichsweise hohen Kurs/Gewinnverhältnis von knapp über 20 für 2022 an der New Yorker Leitbörse ist eine Bewertungsausweitung dort sehr unwahrscheinlich. Die Kurse sollten also bestenfalls mit den Unternehmensgewinnen zulegen können. In Europa liegt diese Bewertungskennzahl mit rund 15 deutlich darunter. Doch erfahrungsgemäß sollte das alleine nicht automatisch zu einer Outperformance gegenüber US-Aktien führen. Grundsätzlich dürften jedoch die europäischen Konzerne von einem stärkeren US-Dollar profitieren.

So sind für S&P 500 und DAX Kursziele von 4.800-5.000 bzw. 16.000-16.500 durchaus realistisch, was zum Redaktionsschluss moderaten Zuwächsen entspricht. Nach einem eher ruhigen Börsenjahr 2021 ist im neuen Jahr allerdings wieder mit mehr Kursschwankungen zu rechnen. Bei einer typischen Volatilität für Aktien von 20% könnte der DAX temporär in den Bereich um 13.000 Punkte gedrückt werden. Solche Rückschläge bieten weiterhin ideale Möglichkeiten, um Positionen aufzubauen.

US-Aktien mit hohem Kurs/Gewinnverhältnis



Quelle: Bloomberg

Wenig Freude haben Investments in den Schwellenländern in 2021 gebracht. Kurzfristig zeichnet sich auch noch keine Besserung ab. Ein stärker werdender US-Dollar und eine restriktivere Geldpolitik seitens der heimischen Notenbanken signalisieren schwierige Rahmenbedingungen. Wenig hilfreich sind zudem die regulatorischen Eingriffe der chinesischen Staatsregierung in den Technologiesektor und die Umverteilung der Konzerngewinne unter dem Deckmantel ‚Wohlfahrt für Alle‘. In dem niedrigen Kurs/Gewinnverhältnis von nur 12 für 2022 spiegeln sich diese Probleme jedoch bereits wider.

Auch wenn für den Gesamtmarkt das Kurspotential begrenzt ist, gibt es eine Reihe von Investmentthemen mit attraktiven Perspektiven. Zu den drei wichtigsten zählt weiterhin der Technologiesektor mit einer Bandbreite von Computerchips über Digitalisierung & Künstliche Intelligenz bis hin zur Automatisierung & Robotik. Ein vergleichsweise neues Megathema ist der Klimaschutz. Zuletzt wurden immer ehrgeizigere CO₂-Einsparziele verkündet, die nur mit immensen Investitionen zu erreichen sind und somit über Jahre, wenn nicht Jahrzehnte, überdurchschnittliches Wachstum versprechen. Vorsicht ist allerdings in den Bereichen „Wasserstoff“ und „E-Mobilität“ angebracht. Dort ist bereits eine Kursblase entstanden, die stark an die TMT-Blase um das Jahr 2000 erinnert. Langfristig vielversprechend bleibt auch der Gesundheitssektor, der von einer alternden Bevölkerung profitiert, seit Beginn der Pandemie jedoch mit Einschränkungen zu kämpfen hatte. Hier sind deshalb die Bewertungen vielfach besonders attraktiv geworden.

Bewertungsrelationen im historischen Vergleich

Region		Kurs/Gewinn-Verhältnis	Kurs/Umsatz-Verhältnis	Kurs/Buch-Verhältnis	Dividenden-Rendite	Anleihenrendite
Deutschland	2022	13,50	1,10	1,70	2,90%	-0,40%
	historisch	14,20	0,70	1,70	2,70%	5,90%
Europa	2022	14,90	1,50	1,85	3,10%	0,10%
	historisch	14,00	1,10	1,70	4,00%	7,50%
USA	2022	20,10	2,70	4,10	1,50%	1,35%
	historisch	15,20	1,40	2,50	2,90%	6,30%
Schwellenländer	2022	12,20	1,30	1,60	3,00%	4,50%
	historisch	13,20	1,20	1,60	2,40%	9,00%
Japan	2022	13,10	0,90	1,20	2,40%	0,05%
	historisch	21,00	0,80	1,60	1,30%	2,60%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Alles eine Frage der Zeit

„Wer gut schlafen will, kauft Anleihen. Wer gut essen will, kauft Aktien“, sagte einst André Kostolany. Hintergrund für seine Überlegungen war, dass Anleihen fixe Erträge abwerfen. Dies hat sich jedoch geändert: Anleihen erwirtschaften seit vier Jahren keinen Zins mehr. Werfen wir daher einen Blick auf die Risiken von Aktien und Anleihen. Die meisten Marktteilnehmer verstehen unter „Risiko“ die Wahrscheinlichkeit eines Verlusts bei einem Investment. Da Aktien starken Kursschwankungen unterliegen, werden sie entsprechend auch als „riskante Anlageform“ wahrgenommen. Auf kurze Sicht sind Anleihen tatsächlich weniger schwankungsanfällig als Aktien und geben dadurch ein Gefühl der Sicherheit. In der Rückschau auf die letzten 30 Jahre konnte man mit Bundesanleihen eine gute Rendite von 5% – vor Inflation – erwirtschaften. Noch besser wäre es mit deutschen Standardaktien (DAX Index) gelaufen. 8% Rendite pro Jahr konnte der Langfristinvestor mit Aktien erzielen. Damit hätte sich ein Kapitaleinsatz in 30 Jahren verzehnfacht. Schlussendlich haben selbst große Krisen – Dotcom-Blase, 9/11, Finanz- und Eurokrise, Corona-Pandemie – der langfristigen Wertentwicklung von Aktien nicht geschadet.

In die Zukunft blickend wird es mit Zinsanlagen kaum möglich sein, die eigene Kaufkraft zu halten. Seit drei Jahrzehnten sinken die Zinsen, mittlerweile liegen sie bei unter 0%. Gleichzeitig springt die Teuerungsrate auf den höchsten Stand seit fast 30 Jahren – mit entsprechend gravierenden Inflationsrisiken für Anleihen.

Geduld mitbringen

Während Anleihen also mit zunehmender Zeitdauer durchaus erheblichen Risiken unterliegen, sinken diese bei Aktien über die Zeit. Das Risiko wird bei Wertpapieren rechnerisch durch die Volatilität bestimmt. Aktien schwanken etwa 20% pro Jahr um ihren Mittelwert. Ihr Schwankungsrisiko ist etwa drei bis fünf Mal höher als das von Anleihen. Wenn nun ein Anleger seinen Anlagehorizont von einem Jahr auf zehn Jahre erweitert, so vermindert er sein Risiko um 80%.

Neben dem Diversifikationspostulat spielt also auch die Zeit eine entscheidende Rolle für den Anlageerfolg. Gerade bei Aktieninvestments ist der Zeitgedanke fundamental, denn ohne Geduld geht es nicht. Kostolany formulierte dies so: „Man macht das Geld nicht so sehr mit dem Kopf, sondern mit dem Sitzfleisch“.

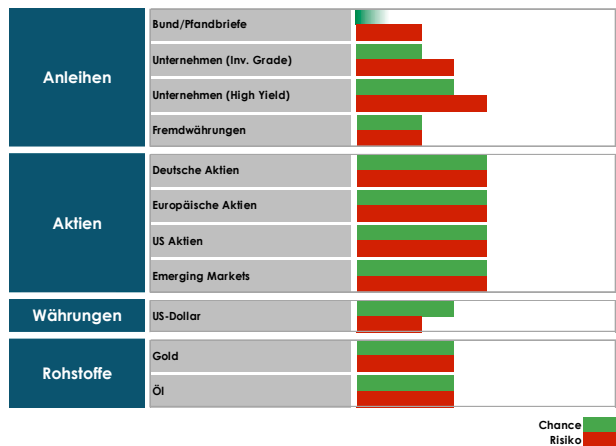
Anlagestrategie

Auf den ersten Blick verspricht das neue Jahr den Anlegern viele Risiken und wenig Chancen. So setzen die höchsten Inflationsraten seit 30 Jahren die Notenbanken unter Handlungsdruck, während gleichzeitig die vierte Pandemiewelle über unser Land zieht. Auch geopolitisch baut sich zurzeit erhebliches Konfliktpotential auf, was zusätzlich für Unsicherheit sorgen könnte.

Dennoch bleiben wir optimistisch für Sachwerte wie Aktien gestimmt. Eine längere Phase der Stagflation erwarten wir nicht. Anleger müssen sich allerdings auf wieder zunehmende Kursschwankungen einstellen. Doch gerade hierdurch ergeben sich voraussichtlich gute Möglichkeiten zum Auf- bzw. Ausbau des Aktienanteils. Es kann sich also durchaus lohnen, vorübergehend eine etwas höhere Liquiditätsposition zu halten. Das leichte Geld wurde jedoch schon in der Phase nach dem Corona-Crash verdient. Vor dem Hintergrund einer voraussichtlich weniger expansiven Geldpolitik in den USA sollten Investoren wählerischer bei der Auswahl der Anlagen sein. Wir bevorzugen Qualitätsunternehmen mit überdurchschnittlicher Profitabilität. Aussichtsreich sind weiterhin auch langfristige Investmentthemen wie Technologie, Klimaschutz und Gesundheit.

Trotz der geringen Verzinsung sollten solide Anleihen nicht gänzlich außen vor bleiben. Neben Gold leisten sie einen wichtigen Beitrag zur Reduzierung des Portfoliorisikos.

Chance/Risiko-Profil der Anlagesegmente



Wir wünschen allen Lesern ein gesundes, glückliches und erfolgreiches Jahr 2022.

München, im Dezember 2021

FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

Kaufingerstraße 12 · 80331 München · Tel. (089) 2 91 90 70 · Fax (089) 2918 05 · 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 Tätigkeit sonstiger Transaktionen bzw. Rechtsgeschäfte. Die Ausarbeitung allein stellt auch keine Empfehlung dar und hat keinerlei Beratungskarakter in irgendeiner Form. Die diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach persönlichen Anlagezielen und der Finanzsituation für bestimmte Anleger ungeeignet sein. © 2021