

1. Überblick

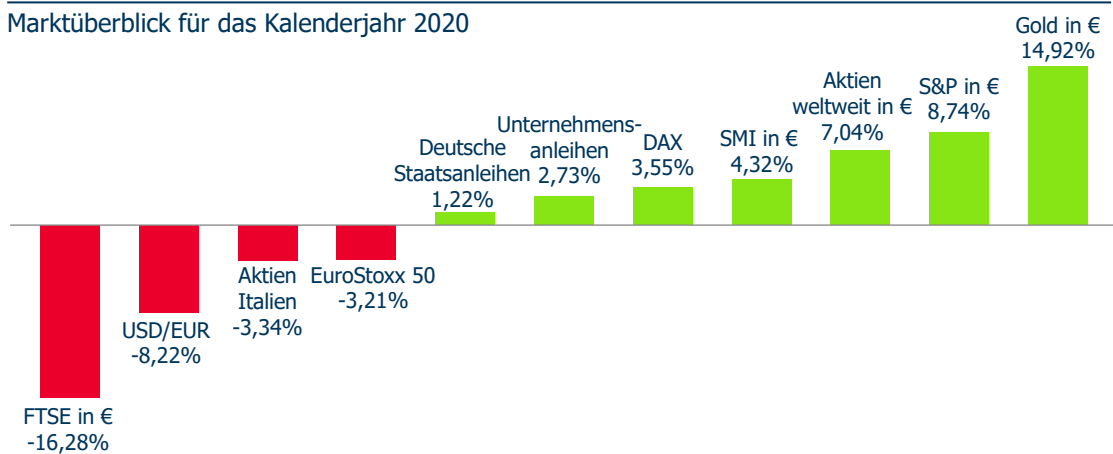
Selten gab es ein Jahr, welches unter einem so massiven Einflussfaktor stand, wie das Jahr 2020. Die COVID-19-Pandemie war das Thema des ganzen Jahres – so auch im 4. Quartal. Die erwartete zweite Welle erreichte Europa, Lockdowns waren in den verschiedenen Ländern unvermeidbar. An den Märkten setzte sich dagegen die freundliche Entwicklung fort, nachdem die US-Wahlen für ein klares Ergebnis und kein Chaos gesorgt hatten. Positive Impfstoffnachrichten, erste Impfungen und zu guter Letzt sogar ein BREXIT-Abkommen rundeten das Jahr 2020 ab. Die Folge aus diesen positiven Nachrichten war eine deutliche Branchenrotation zu den zyklischen und eher unterbewerteten Titeln und Branchen, in der sich eine Normalisierung im laufenden Jahr widerspiegelte. Welche Lehren nehmen wir aus einem solch außergewöhnlichen Jahr mit, bevor wir weiter auf das Jahr 2021 schauen? In zehn Punkten haben wir die aus unserer Sicht wichtigsten einmal für Sie zusammengefasst:

1. „Schwarze Schwäne“ – unvorhergesehe Ereignisse existieren – auch in Wirklichkeit.
2. „Don't fight the FED“ – im Notfall stehen die Zentralbanken bereit und unterstützen.
3. „Kaufen, wenn die Kanonen donnern“ und nicht verkaufen!
4. Der Konjunkturzyklus funktioniert, auch in einer Pandemie – nur schneller.
5. Ökonomische Lehrmeinungen entwickeln sich, sind flexibel und nicht fix für Kapitalmärkte.
6. Wissenschaftsbasierte Kompetenz schlägt Populismus, wenn es darauf ankommt.
7. Die Verschiebung der Wirtschaftskraft nach Asien ist nicht aufzuhalten.
8. Die EU braucht erst einen Notfall, um sich richtig zusammenzurufen.
9. Nachhaltigkeit ist nicht nur ein Wort, sondern wird Gesetz und erreicht jetzt endlich alle.
10. Arbeiten von zu Hause funktioniert – sogar in Deutschland.

Was haben wir aus dem Jahr 2020 lernen können?

Diese Punkte sind natürlich nicht allumfassend, aber unser subjektiver „Jahresrückblick 2020“ und die Erkenntnisse aus einem besonderen Kapitalmarktjahr.

Marktüberblick für das Kalenderjahr 2020



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Auf den folgenden Seiten möchten wir Ihnen unseren Ausblick auf das Jahr 2021 und die sich auch durch die COVID-19-Pandemie verändernde Investmentlandschaft geben. So wird das Thema Liquidität eines der zentralen Themen sein mit seinen Auswirkungen auf die Bewertungsniveaus von Anlageklassen und möglicherweise auch der mittelfristigen Gefahr steigender Inflationsraten. Verschiedene angestoßene Prozesse, wie die Neuausrichtung der Globalisierung mit ihren Auswirkungen auf Handelsströme, die durch Corona bedingten Entwicklungsprozesse, z.B. in der Digitalisierung oder bei den nachhaltigen Anlagen, werden uns im neuen Jahr begleiten. Leider stellen wir einen großen Konsens in der Investmentgemeinschaft fest, wenn wir durch die verschiedenen Jahresprognosen schauen. Deshalb sollte uns der Ausspruch von Donald Rumsfeld (ehemaliger US-Verteidigungsminister) „There are known knowns ... But there are also unknown unknowns“, wachsam halten und neugierig auf die „unbekannten Unbekannten“ im Jahr 2021 sein lassen. Wir glauben aber, dass Vieles zumindest zu Beginn des neuen Jahres für mehr Chancen an den Kapitalmärkten spricht, sodass Aktien, wie auch Unternehmensanleihen weiter gute Performancemöglichkeiten bieten sollten. Diese Gelegenheiten wollen wir auch im Jahr 2021 wieder für Sie nutzen.

Das Jahr 2021 bietet mehr Chancen als Risiken.



2. Unsere Einschätzungen für 2021

- 2020 war das Jahr der COVID-19-Pandemie und der Rezession, 2021 steht für Zuversicht, dem Zeichen des Aufschwungs und der Impfung gegen das Virus.
- Das billige Zentralbankgeld sollte die globale wirtschaftliche Erholung unterstützen und dafür sorgen, dass wir nach nur wenigen schwierigen Quartalen in einen Aufschwung eines neuen Konjunkturzyklus einmünden.
- Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich im 1. Quartal fort, der im Jahr 2020 aufgebaute Nachholbedarf sollte die Nachfrage im Jahr 2021 ankurbeln.
- Die Schuldenniveaus in allen Ländern gehen massiv in die Höhe, sollten aber bei dem aktuellen Zinsniveau kein Problem ergeben, solange massive Inflationstendenzen ausbleiben, gegen die die Notenbanken mit Zinserhöhungen vorgehen müssten.
- Die Kontrolle der Zinsstrukturkurve (implizite „Yield Curve Control“) sowie die Gelddruckprozesse der Notenbanken halten weiter an.
- Das Zinsniveau bleibt auf Jahre sowohl in den USA als auch in Europa auf einem niedrigen Niveau und wird die Bewertungsniveaus bestimmter Anlageklassen erhöhen.
- Die Diversifikation der Vermögensklassen untereinander können insbesondere Anleihen in Bezug auf Stabilität und Absicherungscharakter nicht mehr in dem Ausmaß erfüllen wie in der Vergangenheit.
- COVID-19 wird Mitte des Jahres – Stand heute – für die Märkte keine Rolle mehr spielen.
- Die bestehenden Konflikte zwischen den USA, China und Europa gehen auch mit Joe Biden weiter, allerdings in einem konstruktiven Ton. Sie bleiben die größten geopolitischen Risiken für die Märkte.
- Asien ist die Wachstumsregion in der Welt, auch wenn sich Europa gegenüber den USA überdurchschnittlich im Jahr 2021 erholen könnte – China muss als Verhandlungspartner auf Augenhöhe mit den USA eingestuft und international noch stärker eingebunden werden.
- Digitalisierung und Nachhaltigkeit sind durch COVID-19 verstärkte Trends, die auch 2021 disruptiv in vielen Bereichen wirken und Veränderungsprozesse auslösen werden.
- Die Volatilität bleibt uns erhalten und bietet gute Chancen für Einstiegsmöglichkeiten.

Anleihen: Die Wahl zwischen Risiko und sicherem Verlust!? Auch im Jahr 2021 werden die globalen Notenbank-Interventionen das Aufwärtspotenzial der Markttrenditen eingrenzen. Wir erwarten aber graduell ansteigende Renditen aufgrund fortschreitender Konjunkturerholung. Aktives Management sollte sich im laufenden Jahr besonders auszahlen.

Aktien: Die Aufwärtsbewegung der zyklischen Werte sowie value- und dividendenlastiger Aktien sollte Anfang des neuen Jahres weitergehen. Besonders unsere drei Zukunftsfelder „Gesundheit“, „Umwelt & Wasser“ und „Informationstechnologie“ werden auch im neuen Jahr im Fokus stehen und eine langfristige Überperformance generieren.

Substanzanlagen: Gold wird nach einer durch Überoptimismus ausgelösten Schwächeperiode im 4. Quartal auch im Jahr 2021 seine Aufwärtsrichtung aufgrund der weiter expansiven Politik der Notenbanken fortsetzen. Es ist und bleibt ein wichtiger strategischer Teil im Portfolio.

Währungen: Im Jahr 2020 konnte der Euro gegenüber fast allen Währungsräumen der G10-Nationen zulegen und hatte somit Verluste für den Euroinvestor zur Folge. Unser Kursziel für den USD/EUR von 1,20 wurde erreicht bzw. leicht übertroffen. Für 2021 erwarten wir eine neue Handelsspanne von 1,15 – 1,25 USD/EUR.

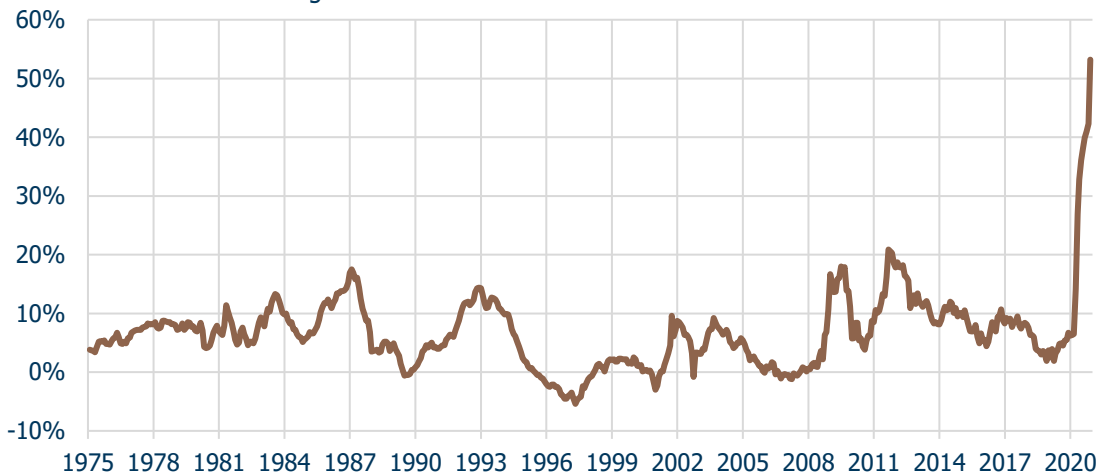
3. Bericht vom Markt

3.1 Liquidität – der Markttreiber?

Der wichtigste konjunktur- und börsenbeeinflussende Faktor dürfte die weitere Entwicklung der aktuellen Geldmenge sein. Besonders die amerikanische Geldmenge M1, die das Bargeld und die Ersparnisse mit sofortiger Zugriffsmöglichkeit abbildet, wird derzeit mit den höchsten Zuwachsraten, die es jemals gab, angekurbelt (siehe Grafik).



Wachstumsrate US-Geldmenge M1 in %



Quelle: Bloomberg

Entfaltet das Ansteigen der Geldmenge die erhoffte Wirkung und wenn ja, welche Anlageklassen profitieren davon am meisten? Dieses Thema möchten wir näher beleuchten, da es die Grundlage für eine weiterhin freundliche Börse auch im Jahr 2021 sein könnte.

Die Liquidität, um die es hier geht, stammt aus den Bilanzen der Zentralbanken. Sie dient grundsätzlich dazu, Finanztransaktionen bzw. Investitionen von Wirtschaftsakteuren anzuregen. Wenn also das Angebot an Transaktionswährung im Verhältnis zu einer bestimmten Reihe von Investitionsmöglichkeiten wächst, sollten mit zunehmendem Angebot dieser „Währung“ auch die Finanzierungskosten sinken. In der Fortfolge verändern sich auch die Bewertungen von Vermögensgegenständen und somit in der Regel deren Preise. Wie aber kontrollieren die Zentralbanken die Bereitstellung der Liquidität über Ihre Bilanzen? Sie können das System mit Liquidität „fluten“, indem sie am freien Markt Wertpapiere kaufen („Quantitative Easing“) oder dem System Liquidität entziehen, indem sie im Bestand befindliche Wertpapiere verkaufen bzw. bei Anleihen diese einfach zum Laufzeitende auslaufen lassen, ohne sie neu zu investieren („Quantitative Tightening“). Der Bedarf an Liquidität für Transaktionen wächst, wenn die Wirtschaft anzieht. So wird die Überwachung des Angebots zu einem dynamischen Prozess der Zentralbanken.

Aber welche Auswirkung auf die Kapitalmärkte hat die Liquiditätsbereitstellung? Die Quantifizierung der Auswirkung der Liquidität auf risikoarme und riskante Vermögenswerte, wie bspw. Aktien, ist schwierig. In der Forschung hat sich der kleinstmögliche Konsensus gebildet, dass der Kauf von Vermögenswerten der Zentralbanken die Preise der Vermögenswerte besonders beeinflusst, die die Zentralbanken am meisten kaufen. Eine Wirkung auf alle anderen Anlageklassen kann aufgrund von Zweiteffekten/Folgewirkungen nicht mit absoluter Sicherheit vorhergesagt werden.

Es bleiben also die Erfahrungen und die Beobachtungen aus Marktphasen, in denen große Volumina dem Markt entzogen bzw. hinzugefügt wurden. Schaut man beispielsweise auf das 3. Quartal 2019, so sind die deutlich negativen Auswirkungen der Reduzierung durch die FED auf die Finanzierungsbedingungen sehr gut sichtbar gewesen. Umgekehrt freuten sich Aktieninvestoren, als die FED im 4. Quartal 2019 eine 180-Grad-Wende ihrer Politik vollzog, massiv Liquidität in den Markt pumpte und damit auch die Finanzierungsbedingungen am Markt verbesserte.

Im Jahr 2020 führten die Zentralbanken der G10-Staaten bis zum Jahresende allein durch den Kauf von Staatsanleihen den Märkten 4 Billionen USD zu. Die Vorstellung, dass diese Aktionen keine weitreichenden Wirkungen auf die Vermögenspreise hatten, fällt angesichts der Entwicklung vieler Risikoanlageklassen wie z.B. der Aktienmärkte schwer. Natürlich gehört die Anreizschaffung, dass die Marktteilnehmer die verfügbaren Mittel auch investieren können und wollen, ebenfalls dazu. Diese war im Jahr 2020 sicherlich die überraschend starke Erholung der Wirtschaftstätigkeit von einem niedrigen Ausgangsniveau im 1. und 2. Quartal. Auch die risikofreien Zinssätze von Null oder unter null Prozent gehörten dazu und sorgten für niedrige Finanzierungskosten. Sammelt sich allerdings zu viel Bargeld an, lässt der Anreiz die überschüssige Liquidität zu investieren, nach. Für das neue Jahr kann davon ausgegangen werden, dass noch einmal 2,8 Billionen USD nur für Käufe von Staatsanleihen über die Zentralbanken der G10-Staaten in den Markt gepumpt werden. Dieses ist historisch weiterhin überdurchschnittlich viel, auch wenn weniger als im vergangenen Jahr. Natürlich muss diese Liquidität nicht sofort in die Finanzmärkte gelangen, was auch im Jahr 2020



nicht der Fall war. Die 4,5 Billionen USD, die aktuell in US-Geldmarkt-Fonds gehalten werden, sind Ausdruck dafür. Sollte allerdings die begonnene Wirtschaftserholung die Erwartungen der Marktteilnehmer übertreffen, wäre ausreichend viel Liquidität vorhanden, die dann in risikoreiche Anlagen fließen könnte. Börsenzyklen sind dadurch gekennzeichnet, dass besonders am Anfang eines Konjunkturzyklus die Aktienkurse sehr positiv überraschen. Dieser Vorlaufeffekt wird mit der vorhandenen Liquidität ebenfalls gefördert. Dagegen lässt dieser Effekt in Konjunkturhochzeiten – bei dann positiven Gewinnmeldungen – nach und die Aktienkurse reagieren eher verhalten. Ein Grund dafür liegt im Verhalten der Zentralbanken, die im Konjunktur-Boom bei steigenden Inflationsraten diese dann mit höheren Zinsen und einer damit verbundenen Verknappung der Liquidität bekämpfen. Die Gefahr steigender Zinsen räumten die Notenbanken in letzter Zeit aus, als sowohl FED als auch EZB deutlich gemacht haben, dass sie auch bei besserer Konjunktur und damit anziehenden Inflationsraten an ihrer Politik der historisch tiefen Zinsen vorerst festhalten wollen.

Wir rechnen bis übernächstes Jahr mit weiteren Gelddruckaktivitäten der Notenbanken. Diese werden mit der Begründung gerechtfertigt, dass die aktuell hohe Verschuldung bei einer zu frühen Rücknahme der Konjunktur-Stimulation einen zu heftigen Wirtschaftsrückschlag auslösen könnte, den das Gesamtsystem nicht verkraften würde. Der Zins ist weitestgehend „verschwunden“ und die Liquidität umso mehr vorhanden. Bezüglich der Weltwirtschaft bleiben wir ebenfalls positiv, da die nächste Phase der V-förmigen Erholungsbewegung eintreten sollte. Wir erwarten eine globale und synchrone Erholung, die sogar stärker ausfallen könnte als die im Konsens erwarteten 5,3%. Grund dafür sind die guten Impfstoffnachrichten und die oben genannten außerordentlichen politischen Anreize, die den Risikoappetit der privaten Unternehmen in keiner Weise stark gedämpft haben. Kurzfristig könnten die steigenden COVID-19-Zahlen zu strengeren Beschränkungen führen und den Markt kurzfristig belasten. Dies sollte sich aber spätestens im 2. Quartal umkehren. Auch sehen wir eine starke Erholung des Wachstums in den Emerging Markets, welches mit der verbesserten Situation in Bezug auf COVID-19 zusammenhängt. Die letzten acht Jahre litt ein Großteil dieser Länder an strukturellen Problemen wie Handelsspannungen, Rohstoffpreisentwicklungen und USD-Stärke, die sich aber langsam auflösen. Auch die US-Wirtschaft sollte im Laufe des Jahres 2021 das Niveau von vor der Corona-Pandemie erreichen. Trotz allem wird die Geld- und Fiskalpolitik im Gegensatz zum Jahr 2019 expansiv ausgerichtet bleiben müssen. Wir halten somit nach einem abnormalen Jahr 2020 in diesem Jahr die Rückkehr zu normalen Bedingungen mit der Erholung des Wirtschaftswachstums, der Verbesserung der Virusbekämpfung und der Reduktion von Unsicherheitsfaktoren für sehr wahrscheinlich. Diese Bedingungen sollten für Aktien und Unternehmensanleihen als interessanteste Anlageklassen sprechen. Gold sollte weiter als Sicherheitsanker und Substanzinvestment seine Berechtigung haben. Die Risikobereitschaft wird eine unabdingbare Voraussetzung für das Erzielen positiver Renditen sein.

3.2 USA: Senatswahl Georgia und die Zeit nach Trump

Nachdem Joe Biden's Demokraten es geschafft haben, die zwei Senatsposten in Georgia für sich zu gewinnen, erreichen sie damit die Kontrolle über den Senat in den USA unter Mitwirkung der neuen Vizepräsidentin Kamala Harris, die bei einer 50 zu 50 Pattsituation die entscheidende Stimme innehat. Eine solche Mehrheit, wenn auch hauchdünn, wird die Arbeit und die Möglichkeiten für das Durchsetzen der wichtigsten Vorhaben Joe Biden's in den Bereichen Steuern, Gesundheit und Klima bis zu den Midterm-Wahlen im Jahr 2022 deutlich erleichtern. Nach den Ausschreitungen in Washington DC bleibt es abzuwarten, wie sich die politische Lage in den USA entwickelt.

Kurzfristig erwarten wir aufgrund des am Jahresende im Kongress beschlossenen Corona-Konjunkturpakets im Umfang von USD 900 Milliarden eine Erholung der US-Wirtschaft noch in diesem Jahr. Dabei werden die ansteigenden COVID-19-Zahlen in den ersten zwei Monaten vermutlich noch dämpfend wirken. Einige Bundesstaaten beschließen derzeit wieder starke Einschränkungen im öffentlichen Leben. Wir nehmen an, dass ab März/April 2021 die Kombination aus dem Einsatz des Impfstoffs und den witterungsbedingten Verhältnissen die Zahlen deutlich sinken lassen sollten. Unsicherheit besteht darin, ob der Präsident Joe Biden beim Kampf gegen die Pandemie stärker auf wirtschaftliche Einschränkungen setzt. Sollte das der Fall sein, könnte dies ebenfalls kurzfristig belasten, dafür aber anschließend ein schnelleres Lockern erlauben. Da die USA wirtschaftlich weniger stark im letzten Jahr eingebrochen war, dürfte die Erholung weniger spektakulär ausfallen. Dies täuscht aber nicht darüber hinweg, dass die US-Wirtschaft ihr Vorkrisenniveau schneller wieder erreichen wird als die Eurozone. Wir erwarten dies bereits 2021, während Europa erst im Jahr 2022 dieses Niveau wieder erreichen könnte. Ohne den massiven

Einsatz der Fiskalpolitik wäre dieses nicht möglich. Doch alles hat seinen Preis. Das US-Haushaltsdefizit wird sich auf ca. 15% des BIPs belaufen. Ein hoher Wert, der in der Historie eher in Nachkriegszeiten zu beobachten war und auf Dauer schrittweise abzubauen ist.

3.3 *Eurozone: Unsicherheiten reduziert – Zeit für Wachstum*

Nachdem in förmlich letzter Minute ein Abkommen zum BREXIT mit Großbritannien erzielt werden konnte und im Vorfeld auch Unstimmigkeiten in der EU zu dem EUR 1,85 Mrd. Nothilfe-Programm mit Polen und Ungarn geklärt werden konnten, haben sich verschiedene Unsicherheits- und Belastungsfaktoren aufgelöst. Diese waren neben den härteren Beschränkungen im Zuge der Entwicklung von COVID-19 die Hauptgründe im Jahr 2020, warum die Eurozone deutlich schlechter abschnitt als die USA. Andererseits baut sich für das Jahr 2021 deutlich mehr Erholungspotenzial auf, nachdem Europa als Exportweltmeister von dem weltweiten Zusammenbruch im März/April besonders hart getroffen war. Hinzu kommt die Möglichkeit mit Joe Biden zu einer verlässlicheren Außen- und Handelspolitik zurückzukehren. Das Abkommen der EU mit Großbritannien schafft ebenfalls mehr Planungssicherheit für Unternehmen beiderseits des Ärmelkanals und sollte zu einem überdurchschnittlichen Wachstum in Europa beitragen.

Die von Deutschland immer abgelehnten Eurobonds werden durch die Schuldenaufnahme der EU de facto durch die Hintertür eingeführt. Die EU-„Verschuldungsunion“ hat damit ihren nächsten Schritt getan und die Zinshöhen der einzelnen Mitgliedsstaaten dokumentieren dieses eindrucksvoll. Die europäischen Notenbanken haben damit erkannt, dass ein Rubikon überschritten wurde, der eine Rückkehr zu soliden Verhältnissen schwerlich und vermutlich nur über ein wirtschaftliches und politisches Desaster möglich macht. Dies ist weder von den Politikern noch von den Notenbankern gewollt. Eine anziehende Inflation würde die entstandene Situation deutlich dramatisieren, welche derzeit aber noch nicht in Sicht ist. Die Notenbanken haben sich Spielraum gelassen, sollten die Raten einmal oberhalb der avisierten Größe von 2% liegen. Kurzfristig und mittelfristig bietet diese Situation besonders für Risikoinvestments in Europa Chancen, langfristig wird man allerdings genau beobachten müssen, wie sich die Gesamtsituation entwickelt.

3.4 *China: Profiteur und strategischer Planer*

China hat es im Jahr 2020 durch viele strikte Maßnahmen und Regeln geschafft, das COVID-19 Virus unter Kontrolle zu bringen und somit nur eine Welle zu erleben. Ermöglicht wird dies durch die zentrale Steuerung von praktisch allen Aspekten des öffentlichen und geschäftlichen Lebens Chinas aus Peking heraus. Diese Struktur hat in Krisenfällen, wie die einer Pandemie, ihre Vorteile in Form von Schnelligkeit und Konsequenz der Umsetzung gezeigt, was China einen zeitlichen und wirtschaftlichen Vorteil beschaffen hat. Es war damit eines der wenigen Länder im vergangenen Jahr mit positivem Wirtschaftswachstum. Durch den neuen asiatischen Handelspakt RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership) wurde unter Chinas Führung im 4. Quartal 2020 ein neuer Wirtschaftsraum für 2,2 Mrd. Menschen und einem Bruttoinlandsprodukt von einem Drittel der Weltwirtschaft geschaffen. China und die anderen asiatischen Länder werden allein durch den sukzessiven Wegfall von ca. 90% aller Zölle in dieser Zollgemeinschaft ein überdurchschnittliches Wachstum erreichen können.

Mit seinen strategischen Planungen zeigt das Land weiterhin Weitblick, so wird seit 1953 ein regelmäßig erneuerter Fünfjahresplan verfolgt. Für den erst kürzlich verabschiedeten Plan in der Periode 2021 – 2025, sowie auf die langfristige strategische Planung mit der Vision 2035, lohnt sich ein Blick auf die vier Kernbotschaften zu werfen:

1. Qualität vor Quantität: Ziel ist es mit durchschnittlich 4,5% bis 2035 zu wachsen, entgegen den 6,5% pro Jahr der vergangenen fünf Jahren. Dieser Prozess wird fließend und schrittweise voranschreiten, sodass in den nächsten Jahren mit ca. 5,5% zu rechnen ist.

2. Weitere Öffnung: China möchte sich neben einer eigenständigen Wirtschaft weiter öffnen und so stärker von den internationalen Märkten profitieren. Eine Öffnung der Finanzmärkte und eine Verbesserung der internationalen Zusammenarbeit wird angestrebt.

3. Technologie und Innovation: Die Regierung in Peking sieht dies als klare nationale und strategische Säule. Unabhängigkeit, besonders in den Bereichen „Quantentechnologie“ und „Künstliche Intelligenz“, ist das angestrebte Ziel.

4. Umwelt: Im Jahr 2060 möchte China CO₂-neutral sein. Es ist somit davon auszugehen, dass hier in Zukunft höhere Standards für Umweltschutz gesetzt werden und somit die Nachfrage nach Investitionen und entsprechender Ausrüstung steigt.

Hierbei wird vor allem deutlich, dass China in Zukunft eine Führungsrolle im Bereich Technologie und Innovation anstrebt und dabei unabhängig sein will. Peking ist sich wahrscheinlich bewusst, dass die Beziehung zu den USA auch mit der neuen Regierung in der Kommunikation zwar besser, aber im Grundsatz nicht anders als unter Trump, sein wird.

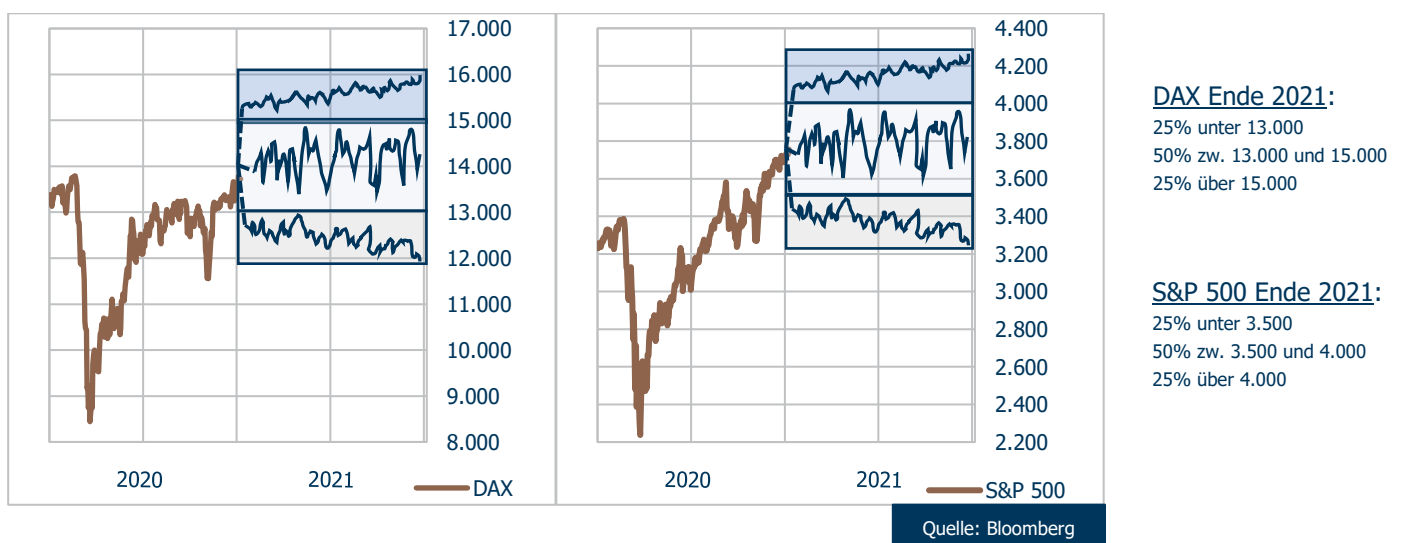
China sollte und wird vermutlich zukünftig von der internationalen Weltgemeinschaft als eine der führenden Weltmächte betrachtet werden müssen. Eine stärkere internationale Einbindung ist die Folge daraus. Die Bedeutung, das Wachstum und auch die Größe des Landes ist zu wichtig, sodass es sich niemand erlauben kann, dieses zu ignorieren.

4. Aktienmarkt

4.1 *Dem Zyklus vertrauen*

Nach einem sehr intensiven und volatilen Börsenjahr 2020, welches die von uns betreuten Portfolios gut überstanden haben, richtet sich der Blick auf ein hoffentlich besseres und normaleres Jahr 2021. Während Kapitalströme, Stimmungen und Positionierungen kurzfristig die Aktienkurse dominieren, wird der Wert einer Aktie letztlich durch Gewinne und Bewertungen bestimmt, die stark abhängig von der Höhe der Zinssätze sind. Die Zinsen werden – so wissen wir – auf lange Zeit niedrig bleiben. Hinzu kommen seit Dezember 2020 wirksame Impfstoff-Präparate, die für das vollständige Öffnen der Wirtschaft noch in diesem Jahr sorgen sollten. Trotz dieser guten Nachrichten befürchtet man, dass der Impfstoff erst in 3-4 Monaten für die Massenverteilung bereit ist und bis dahin die Anzahl der an COVID-19 Infizierten weiter zunehmen wird.

Mit Blick auf das ganze Jahr sind wir positiv für die Märkte gestimmt. Da die Marktentwicklung, die wir zu Beginn des Berichts beschrieben haben, mit einem neuen Konjunkturzyklus zusammenfällt, besteht die Chance, dass die Marktphase etwas länger anhält. Somit erwarten wir besonders für die zyklischen Märkte – wie den DAX – auf Sicht der nächsten zwölf Monate eine gute Aufwärtsentwicklung. Neben zyklischen und zurückgebliebenen value- und dividendenorientierten Werten können wir uns vorstellen, dass auch von den Emerging Markets abhängige Titel und Mid-Cap-Werte besonders von dieser Marktphase profitieren. Diese werden wir mit Blick auf Umschichtungen in den Portfolios stärker berücksichtigen. Ebenfalls könnte sich eine Verschiebung aus den, am Kurs-/Gewinn-Verhältnis gemessen, teuren US-Wachstumsunternehmen in die eher günstigen europäischen Märkte ergeben. Somit dürfte sich der im Schnitt geschätzte Kursgewinn von knapp 9% für den DAX, der in seiner Struktur mit der stark zyklischen Komponente am ehesten in Richtung der favorisierten Dividenden- und Valuetitel tendiert, eventuell als zu konservativ erweisen. Wir können uns Kurse von deutlich über 15.000 Punkten für den DAX und über 4.000 Punkte für den S&P 500 vorstellen.



4.2 *Neuordnung der Anlagewelt und fortschreitende Transformation*

Global erwarten wir durch die COVID-19-Pandemie eine Neuordnung der Anlagewelt. Rückt man von der reinen Indexbetrachtung ab, werden besonders zwei große Entwicklungen voranschreiten.

Auf der einen Seite werden geopolitische Veränderungen erneut Fahrt aufnehmen. Diese werden dazu führen, dass China und USA als entgegengesetzte Pole neue globale Lieferketten entwickeln. Dies erscheint uns weniger eine Deglobalisierung zu sein als vielmehr eine Welt, die sich an neue Verhältnisse anpasst. Für exportlastige Regionen, Länder und auch Unternehmen wird es somit zukünftig stärker um Resilienz als um Effizienz gehen. Eine Diversifikation der Anlageseite ist damit zwingend erforderlich. Der Fokus auf das starke Wachstum in Asien und den Emerging Markets sollte sich in der Auswahl der Aktien widerspiegeln. Wir werden dies weiter mit Unternehmen umsetzen, die eine starke Umsatzabhängigkeit in den genannten Regionen haben.

Auf der anderen Seite verstärken sich durch die Pandemie strukturelle Trends der Transformation verschiedener Branchen und Investmentthemen. Diese werden sich besonders auf die Bereiche Nachhaltigkeit/„Umwelt & Wasser“, wie aber auch dem E-Commerce/„Informationstechnologie“ und das Themengebiet „Gesundheit“ auswirken. Hier gilt es weiter in spannende Technologie- und Gesundheitswerte zu investieren, die diese Zukunftsentwicklungen abdecken. Gleichzeitig sollten zyklische Engagements ausgewählt werden, die von dem entstandenen Nachholeffekt aus dem Jahr 2020 besonders profitieren könnten. Hierzu zählen Werte aus dem Rohstoffbereich, der Industrie und dem zyklischen Konsum.

Als größtes Risiko sehen wir die Auswirkungen einer zukünftig immer stärkeren bipolaren Welt unter den beiden Führungsnationen USA und China. Sollte sich der Konflikt auf der ideologischen Seite weiter verschärfen, droht Ländern, wie bspw. Deutschland, ein schwieriger Spagat. Es müssen Entscheidungen unter dem Druck einer der beiden großen Wirtschaftsmächte gefällt werden. Diese Gefahr darf nicht unterschätzt werden. Hier gilt es für Europa als Ganzes sich einheitlich und unabhängig nach außen zu präsentieren und weiterhin ein attraktiver Wirtschaftsraum/-partner zu sein, der neben einem eigenen starken Binnenmarkt für beide Akteure attraktiv für eine wirtschaftliche Zusammenarbeit ist.

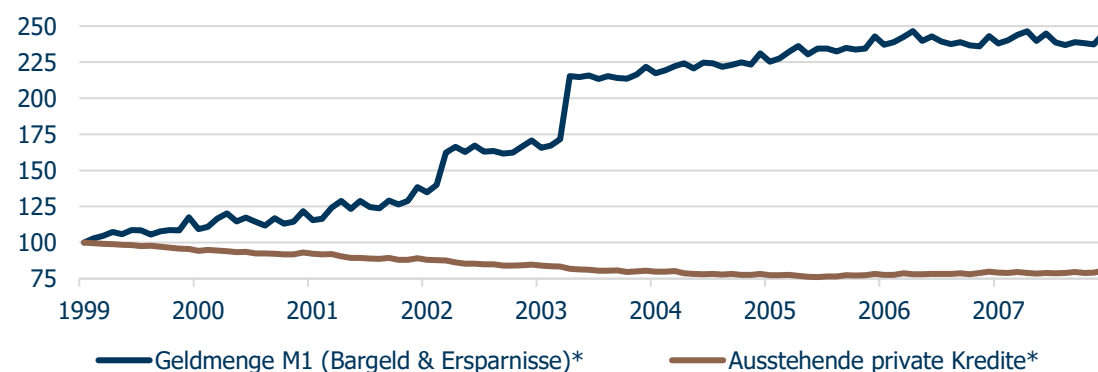
5. Anleihenmarkt

5.1 Die Wahl zwischen Risiko und sicherem Verlust

Nach dem starken Abverkauf im März 2020 konnte sich der Anleihenmarkt im Fahrwasser der massiven Stützungsmaßnahmen der Notenbanken Schritt für Schritt erholen. Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen (-0,57%) sowie zehnjähriger US-Treasuries (+0,92%) schlossen zum Ultimo deutlich tiefer als zu Beginn des Jahres 2020. Aufgrund der massiven Zufuhr von Liquidität (siehe Punkt 3.1.), begleitet von einer zu erwartenden starken Konjunkturerholung, rechnen viele Marktteilnehmer mit einem deutlichen Inflationsanstieg in diesem Jahr. Perioden hoher Inflation treten in der Regel auf, wenn zu viel Geld bzw. Kredit einer begrenzten Menge an Gütern „hinterherläuft“. Wichtiger als die Bereitstellung der Liquidität durch die Notenbanken ist aber das Verhalten der privaten Banken und Regierungen. Daher wird es wichtig sein, die Kreditvergabe der Banken sowie die fiskalpolitischen Impulse der Staaten im Jahresverlauf genau zu beobachten. Ein auffälliges Beispiel aus der Vergangenheit für die schwache Verbindung zwischen Überschussreserven und Bankkrediten sind die Erfahrungen während der "QE"-Politik der Bank of Japan in den Jahren 2001-2006. Trotz signifikanter Ausdehnung der Überschussreserven und der damit verbundenen Erhöhung der Basisgeldmenge während der Nullzinspolitik stieg die Kreditvergabe im japanischen Bankensystem nicht an.

Situation in Japan: Geldmenge M1 vs. Private Kredite

* Normiert zum 01.01.1999 auf 100



Quelle: Bank of Japan



Aktuell ist daher noch nicht mit einer ausgeprägten Inflation zu rechnen, eine milde Reflation aufgrund der niedrigen und teilweise negativen Verbraucherpreise aus dem vergangenen Jahr ist wahrscheinlicher. Das daraus resultierende Zinserhöhungspotenzial wird durch die Interventionen der Notenbanken selbst im Zuge einer konjunkturellen Erholung deutlich eingegrenzt. Viele Anleiheinvestoren werden aktuell vor eine große Herausforderung gestellt, da zur Zeit Anleihen im Gegenwert von 18 Billionen USD weltweit eine negative Nominalverzinsung aufweisen und die Markrenditen zumindest marginal zulegen könnten. Das Eingehen gezielter Risiken durch einen agilen und flexiblen Managementansatz sollte weiter präferiert werden.

5.2 *Unternehmensanleihen: Steigende Ausfallraten trotz Konjunkturerholung?*

Die „Japanisierung“ der Renditen sorgt auch bei Unternehmen für weiterhin sehr günstige Refinanzierungskosten. Allerdings sind die durchschnittlichen Finanzschulden im Unternehmenssektor auf einem Rekordhoch. Stärker anziehende Zinskosten – sei es über einen Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus oder aber durch den Anstieg der Risikoprämien („Credit Spreads“) – kann bei hoch verschuldeten Unternehmen zu gravierenden Schwierigkeiten führen. Gerade bei schwächeren Bonitäten könnte trotz einer zu erwartenden Konjunkturerholung ein erhöhter Anstieg der Ausfallraten zu beobachten sein. Dies in der Historie eher ungewöhnliche Szenario wäre eine direkte Folge der Notenbankpolitik, da sie auch nicht überlebensfähige Unternehmen (sog. „Zombiefirmen“) mit künstlich niedrigen Zinsen „über Wasser“ hält. Selektion ist weiterhin wichtig. Neben der aktiven Teilnahme an der Zeichnung von Neuemissionen bevorzugen wir als Beimischung weiterhin bessere Schuldner „im 2. Rang“ aus eher defensiven Branchen.

6. Währungen

Die Abschwächung des USD gegenüber den meisten Währungen lag überwiegend an der aggressiven Bilanzausweitung der FED, die eine deutliche Ausweitung des US-Dollar Angebotes zur Folge hatte. So verlor der USD vs. EUR im abgelaufenen Jahr rund 8%. Mit Ausnahme der Schwedischen Krone (+4%) schwächten sich nahezu alle Währungspaare der G10-Nationen gegenüber dem Euro ab, wodurch Währungsanlagen, sofern keine Kompensation durch Gold- bzw. Aktienkursanstiege stattfand, Verluste einbrachten. Nach Erreichen und Überschreiten unserer Jahresendprognose von 1,20 USD/EUR erwarten wir im Jahresverlauf eine Handelsspanne zwischen 1,15 – 1,25 USD/EUR. Am oberen Ende der Spanne können wir uns eine erhöhte USD-Gewichtung, auch im Bereich der Anleihen, durchaus wieder vorstellen.

7. Gold

Goldinvestments profitierten im letzten Jahr von der Unsicherheit der COVID-19-Pandemie und stellten ihre Krisenstabilität mit ca. 15% Zuwachs in EUR deutlich unter Beweis. Damit halfen sie den Portfolien besonders in der schwierigen Marktphase der ersten Jahreshälfte. Bezüglich ihrer Entwicklung im Jahr 2021 wird die entscheidende Frage sein, ob die Nachfrage nach Gold-ETF's von Investorensseite bei einer sich aufhellenden Markt- und Konjunktursituation weiterhin hoch sein wird. Die wichtigste Komponente für Gold, eine lockere Geldpolitik und die daraus resultierenden niedrigen bzw. negativen Realzinsen, bleibt auch in diesem Jahr erhalten. Hiervon sollte Gold als wertstabile Anlage profitieren und die Nachfrage von Investorensseite auch mittelfristig unterstützt bleiben.

Die Schmucknachfrage, die 2020 einen massiven Einbruch erfuhr, bietet deutliches Nachholpotenzial und sollte stärker anziehen. Sie könnte als Kompensator für einen möglicherweise temporär eintretenden Rückgang der Investmentnachfrage durch Umschichtungen in risikoreichere Anlageklassen dienen. China und Indien werden hier vermutlich wieder stärker als Nachfrager für die Schmuckindustrie in Erscheinung treten. Grundsätzlich bleibt die hohe Geldmenge der Treibstoff für Goldinvestments.

Von seinem Hoch von 2.075 USD/Unze verbilligte sich der Goldpreis aktuell um ca. 9%. Wir sehen gute Chancen, dass Gold aus seiner aktuellen Konsolidierung nach oben ausbrechen könnte und neue Höchstkurse erreicht. Die Angebotsseite wird weniger stark zulegen als die Nachfrageseite. Neben der zurückkehrenden Schmucknachfrage sollten auch Zentralbanken wieder zu den Käufern zählen. Hinzu kommt, dass Gold eine Krisenwährung darstellt und somit bei einer weiter steigenden Geldmenge ein sicherer und wertstabiler Anker für Investoren bleibt.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.