

Ausblick 2022: Fokus auf reale Werte

Aktien bleiben der Kernbaustein im Portfolio

Stephan Vollert und Thomas von Rohr

Zuversicht, dass das Ende der Pandemie naht, prägte das Anlagejahr und beflügelte die Stimmung an den Börsen. 2020 stand im Zeichen des Krisenmanagements. 2021 folgte der Beginn einer gewissen Normalität. Wesentlich sind die zahlreichen positiven Entwicklungen, die uns optimistisch stimmen – trotz einiger Nachwehen der Pandemie. Wirtschaft und Gesellschaft sind nachhaltig auf eigene Beine zu stellen, damit beide baldmöglichst wieder ohne Notenbanken und ohne staatliche Unterstützung florieren. Zur Bewältigung struktureller Probleme wie Altersvorsorge, Demographie und Verschuldung werden Massnahmen unumgänglich sein.

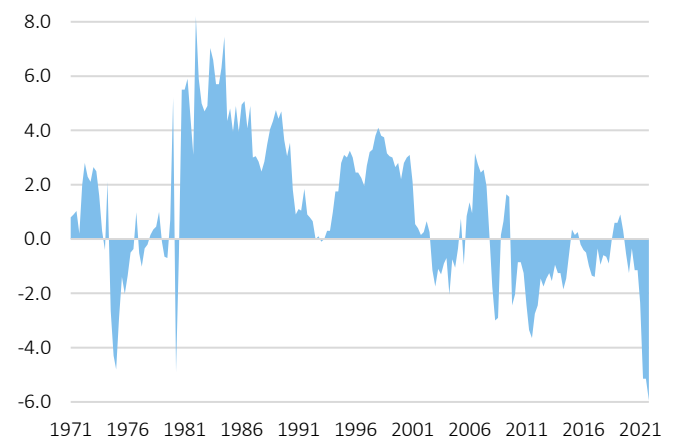
Die aktuelle Lage ist «speziell». Hiermit ist nicht der Umstand gemeint, dass die Pandemie noch nicht ganz vorbei ist, sondern der Umgang mit Neuem – womit wir uns seit einer gefühlten Ewigkeit nicht mehr auseinandersetzen mussten: **Inflation**. Einer pandemiebedingten Angebotsknappheit stand eine durch lockere Geldpolitik und staatliche Massnahmen befeuerte Nachfrage gegenüber. Sprunghaft gestiegene Energie- und Rohstoffpreise waren die Folge. Auch die Löhne haben angezogen. Während die Energiepreise wohl hoch bleiben werden, ist bei den Lieferketten und auf dem Arbeitsmarkt von einer Entspannung auszugehen. Inflation ist im Grundsatz weder schlecht noch ein Problem – unter der Voraussetzung, dass sie nicht aus dem Ruder läuft, sondern sich trotz Ausschlägen nach oben auf einem verkraftbaren Niveau einpendelt. Von diesem Szenario gehen wir aus.

Der Ausblick auf 2022 ist von Unschärfe geprägt. Virusvarianten bergen indirekt Risiken für höhere und/oder länger anhaltende Inflation und sie belasten die globalen Wachstumsaussichten. Die **Erholung** könnte sich verlangsamen oder verzögern. Dank modifizierbarer Impfstoffe und absehbarer Medikamente wird sie aber nicht abgewürgt. Notfalls werden Notenbanken wieder billiges Geld zur Verfügung stellen, um staatliche Massnahmen zu finanzieren. Weitere Indizien, wie unklar die nahe Zukunft ist, sind die divergierenden Experten-Meinungen und die Börsen, an denen die Volatilität, sprich Nervosität und Unsicherheit, zugenommen hat.

Wir befinden uns in einem «fragilen» Zustand. Die Wirtschaft wurde durch die Geldschwemme der Notenbanken und staatliche Unterstützungsmassnahmen sowie dank Covid-19-Impfstoffen in Schwung gebracht. Der Konsument hat während der Krise zwar gespart, doch die Ersparnisse sind zum Teil bereits ausgegeben worden. Zudem haben die höheren Preise für existenzielle Dinge wie Strom und Nahrung das Leben verteuert und die Kaufkraft geschmälert. Steigende Mieten sind erst noch zu erwarten, als verzögerte Antwort auf höhere Immobilienpreise. Der Konsum als Stütze und Motor der Wirtschaft droht, gehemmt zu sein oder zu bröckeln. Die **finanzielle Repression** – gefördert durch das Notenbanken/Staaten-Tandem mithilfe von Geldschöpfung, anormal tiefen Zinsen und Konjunkturpaketen – könnte auf Dauer zum Problem werden. Die realen Zinsen (Zinsen minus Inflation) sind auf einem Rekordtief, so negativ wie kaum je zuvor.

Negative Realzinsen auf Rekordtief – Finanzielle Repression in vollem Gange

Grafik 1: USD Realzinsen seit 1971 (in %)



Quelle: Bloomberg, Belvalor; USD Realzinsen: Leitzins der US-Notenbank (FED) abzüglich US-Konsumentenpreisindex (CPI) auf Quartalsbasis

Es findet eine bewusste Enteignung der sparenden Bevölkerung statt – quasi eine Vermögensabgabe –, indem unverzinstes Geld durch Inflation an Wert verliert. Die Staaten hingegen sind wegen ihrer Schuldenlast darauf ange-

wiesen, dass ihre Schulden durch Inflation entwertet werden und die Zinsen tief bleiben. Wer sparen will, wird also vom Staat zum Eingehen von mehr Risiko gezwungen.

Die **Zinsen** sind das Zünglein an der Waage – der Dreh- und Angelpunkt für Wirtschaft und Politik, Finanz- und Kapitalmärkte. Notenbanken dirigieren unverändert das Geschehen. Die Effekte von Zinsänderungen sind mannigfaltig und komplex, die Gründe dafür nicht minder wichtig. Sollten die Notenbanken durch Inflation gezwungen sein, die Zinsen trotz einer schwächelnden Wirtschaft zu erhöhen, wäre eine Rezession kaum zu vermeiden. Stagflation – eine Kombination aus stagnierender Wirtschaft und Inflation – ist ebenso ein brandgefährliches Risiko-Szenario. Dies gilt es unter allen Umständen zu vermeiden; dessen sind sich die Notenbanken bewusst. Für das Drehen an der Zinsschraube wird also ein ganz feines Händchen gefragt sein. Bis zum Ende der Pandemie wird es erst nochmals ungemütlicher. Wir erwarten in naher Zukunft ein herausfordernderes wirtschaftliches Umfeld, gehen aber davon aus, dass die staatlichen Konjunkturprogramme in der Phase ab 2023 ihre unterstützende Wirkung entfalten werden.

Zusätzliche Komplexität erwächst aus der Tatsache, dass es einerseits den Austritt aus der Pandemie zu bewältigen gilt und andererseits die notwendige Förderung von **Nachhaltigkeit** an die Hand genommen werden muss. Klimafreundlichkeit und Pandemiebewältigung müssen unter einen Hut gebracht werden. Die geopolitischen und sozialen **Spannungsfelder** – «Ungleiche Einkommens- und Vermögensverteilung» als Beispiel – nehmen zu. Die Gräben, welche es zu kitten und zu überbrücken gilt, sind durch die Krise, und die damit entstandene Entkoppelung der Vermögenszuwächse von der effektiven wirtschaftlichen Realität, grösser geworden.

Anlageseitig bleiben nachhaltig tiefe Renditen die grösste Herausforderung. Die relative Attraktivität von Aktien hat nochmals zugenommen. Da die Anlageklassen künftig weniger in ein und dieselbe Richtung tendieren werden, kommt der Portfoliokonstruktion wieder mehr Bedeutung zu.

Volkswirtschaftliches Umfeld

Die Wirtschaft (Bruttoinlandsprodukt, BIP) und die Unternehmensgewinne haben sich 2021 stark erholt. Sie sind entweder bereits auf Vor-Pandemie-Niveau oder werden es in den meisten Fällen 2022 sein. Virusvarianten werden daran nichts ändern, sofern diese weder ausserordentlich tödlich noch unbesiegt sind.

Das Wiederaufbäumen nach dem Rezessionsjahr 2020 ist stärker und schneller ausgefallen, als selbst die Kühnsten unter uns zu träumen wagten. Die Nachfrage und damit das Wirtschaftswachstum sind enorm stark ausgefallen. Engpässe haben ein noch stärkeres Wachstum verhindert und die Inflation angefacht.

Asien und die pazifische Region hatten anfänglich mit ihrer Virus-Nulltoleranz-Politik Erfolg, doch nun zieht es sich in die Länge. Erschwerend für den Rest dieser Region und sogar den Rest der Welt kommt die eigenwillige und stark von Ideologien getriebene Politik Chinas dazu. Die USA, welche eine rigorose Impfpolitik forcieren, haben sich auf dem Erholungspfad einmal mehr einen Vorsprung herausgearbeitet. Wie üblich werden die USA nach der Krise schneller zu Wachstum zurückfinden. Europa hat sich erstaunlich schnell zurückgekämpft, doch Reise- und Mobilitätseinschränkungen wirken sich wegen der geographischen Konstellation und der divergierenden Interessen der einzelnen Länder nachteilig aus. Entsprechend hat Europa den grössten Dämpfer erhalten.

Obschon die konjunkturelle Erholung vorübergehend an Schwung einbüsst, rechnen wir damit, dass 2022 das globale Wachstum, Konjunkturpakete sei Dank, die langfristig durchschnittliche BIP-Wachstumsrate von 3.0–3.5 % p.a. übertrifft. Dass 4.5 %, wie es der Konsens prophezeit, nicht erreicht werden, könnte als Enttäuschung wahrgenommen werden und einer schrittweisen Normalisierung der Geldpolitik zumindest vorübergehend im Weg stehen.

Europa, wo Nachholbedarf vorhanden ist, könnte ausnahmsweise am stärksten wachsen. Die USA werden sich keine Blösse geben, da das Infrastruktur- (USD 1 Bio.) und «Social Safety and Climate Change»-Programm (USD 1.75 Bio.) ab Sommer 2022 über die nächste Dekade 10–15 % zur Wirtschaftsleistung beitragen werden. Eine allenfalls nachlassende Konsumfreudigkeit würde damit auch kompensiert. Nichtsdestotrotz sind die längerfristigen Wachstumsperspektiven in der westlichen Welt bescheiden. Ohne strukturelle Reformen werden Probleme wie die steigende Verschuldung und die wachsende Last des Sozialstaats infolge demographischer Verschiebungen nicht nur auf die lange Bank geschoben, sondern werden grösser und damit zu einem immer grösseren Risiko.

Die Schweiz hat die Krise aus wirtschaftlicher Sicht bislang gut bewältigt. Diese Erholung ist ein Spiegelbild innovativer Unternehmen aus exportorientierten Branchen. Die Wachstumsaussichten bleiben gut, doch diese sind abhängig von der Weltkonjunktur. Die Herausforderungen werden 2022 nicht weniger, dazu könnte sich eine weitere Schwäche des EUR oder gar des USD gesellen. Dies

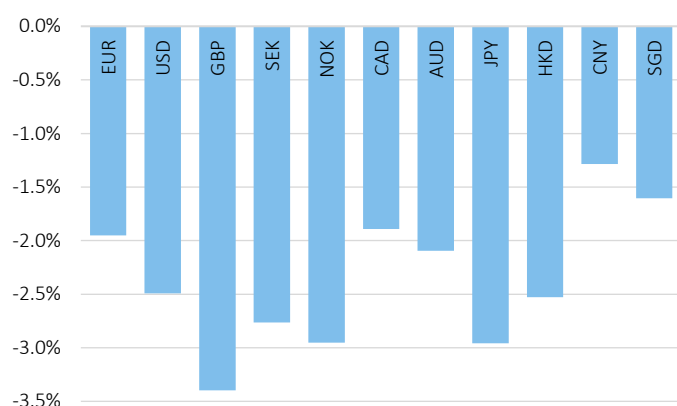
würde auch den Tourismus treffen, der sich 2021 schliesslich besser als prognostiziert erholt hat.

Währungen

Die Zinsen sämtlicher westlicher Währungen, insbesondere CHF Zinsen, bewegen sich in der Nähe von historischen Tiefstständen. Wir gehen davon aus, dass sich die seit Jahren anhaltende Aufwertung des Schweizer Franken (siehe Grafik 2) aufgrund der starken Fundamentaldaten in Zukunft fortsetzen wird.

Schweizer Franken ist die stärkste Währung

Grafik 2: Währungswertverluste vs. CHF p.a. seit 2000



Quelle: Bloomberg, Belvalor; Durchschnitt p.a. (01.01.2000 – 08.12.2021)

Im Gegensatz zum Vorjahr erwartet der Konsens diesmal einen stärkeren USD. Da der USD fundamental überbewertet ist, gehen wir von begrenztem Aufwärtspotential aus. Der EUR bleibt strukturell schwach, obwohl er auf Basis der Kaufkraftparität attraktiv aussieht. Die Europäische Zentralbank (EZB) orientiert sich zunehmend an den politischen Forderungen, was den Trend zu einer Weichwährung unterstützt. Wir empfehlen, die Fremdwährungsrisiken zu minimieren. Dies gilt insbesondere für Anleger, deren Heimwährung der Schweizer Franken ist.

Zinsen / Obligationen

Die expansive Geldpolitik der Notenbanken wurde 2021 ungebremst fortgesetzt. Die US Notenbank (FED) begann im Spätherbst, die Wertpapierkäufe zu drosseln (sog. Tapering) und läutete als erste grosse Notenbank eine zögerliche Reduktion der expansiven Geldpolitik ein. Einen ähnlichen Schritt kündigte die EZB an, indem sie plant, die pandemiebedingten Programme zu reduzieren. Im gegenwärtigen Umfeld sehen wir eine geringe Chance, dass die EZB und die Schweizerische Nationalbank (SNB) aus ihrer Negativzinspolitik aussteigen werden. In Europa hat nur die Norwegische Notenbank eine erste Zinserhöhung

gewagt. Der Markt erwartet erste Zinserhöhungen des FED bereits Mitte 2022. Dies ist aus unserer Optik zu früh; wir erwarten diese nicht vor Ende 2022. Grundsätzlich gehen wir von einer weiterhin grosszügigen Geldpolitik aus.

In allen wesentlichen Währungsräumen sind die Investoren mit dem Problem negativer Realzinsen konfrontiert. Eine vergleichbare Situation hatten wir letztmals in den 70ern. Die meisten Notenbanken gehen davon aus, dass die gegenwärtige Inflation eher temporärer Natur ist und mittelfristig zurück auf ein Niveau von 2–3 % fallen wird. Diese Einschätzung könnte sich als zu optimistisch erweisen und die Gefahr ist, dass sich der Konsens für Inflationsprognosen tendenziell nach oben schiebt. Eine zeitnahe Normalisierung der Geldpolitik erachten wir im derzeitigen Umfeld für unwahrscheinlich. Hingegen erscheint uns unausweichlich, dass die Notenbanken von der ultra-expansiven Geldpolitik Abstand nehmen, um die Inflation nicht weiter anzuheizen.

Obligationen sind ein «zinsloses Risiko»

Das Risiko von Obligationen wird mehrheitlich nicht mehr adäquat entschädigt. Eine steilere Zinskurve (steigende Renditen für längere Laufzeiten) ist als Folge besserer Wirtschaftsaussichten, steigender Inflationserwartungen und/oder erhöhter Ausfallrisiken nicht unrealistisch. Sinkende Obligationenkurse wären die Konsequenz.

Obligationen in CHF und EUR mit guter Qualität werfen kaum oder nur unter Inkaufnahme langer Laufzeiten positive Renditen ab. Im USD und GBP ist die Situation etwas besser. Als Bausteine zwecks Diversifikation und Risikoreduktion können Obligationen in einem Portfolio für Anleger trotzdem bedingt sinnvoll sein. Neben selektiven Einzelanlagen investieren wir in Strategien und Segmenten wie Wandelobligationen, Cat Bonds, Contingent-Convertible-Bonds («CoCos», Hybridkapital der Banken) oder US «Municipal Infrastructure» via ausgewählte Kollektivinstrumente. Qualität und Liquidität werden aufgrund der unsicheren Aussichten zunehmend wichtiger.

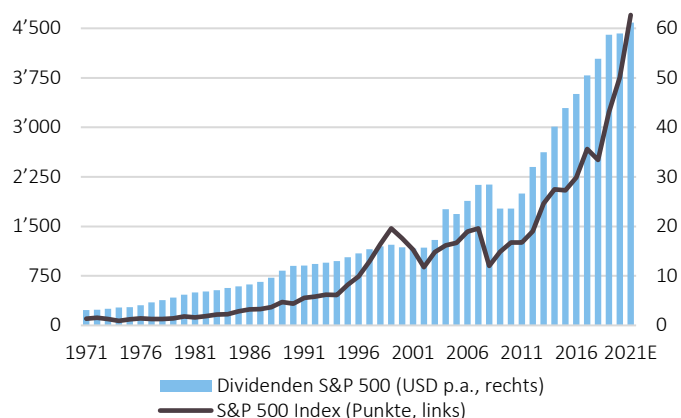
Aktien

Es ist beeindruckend, wie agil zahlreiche Unternehmen die Covid-19-Krise gemeistert haben und ihre Marktposition in dieser Zeit sogar noch verbessern konnten.

In den USA ist die durchschnittliche Gewinnmarge auf einem historischen Höchststand. Diese Entwicklung wird durch die hohe Profitabilität von Technologieunternehmen beeinflusst. Durch die Verteuerung vieler Inputfaktoren wie Arbeitskräfte, Rohstoffe und Logistik nimmt der Druck auf die Margen zu. Deshalb bleibt bei der Auswahl

von Aktien Qualität das zentrale Element in unserem Anlageprozess. Unternehmen mit Preismacht werden die Herausforderungen besser meistern sowie ihre Margen und Gewinne eher halten können. Die Luft ist kurzfristig dünner; doch langfristig sind die Unternehmensgewinne 5–7 % p.a. gestiegen – daran orientieren sich die Aktienkurse. Deshalb ist eine langfristig orientierte Aktienallokation strategisch der Kern unserer Anlagepolitik.

Grafik 3: S&P 500 – Kursverlauf und Dividenden seit 1971



Quelle: Bloomberg, Belvalor

Das Momentum der wichtigsten Aktienindizes ist nach wie vor positiv. Zahlreiche Aktien bieten attraktive Dividendenrenditen. Warnsignale sind jedoch nicht ausser Acht zu lassen. Bewertungen haben im historischen Kontext ein hohes Niveau erreicht und bei Börsengängen (IPO) ist vermehrt zu beobachten, dass eine sehr optimistische Sicht auf die Zukunft herrscht.

ESG (Environment, Social and Governance) als Schlagwort ist ein prominenter Begleiter bei Investitionsentscheidungen geworden. Das Thema Nachhaltigkeit ist integraler Bestandteil unserer Qualitätsanalyse und bezieht sich nicht ausschliesslich auf das Thema Umwelt.

Bei Aktien ist Qualität oberstes Gebot

Eine Abkehr von der ultraexpansiven Geldpolitik und zunehmende Unsicherheiten dürften zu steigender Volatilität führen. In diesem Umfeld raten wir, verstärkt auf Aktien von Qualitätsunternehmen zu setzen. «Substanz»-Aktien gehören ebenfalls ins Portfolio. Besonders in den Sektoren Rohstoffe und Energie gibt es zahlreiche Aktien guter, tief bewerteter Unternehmen.

Trotz der Vorbehalte betreffend Bewertung und des Risikos einer Marktkorrektur, bleiben Aktien im Vergleich zu anderen Anlageklassen attraktiv und strategisch unsere erste Wahl. Wir empfehlen weiterhin, nur finanzielle Mittel, welche langfristig angelegt und worauf längere Zeit

verzichtet werden kann, in Aktien zu investieren. Aller kurzfristiger Schwankungen zum Trotz sind Aktien am geeignetsten, um Kapital langfristig zu schützen und zu vermehren.

Rohstoffe und Alternative Anlagen

Im Rohstoffsektor kam es 2021 im Zuge des konjunkturellen Aufschwungs zu signifikanten Preissteigerungen. Das Angebot konnte nicht überall mit der stark anziehenden Nachfrage Schritt halten. Besonders Energieträger wurden massiv teurer. Sowohl die tiefen Kapitalinvestitionen der vergangenen Jahre als auch der angestrebte Umbau des Energiesystems hin zu alternativen Energien wie Solar, Wind und sonstigen nachhaltigen Energiequellen, die bedeutende Ressourcen benötigen, sind Gründe dafür.

Zwar scheint das weitere Aufwärtspotential bei Rohstoffpreisen limitiert zu sein, doch selektiv bleiben Aktien von Unternehmen aus der Öl- und Rohstoff-Industrie, welche eine ESG-Zukunftsstrategie aufweisen, attraktiv. Nachhaltigkeit wird von diesen Unternehmen ernst genommen und die Fortschritte sind zunehmend sichtbar. Gold ist als Beimischung in einem ausgewogenen Portfolio empfehlenswert – sowohl aus Absicherungs- als auch aus Diversifikationsüberlegungen.

Ressourcen sind attraktiv

Kryptowährungen, deren Akzeptanz zunimmt, stossen auf steigendes Interesse von Investoren – speziell bei jüngeren Generationen. Wir verfolgen die Entwicklung und denken, dass allen voran die Blockchain-Technologie die Welt in Zukunft verändern wird.

Alternative Anlagen bleiben in einem Umfeld von tiefen Zinsen und hohen Bewertungen gefragt. Neben den Aktien von führenden Anbietern im Bereich Private Equity bevorzugen wir erstklassige Anlagefonds, die flexibel über verschiedene Anlageklassen investieren (Private Equity, Private Debt, Real Estate und Infrastruktur).

Immobilien Schweiz

Der Einfluss der Pandemie auf die Mieterträge bei Schweizer Immobilien war gering. Die Preise für Immobilien sind gestiegen und teilweise astronomisch hoch, da unter anderem ein Nachfrageüberhang am Immobilienmarkt andauert. Zusammen mit tiefen Zinsen wird sich dies weiter preistreibend auswirken. Verglichen mit Anleihen haben Immobilienaktien und -fonds attraktivere Ausschüttungsrenditen. Bei Anlagen mit hohem Aufgeld (Agio) gegenüber dem inneren Wert ist allerdings Vorsicht geboten.