

# Haspa BörsenAnalyse

AKTUELLE BERICHTE UND ANALYSEN

Veröffentlichungsdatum 17.12.2021

## Kapitalmarkt 2022

### Holprig in die Silbernen Zwanziger

Das Jahr 2021 war geprägt von einem kräftigen globalen Aufschwung und ungewöhnlich hohen Inflationsraten. Die Notenbanken kauften in großem Stil Anleihen, begannen allerdings im Herbst mit der Straffung der Geldpolitik. Während an den Aktienbörsen neue Rekorde gefeiert wurden, herrschte an den Anleihemärkten überwiegend Tristesse. Wie geht es weiter?

#### **Konjunktur: Aufschwung mit Verzögerung**

Ob und wann die traditionellen Neujahrswünsche in Erfüllung gehen, dürfte von der weiteren Entwicklung der Pandemie abhängen. Die „vierte Welle“ und die Unsicherheit, ob die vorhandenen Impfstoffe ausreichend gegen die neue Virus-Variante schützen, dürften das Wirtschaftsgeschehen zu Jahresbeginn zunächst dämpfen. Einem relativ schwachen Auftaktquartal sollte allerdings ein wachstumsstarkes Sommerhalbjahr folgen. Alles in allem fallen die Wachstumsschätzungen jedoch etwas geringer aus als noch im Herbst angenommen. Den globalen Aufschwung 2022 sehen wir nicht in Gefahr, er dürfte jedoch genau wie 2021 erst mit Verzögerung einsetzen.

In den USA rechnen wir trotz eines verhaltenen Jahresauftakts mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 4 Prozent. In China sollte sich der Aufschwung weiter verlangsamen. Dem sich abzeichnenden BIP-Plus von knapp 8 Prozent im Jahr 2021 dürfte 2022 ein Zuwachs von maximal 5 Prozent folgen. Deutlich langsamer wird es voraussichtlich in Europa vorangehen. Während das BIP in der Euro-Zone um 3,5 Prozent zulegen sollte, rechnen wir in Deutschland mit einem Plus von 3 Prozent.

#### **Inflationsraten bleiben über den Zielwerten**

Die Inflationsraten sind derzeit nicht nur höher als erwartet, sie werden voraussichtlich auch länger als erwartet ungewöhnlich hoch bleiben. Im Laufe des Jahres sollte eine Entspannung einsetzen und die Teuerungsraten schrumpfen lassen. Der Preisauftrieb dürfte jedoch auch nach der erwarteten Stabilisierung der Energiepreise durch Zweitrundeneffekte gestützt bleiben. Damit werden

die Inflationsraten voraussichtlich auch weiterhin höher ausfallen als vor der Pandemie. Während wir 2022 in Deutschland und der Euro-Zone mit Teuerungsraten von 3 Prozent rechnen, dürften sie in den USA um rund 4 Prozent steigen. Auch mittelfristig ist keine Rückkehr zu den niedrigen Werten der Vorjahre zu erwarten, so dass die Deflationssorgen der Vergangenheit angehören sollten.

#### **Notenbanken: Leitzinswende hat begonnen**

Die US-Notenbank (Fed) begann im November mit dem Rückzug aus der extrem expansiven Geldpolitik, indem sie ihre Anleihekäufe deutlich reduzierte. Bis zum Sommer 2022 dürften diese komplett eingestellt werden, ehe in der zweiten Jahreshälfte die Leitzinswende beginnt. Wir rechnen in den USA bis Ende 2022 mit zwei Anhebungen der Federal Funds Rate.

Seitens der Europäischen Zentralbank (EZB) gibt es bisher keine Signale, dass sie 2022 die Zinsschraube anziehen wird. Sie scheint weiterhin bestrebt, die Leitzinsen so lange wie irgendwie vertretbar nahe der Nulllinie zu halten. Gleichwohl dürfte auch die EZB ihre Anleihekäufe deutlich verringern, indem das Pandemie-Notfallanleihekaufprogramm Ende März beendet wird. Eine komplette Einstellung der Anleihekäufe analog zu den USA ist in Europa jedoch wenig wahrscheinlich. Zumal anhaltend niedrige Renditen erforderlich sind, um die Schulden tragfähigkeit selbst hoch verschuldeter Staaten wie Italien wieder vollständig herzustellen.

Der Leitzinstrend geht seit Monaten weltweit nach oben. Immer mehr Notenbanken aus der „zweiten Reihe“ haben die Zinswende bereits vollzogen. Dazu zählen Kanada, Norwegen, Neuseeland, Polen, Tschechien, Ungarn, Russland und Brasilien. Großbritannien dürfte bald folgen.

#### **Währungen: Euro unter Druck**

Der Höhenflug des Euro endete Anfang 2021, als die Bekämpfung der Pandemie im Euroraum nur sehr schlepp-

Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Marktanalytik  
Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Refinitiv

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbstständigen Anlageentscheidung. Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

pend vorankam. Als sich zudem immer stärker abzeichnete, dass die Leitzinswende in den USA bereits 2022 eingeleitet wird, geriet der Euro zusätzlich unter Druck.

Konjunkturell gesehen dürften die USA 2022 etwas stärker expandieren als die Euro-Zone. Bezogen auf die Leitzinsen und die Renditen sollte sich der US-Vorsprung vergrößern und weiteren Abwärtsdruck auf den Euro ausüben. Realistisch erscheint daher ein Rückgang des Euro in den Bereich um 1,10 US-Dollar. Sollte sich die Gemeinschaftswährung dort nicht stabilisieren, wäre selbst ein Test der Marke von 1,05 US-Dollar möglich.

Aufwertungspotenzial besitzen die Wechselkurse der Währungen stabiler Volkswirtschaften, deren Notenbanken bereits die Leitzinswende vollzogen haben oder sie in absehbarer Zeit beschließen und im neuen Jahr fortsetzen. Zu ihnen gehören Neuseeland, Norwegen und Großbritannien.

### Rohstoffe bleiben gefragt

Der globale Aufschwung, die Energiewende und der Umbau der Volkswirtschaften hin zu einer klimaneutralen Produktion dürften die Nachfrage nach Metallen in den kommenden Jahren vervielfachen.

Insbesondere die Nachfrage nach **Industriemetallen** wie Aluminium, Kupfer, Kobalt, Lithium, Nickel und andere dürfte kräftig steigen. Das Angebot kann wahrscheinlich nicht rechtzeitig entsprechend ausgeweitet werden. Logische Folge wäre ein anhaltender Aufwärtstrend bei den Preisen für Industriemetalle.

Die Nachfrage nach **Gold** dürfte zunehmen, sollten die Inflationsraten 2022 doch nicht nennenswert zurückkommen oder die Notenbanken die signalisierte Straffung der Geldpolitik wegen der neuen Virus-Variante hinauszögern. Beachtet werden muss allerdings, dass dem gelben Metall eine Konkurrenz in Form von Cyberdevisen wie Bitcoin & Co. erwachsen ist. Gold dürfte auch weiterhin ein fester Bestandteil der Asset Allokation bleiben, hat jedoch etwas an Glanz verloren.

### Die Silbernen Zwanziger in Sicht

Unser langfristiges Szenario mit Blick auf die noch kommenden 2020er Jahre zeichnet sich durch ein moderat höheres globales Wirtschaftswachstum zwischen 2,0 bis 2,5 Prozent und eine moderat höhere Inflation im Vergleich mit den 2010er Jahren aus. Wir rechnen nicht mit strukturell höheren Inflationsraten, sondern mit einem angehobenen Niveau in einer Bandbreite von 2,0 bis 3,0 Prozent.

Angesichts der anhaltend unsicheren pandemischen Lage gehen wir zwar kurzfristig noch davon aus, dass die Notenbanken die Zügel vorerst locker halten werden. Dennoch

stehen wir vor einer Zeitenwende, in der die Fiskalpolitik immer mehr die Führungsrolle übernimmt und die Geldpolitik den Rückzugspfad einschlägt.

Fiskalpolitische Maßnahmen gewinnen an Bedeutung, da die Kerninfrastruktur in reifen Volkswirtschaften zunehmend älter und maroder wird und sich eine wachsende Investitionslücke ergibt, die es zu schließen gilt.

Eine noch stärkere Bedeutung nimmt die Energiewende ein. Um diese Herkulesaufgabe zu bewältigen, sind immense Investitionen in die **Dekarbonisierung** - also die Reduktion klimaschädlicher Kohlendioxidemissionen - der Gesellschaft notwendig. Angesichts der ambitionierten Ziele und der stetig knapper werdenden Zeit eine denkbar schwierige Herausforderung, die ohne erhebliche Stimuli seitens der Fiskalpolitik nicht lösbar erscheint.

Während vom Klimaschutz positive Impulse für Wachstum und Inflation ausgehen sollten, sind mit Blick auf die **Demographie** eher dämpfende Effekte zu erwarten. Ein geringes Bevölkerungswachstum und eine zunehmende Alterung der Bevölkerung bremsen das Potenzialwachstum. Gleichwohl nehmen im demographischen Wandel Gesundheitsleistungen und eine nachhaltige Lebensweise stetig an Bedeutung zu und tragen zum Wachstum bei.

Die teils massiven Einschränkungen in der Covid-19-Pandemie haben dazu geführt, dass die ohnehin voll in Fahrt befindliche **Digitalisierung** noch einmal einen Gang hochschaltete. Post Corona erwarten wir kein „Zurückdrehen“ der digitale(re)n Welt, ganz im Gegenteil. Zum einen liegen die bestehenden Effizienzgewinne auf der Hand, zum anderen sind die Potenziale noch nicht ausgeschöpft. Dies gilt etwa für die Digitalisierung der öffentlichen Verwaltung und für Schlüsseltechnologien u. a. zur Erreichung der Energiewende.

Insgesamt wird der weitere Verlauf der 20er-Jahre wesentlich von den 3 Ds - Dekarbonisierung, Demographie und Digitalisierung - geprägt sein. Die positiven Wachstumsimpulse aus den 3 Ds erfahren jedoch Gegenwind, sodass wir lediglich von einem moderaten Expansionschub ausgehen.

Bremsend dürfte zum einen die hohe Verschuldung der Staaten und in Teilen auch der Unternehmen wirken. Darüber hinaus befinden sich die Bewertungen - über alle Anlageklassen hinweg - auf einem erhöhten, wenn auch nicht ungerechtfertigten Niveau.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir zwar keine goldene Dekade wie noch vor 100 Jahren. Dennoch sehen wir gute Chancen für nicht ganz so glänzende Silberne Zwanziger.

### **Anleihemarkt: Anlage noch schwieriger als 2021**

Der Wind am Anleihemarkt hat gedreht. In einem von höheren Inflationsraten geprägten Umfeld haben es festverzinsliche Wertpapiere erfahrungsgemäß schwer. Anlegern dürfte es kaum gelingen, mit risikoarmen Anleihen einen realen Kaufkraftverlust zu erreichen.

Sind inflationsgeschützte Anleihen ein Weg für Anleger, 2022 einen realen Vermögenserhalt zu erzielen? Hier lautet die ernüchternde Antwort für 2022 allerdings: Nein. Denn erstens sind die Inflationserwartungen schon in den Kursen inflationsgeschützter Anleihen enthalten. Und zweitens unterliegen auch inflationsgeschützte Anleihen dem Zinsänderungsrisiko.

Die Tatsache, dass die EZB beim Rückzug aus der ultralocken Geldpolitik eher zögerlich agiert, macht Fremdwährungsanleihen attraktiver. Denn vor allem kleinere Zentralbanken haben bereits wieder Zinserhöhungen vorgenommen. Dies stärkt die entsprechenden Währungen, da ein höherer Zins attraktiver für Anleger ist. Da Zinssteigerungen aber auch überdurchschnittliche Verluste bei längeren Laufzeiten bedeuten, sollten bei diesen Anlagen tendenziell kürzere Laufzeiten favorisiert werden.

Emerging Markets-Anleihen haben unter dem Aspekt einer Wachstumsbelebung nach der Pandemie grundsätzlich an Attraktivität gewonnen. Gerade die jüngsten Entwicklungen in China und der Türkei zeigen aber, dass in wichtigen Märkten noch erhebliche Fallstricke lauern. Der wichtigste Grund für eine vorsichtige Haltung ist jedoch der erwartete Zinsanstieg in den USA. Denn höhere US-Zinsen halten Anleger häufig von Engagements in Schwellenländern ab, da der heimische (US)-Markt ausreichend Anlagemöglichkeiten bei geringeren Risiken bietet. Allerdings sind gerade schwierigere Zeiten gute Einstiegsmöglichkeiten. Das Emerging Markets-Segment sollte deshalb aufmerksam beobachtet werden.

Als Fazit bleibt die Erkenntnis, dass das Jahr 2022 im Bereich der festverzinslichen Anlage noch schwieriger werden dürfte als 2021. Anleger sollten deshalb prüfen, ob ihre Risikoeinstellung nicht auch höhere Anteile bei Aktienanlagen aus dem Segment der Substanzwerte erlaubt, da wir dort ein günstigeres Chance-Risiko-Profil sehen. Anleger, die aufgrund eines mittelfristigen Liquiditätsbedarfes nur über ein eingeschränktes Anlagespektrum verfügen und einer Negativverzinsung auf Konten ausweichen wollen, können an dieser Stelle Depositenplattformen nutzen. Diese bieten temporär und in begrenztem Umfang eine gute Alternative, um wenigstens nominal einen Kapitalerhalt zu erreichen.

### **Aktienmarkt: Konstruktives Umfeld in 2022**

Die mächtige Aufholbewegung der internationalen Aktienmärkte seit dem pandemiebedingten Tief im März 2020 wird vornehmlich der Handlungsschnelligkeit und fortwährenden Großzügigkeit der wichtigsten Notenbanken zugeschrieben. So hangelte sich nicht nur der Deutsche Aktienindex (DAX) auch 2021 von Rekord zu Rekord.

Ohne die Unterstützung der Geldpolitik wäre ein Kursaufschwung in dieser Ausprägung sicherlich nicht möglich gewesen. So wurde die Rallye zunehmend auch von höheren Gewinnschätzungen alimentiert. Das ist insofern wichtig, als dass die Entwicklung der Unternehmensgewinne statistisch gesehen mittel- und langfristig immer noch der wichtigste singuläre Einflussfaktor für die Notierungen börsennotierter Gesellschaften ist.

Wie sieht es bei den Unternehmensgewinnen im neuen Jahr aus? In unserem Basisszenario eines anhaltenden globalen Konjunkturaufschwungs, sukzessive schwindender Lieferkettenprobleme und einer aus den randvollen Orderbüchern ableitbaren aufgestauten Nachfrage bleiben die Ertragsperspektiven aufwärtsgerichtet. Dabei sind die Zuwächse aus 2021 sicherlich nicht in der erzielten Größenordnung wiederholbar. Vielmehr sollten auch in diesem Bereich die Pluszeichen eine Normalisierung erfahren. Unser Researchpartner Kepler Cheuvreux rechnet mit einem aggregierten Anstieg der Nettogewinne der DAX-Mitglieder im Jahr 2022 in Höhe von rund 13 Prozent sowie einem Anschwellen von 10 Prozent auf der Ebene der Euro Stoxx 50-Unternehmen. Eine gemächlichere Gangart ist für die Experten also ausgemachte Sache. Alles in allem scheint der Weg für weitere Gewinnanstiege auf beiden Seiten des Atlantiks gebnet.

Der zweite wichtige Einflussfaktor für die Entwicklung der Aktienkurse ist die Bewertung (u.a. Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis). Die Bewertungsmethoden signalisieren in der Zusammenfassung ein durchschnittliches Kurspotenzial für das Börsenjahr 2022, wobei wir für den Deutschen Aktienindex ein Kursziel von 16.500 Punkten veranschlagen. In diesem Kontext dürfte das Potenzial in den USA aufgrund der ambitionierteren Bewertungsrelationen etwas geringer ausfallen. Ferner gehen wir vor dem Hintergrund der tendenziell abnehmenden Einflussnahme der Notenbanken in Gestalt der Liquiditätsversorgung von einer erhöhten Schwankungsbreite aus.

Unter dem Strich ist der Anlageklasse Aktien bei der Allokation unverändert der Vorzug zu geben. Im Sinne der Stilrichtungen sind Substanzwerte in einem inflationsreichen Umfeld und bewertungstechnisch zu präferieren.

### Anlagestrategie: Die 3 D im Fokus

Aus Anlegersicht gilt es, bei den drei großen Trends - den sogenannten **3 D** - gut gerüstet zu sein. Darüber hinaus ist als Fundament der Punkt der **Nachhaltigkeit** zu beachten. Bei diesen sehr gezielten Engagements favorisieren wir ein **aktives Vorgehen** auf Basis von Investmentfonds oder Aktienresearch mit spezieller Expertise zur Auswahl von Einzeltiteln.

- **Dekarbonisierung:** Hier sind Unternehmen zu finden, die in ihrer Grundausrichtung eine kohlenstofffreie Zukunft erst möglich machen.
- **Demographie:** Die Verschiebung der Altersstruktur sowie das Schrumpfen der Bevölkerung ist ein extrem weitgehender Trend. Wir konzentrieren uns hier auf die Segmente Ernährung, Medizintechnik und Biotechnologie.
- **Digitalisierung:** Ein nicht wirklich neuer Trend, der allerdings mehr und mehr die sogenannte Alte Welt verdrängt. Wir glauben, dass breit angelegte Technologieengagements in Verbindung mit der Thematik Datensicherheit eine sehr gute Positionierung darstellen.

Die Pandemie ist noch nicht besiegt und dürfte die Kapitalmärkte vorerst in Atem halten. Hieraus könnte sich eine höhere Volatilität ergeben, die durch Umbruch in ein neues Zeitalter noch verstärkt wird. Wir leiten in unserer Anlagestrategie fünf Handlungsstränge ab:

1. **Investieren:** Liquidität garantiert zwar eine geringe Schwankung, leider aber auch den sicheren realen und bei größeren Beträgen nominalen Vermögensverzehr. Insofern bleibt nur eine hohe Investitionsquote.
2. **Streuen:** Idealerweise erfolgt eine Risikoreduzierung durch das Beimischen sicherer Staatsanleihen. Bundesanleihen sind wegen ihrer negativen Rendite allerdings nur bedingt geeignet. Alternativen sind Fremdwährungsanleihen und Unternehmensanleihen. Es gilt, in den risikobehafteten Segmenten eine möglichst hohe Streuung anzustreben und möglichst viele unterschiedliche Anlageklassen zu berücksichtigen.
3. **Inflationsschutz:** Die Inflation ist zurück und es besteht zumindest das Risiko, dass sie dauerhaft höher ausfällt. Somit ist der Anleger gut beraten, Anlagen mit einem höheren Inflationsschutz zu berücksichtigen. Hierzu zählen klassischerweise Sachwertanlagen. Zu nennen sind hier Investitionen in Kerninfrastruktur mit einem quasi einge-

bauten Inflationsschutz und Rohstoffe. Bei Letzteren favorisieren wir Aktien von Minenbetreibern, die Rohstoffe für die Dekarbonisierung abbauen, und Gold. Zu nennen sind auch Aktien von Unternehmen mit großer Preissetzungsmacht sowie Immobilien mit einer preisindexierten Miete.

4. **Nachhaltigkeit:** Die Berücksichtigung von nachhaltigen Aspekten ist mittlerweile zum elementaren Standard im Bereich sämtlicher Kapitalanlage geworden.
5. **3 D:** Langfristige Trends prägen das allgemeine Wirtschaftsgeschehen und auch den Kapitalmarkt. Mit den sogenannten 3 D wird die Vermögensstruktur auf die Zukunft ausgerichtet.

**Vermögensstruktur:** In der Vermögensstruktur wird beispielhaft für einen Kunden mit mittlerer Risikobereitschaft die Aufteilung der Anlagemittel vorgenommen:

**Liquidität:** Die derzeit mit Null- oder Negativverzinsung rentierende Liquidität findet grundsätzlich keine permanente Berücksichtigung. Davon ausgenommen sind Dispositionen im Bereich von taktischen Allokationsentscheidungen und selbstverständlich Kontoguthaben des täglichen Bedarfes oder für geplante Ausgaben.

**Aktien:** Die Bedeutung von Aktien hat im Zuge der Negativzinsen deutlich zugenommen (TINA = There Is No Alternative). Auch die Bewertung von Aktien ist in diesem Kontext deutlich gestiegen. Somit sind Aktien zwar im absoluten Vergleich teuer, in Relation zu anderen Anlageklassen aber weiterhin sehr **attraktiv**.

**Ergänzungsanlagen:** Hierzu zählen insbesondere Wandelanleihen sowie unterschiedliche Zertifikatelösungen mit einer Basis (Underlying) aus Aktien oder Aktienindizes. Als besonders attraktiv sehen wir defensive Indexzertifikate mit fester Kuponzahlung an.

**Rohstoffe:** Auf der Habenseite verbuchen sie positive Effekte der Streuung (Diversifikation) und eignen sich in der Regel als Inflationsschutz. Vor diesem Hintergrund favorisieren wir Gold sowie Aktien von Minenbetreibern spezieller Rohstoffe für den Klimawandel.

**Währungen:** Von Währungen geht ein Streuungseffekt aus, den wir nutzen, indem wir Währungspositionen - Ausnahmen sind möglich - grundsätzlich nicht absichern.

**Immobilien:** Geschätzt werden Immobilien insbesondere wegen ihrer hohen Stabilität. Somit ist klar, dass Immobilien in aller Regel als Direktinvestment oder als Fondslösung ihren festen Platz in der Allokation haben. Wir empfehlen eine Mischung aus Wohn- und Gewerbeimmobilien.