



BEWEGENDE FRAGEN 2021 – GEHT DAS NUN IMMER WEITER NACH OBEN?

So negativ die Überraschungen im März letzten Jahres waren, so überraschend stetig positiv war der Börsenverlauf im ersten Halbjahr 2021. Für alle? Nein.

Anleihen-Investoren hatten im ersten Quartal höhere Kursverluste durch Renditeanstiege vor allem in den USA zu tragen. Wachstums-Aktien (Growth), zuvorderst Technologie, korrigierten angesichts hoher Bewertungen stark – um jüngst aber wieder zur Aufholjagd anzusetzen. Auf wen? Auf sogenannte Value-Aktien, unterbewertete Titel von hoffentlich auch wertehaltigen Geschäftsmodellen, die von der Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen profitieren sollen. Diese liefen gut und hängten das Wachstumssegment – vorerst – ab.

Aber lohnt es nun, auf Konsumwerte, Luftfahrt und Öl zu setzen, gerade wo das innovationsbedingt Wachstumsaktien-las-tige Thema Nachhaltigkeit auf- und ausgebaut wird?

Es antworteten uns Dr. Uwe Rathausky, Vorstand der GANÉ Aktiengesellschaft und Marcus Hüttinger, Kapitalmarktexperte bei GANÉ, Dr. Ulrich Kaffarnik, Mitglied des Vorstandes der DJE Kapital AG, Peter Rieth, Portfoliomanager des ODDO BHF Polaris Moderate Fonds, und Philipp Vorndran, Kapitalmarktstrategie der Flossbach von Storch AG.

Die abgebildeten Kurven zeigen den Verlauf der einzelnen vermögensverwaltenden Fonds auf. Man sieht, dass die Verwalter durchaus unterschiedlich in den „Corona-Crash“ gegangen, aber auch herausgekommen sind. Dies verstetigt einmal mehr die Rendite eines Portfolios, das solide Verwalter bzw. deren Fonds kombiniert. Alle erreichen auch im Jahr 2021 bisher ein gutes, ein zuverlässiges Ergebnis, was den langfristigen Erfolg untermauert.

- *Wie sehr haben Sie die Entwicklungen seit November 2020 überrascht, zum einen der weitere, nicht endende Aufwärtstrend, zum anderen der gewisse Wechsel von Growth- zu Value-Aktien? Wie haben Sie Ihr Portfolio daraufhin angepasst?*



Dr. Uwe Rathausky

Die Geschwindigkeit und Dauer der Börsenerholung ist beeindruckend. Dass Aktien in der Breite eine solch anhaltende Stärke zeigen würden, hatten wir trotz Geld- und Fiskalpolitik

und Erfolg der Impfstoffkampagne nicht erwartet. Unser Portfolio ist gezielt auf langfristige Gewinnerunternehmen ausgerichtet. Von deren Entwicklung konnten wir profitieren. Eine Unterscheidung von „Growth“ und „Value“ macht für unsere Analyse aber keinen Sinn. Schließlich ist Growth ein elementarer Bestandteil der Value-Gleichung.



Dr. Ulrich Kaffarnik

Die Aufwärtsentwicklung seit November wurde durch die Wahl von Joe Biden zum US-Präsidenten und den damit verbundenen Hoffnungen auf große Konjunktur- bzw. Infrastrukturprogramme ausgelöst. Die Erwartung stärkerer fiskalpolitischer

Eingriffe der neuen US-Regierung hat auch zu einem nochmaligen Anstieg der Kapitalmarktzinsen geführt. Dies war ebenso positiv für den Aufholprozess von Value-Aktien. Wir haben in unseren Portfolios die bereits vorher begonnene Erhöhung des Value-Sektors fortgesetzt und verfolgen derzeit eine ausgewogene Positionierung in Value- und Growth Titeln.



Peter Rieth

Grundsätzlich war uns schon im Vorfeld bewusst, dass positive Nachrichten über wirksame Impfstoffe einen Schub für die zuvor stark gefallen Value-Werte auslösen würden. Die Länge und Dynamik der Bewegung war dann schon eher eine Überraschung.

Für unser Portfolio war das aber kein Problem. Wir haben unsere Aktienquote Anfang November im Umfeld der Impfstoffnews erhöht. Dabei haben wir uns vor allem auf zyklische Unternehmen wie Siemens konzentriert, so dass wir von den in der Folge steigenden Märkten profitieren konnten. Insgesamt haben wir unser Portfolio aber nicht stark angepasst.



Philipp Vorndran

Einen so deutlichen Anstieg der globalen Aktienmärkte, wie wir ihn insbesondere im November und seither gesehen haben, hatten wir nicht erwartet. Was unsere Positionierung betrifft, hat sich aber nicht allzu viel verändert: Wir schauen zuallererst

auf das jeweilige Unternehmen, sein Geschäftsmodell. Nicht auf den Sektor oder das Herkunftsland und auch nicht auf Kategorisierungen, „Value oder Growth“ beispielsweise, die dem

Unternehmen möglicherweise anhaften. Entscheidend ist langfristig seine Qualität. Die bemisst sich unseres Erachtens an der Resilienz des Geschäftsmodells, der Widerstandsfähigkeit auch in Krisen bzw. der Planbarkeit der Gewinne, einerseits – und dem Wachstumspotenzial andererseits. Wenn das gegeben ist, müssen wir selbstverständlich schauen, ob der Preis für das jeweilige Unternehmen angemessen erscheint oder nicht.

- *Die enormen staatlichen Hilfsmaßnahmen in der Pandemie – teils als Geldgeschenke an die Bürger und Unternehmen – haben die Geldmenge beim Verbraucher stark erhöht, da er das Geld angesichts eingeschränkter Möglichkeiten nur erschwert ausgeben konnte. Im Rahmen der Lockerungen sollte ein großer Teil dieser Geldmenge in den Konsum fließen. Erwartet uns nur ein Überschießen der Inflation oder steuern wir einer dauerhaften hohen Inflation entgegen?*



Marcus Hüttinger

Zentralbanker in den USA werden nicht müde, den temporären Charakter des aktuellen Inflationsanstiegs zu betonen. Schaut man sich die einzelnen Treiber der Kerninflation genauer an, dann fällt tatsächlich auf, dass insbesondere die von

der Normalisierung und Lieferengpässen getriebenen Komponenten, wie Reisekosten oder Gebrauchtwagenpreise, für den Anstieg verantwortlich sind. Nach den Lockdowns kann man eine verständliche Lust auf Reisen und auf Konsum erkennen. Die Nachfrage wird zusätzlich durch Hilfsprogramme und Stimulus-Schecks unterstützt. Mit zunehmender Normalisierung sollte sich diese Entwicklung aber abkühlen. Allerdings kann auch ein potentiell Überschießen der Inflation im Hinblick auf die nie dagewesene Ausweitung der Geldmenge nicht ausgeschlossen werden. Deshalb sind wir auf Unternehmen fokussiert, die über eine üppige Rohermargen verfügen. Über die daraus folgende Preissetzungsmacht können diese Firmen besser mit einer höheren Inflation umgehen.

Dr. Ulrich Kaffarnik

Die momentan deutlich erhöhte Inflation ist einerseits auf Basiseffekte und andererseits auf eine Kombination von stark steigender Nachfrage und knappem Angebot zurückzuführen, wobei alle drei Komponenten wiederum verbunden sind. Bei den Basiseffekten fallen insbesondere die Ölpreise auf, die im Zuge der Corona-Krise deutlich unter Druck geraten waren und jetzt bei über 70 Dollar notieren, was gegenüber Juli 2020 fast einer Verdoppelung entspricht. Dies wirkt inflationsfördernd. Nachfrageseitig sorgen die großzügigen Unterstützungen der Regierungen – in den USA durch die Überreichung von Schecks – sowie zur Produktionserhöhung fehlende Chips (Probleme auf der Angebotsseite bei hoher Nachfrage) für

zusätzliche Inflationsimpulse. Mittelfristig erwarten wir jedoch eine Entspannung hinsichtlich der Inflationsproblematik.

Peter Rieth

Alles spricht dafür, dass die Inflationsrate in diesem und vielleicht auch noch im 1. Halbjahr 2022, wenn die Öffnung zu erhöhter Nachfrage führt, recht hoch ausfallen wird. Schwerer zu beantworten ist die Frage, die sich momentan viele Volkswirte und Marktstrategen stellen, ob es sich um ein Übergangsphänomen handelt oder ob die Inflation strukturell und dauerhaft hoch bleiben wird. Für mich als Portfoliomanager steht im Vordergrund, dass wir für den Fall einer höheren Inflation möglichst krisenfest aufgestellt sind. Das heißt konkret, dass wir bei Anleihen sehr vorsichtig sind und kürzere Laufzeiten präferieren. Auf der Aktienseite haben wir sehr viele Unternehmen ausgewählt, die aufgrund ihrer guten Marktstellung höhere Preise sehr gut an die Kunden weitergeben können, so dass ihre Gewinnmargen nicht leiden sollten. Im Gegenteil, meist haben diese Unternehmen genug Preissetzungsmacht, um sogar mehr als nur die gestiegenen Einkaufskosten an den Kunden weiterzureichen.

Philipp Vorndran

Die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsraten zeitweise auf Niveaus anziehen, die wir einige Jahre nicht gesehen haben, ist sehr hoch; wenngleich wir nicht von einer sich selbstverstärkenden Inflationsspirale ausgehen. Ein nachhaltiger Inflationsanstieg droht erst dann, wenn sich höhere Inflationserwartungen fest im Denken der Menschen verankert haben und beispielsweise auch die Lohnverhandlungen bestimmen. Erst dann wären die Notenbanken gezwungen, ihre ultralockere Politik anzupassen oder dies zumindest in Aussicht zu stellen. Weder in den USA noch in Europa ist eine solche Entwicklung derzeit absehbar. Wichtiger für die Anlagestrategie als die Höhe der Inflation ist ohnehin das Wechselspiel zwischen Inflation und Zins. Und da gehen wir von langfristig negativen Realrenditen aus.

- *Wie werden die Zentralbanken kurz- und langfristig reagieren? Gehen also mittel- bis langfristig die Zinsen hoch? Gut für den Sparer, schlecht für hochfinanzierte Unternehmen, wie dies oft bei Growth-Aktien der Fall ist. Wie richtet man sich – wenn – hierauf ein?*

Marcus Hüttinger

Die US-Zentralbank FED hat entsprechend ihres Mandates deutlich gemacht, dass zwei Kernziele erreicht sein sollen, bevor eine Verknappung der Geldmenge umgesetzt wird: Substantielle Fortschritte im Hinblick auf maximale Beschäftigung am Arbeitsmarkt und das Erreichen einer langfristigen Inflationsrate von zwei Prozent. Die Kerninflation steht aktuell deutlich über dieser Zielmarke, und der Arbeitsmarkt hat sich ebenfalls erholt. Der neu eingeführte Inflationskorridor zeigt aber auch, dass ein kurzfristiges Überschießen der

Inflation durchaus einkalkuliert wird und dass die Reduzierung der Arbeitslosigkeit eine höhere Priorität als die Preisstabilität genießt. Daher kann man mittelfristig davon ausgehen, dass eine Reduzierung der monatlichen Anleihekäufe, ein sogenanntes "Tapering", diskutiert und potentiell auch umgesetzt werden wird. Der Kerntreiber der aktuellen Aktienrally, die unendlich erscheinende Liquidität, wird damit verknappt. Neue Höchststände für Aktienmärkte werden in der Breite daher unwahrscheinlicher.

Dr. Ulrich Kaffarnik

Die Zentralbanken in den USA und der Eurozone haben bereits Ende letzten Jahres angekündigt, dass sie auch Inflationsraten jenseits des Ziels von 2 Prozent tolerieren, da in der Vergangenheit die Inflation länger unterhalb dieses Niveaus lag. Auch die jüngsten Kommentare der Notenbanken deuten darauf, dass sie vor Ende 2022 keinen Bedarf zur Zinserhöhung sehen. Nicht zuletzt wegen dieser Aussagen haben sich die Kapitalmarktzinsen stabilisiert. Offensichtlich sind auch die Investoren der Meinung, dass die höhere Inflation nur vorübergehend ist. Vor diesem Hintergrund favorisieren wir derzeit keinen Anlagestil, sondern suchen – und finden – attraktive Unternehmen in verschiedenen Sektoren.

Peter Rieth

Anfang des Jahres war ein Anstieg der langfristigen Zinsen (10 Jahre plus) in den USA zu beobachten. Die kürzer laufenden Zinssätze sind kaum gestiegen, da die US-Zentralbank massiv unterstützend wirkte. In der Euro-Zone war der Zinsanstieg noch viel schwächer ausgeprägt. Die Zentralbanken setzen alles daran, die Refinanzierungskosten für die hohen Staatsschulden niedrig zu halten. Der Leidtragende ist der klassische Sparer, der neben der Bezahlung eines Verwahrentgelts durch die

Inflationsrate, die zurzeit recht hoch ist, „kalt enteignet“ wird. Diesem Dilemma kann nur entgehen, wer Teile seines Vermögens in Sachwerte, wie z.B. Unternehmensbeteiligungen (Aktien) investiert. Steigende Zinsen sind insbesondere Gift für überbewertete Wachstumsunternehmen, die vielleicht momentan en vogue sind, bei denen die möglicherweise rosige Zukunft aber inzwischen mehr als eingepreist ist. Solche Unternehmen haben in unseren Portfolios keine Chance, da wir investieren und nicht spekulieren.

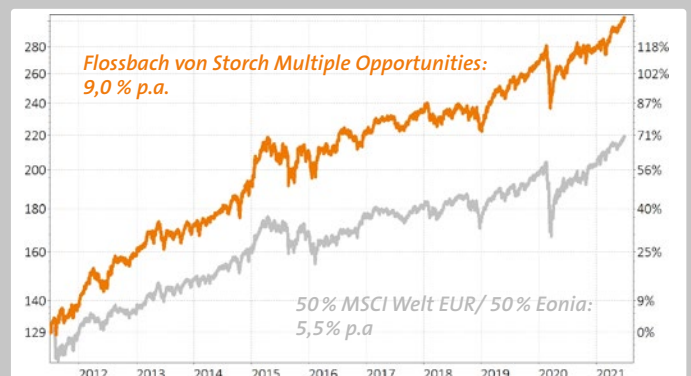
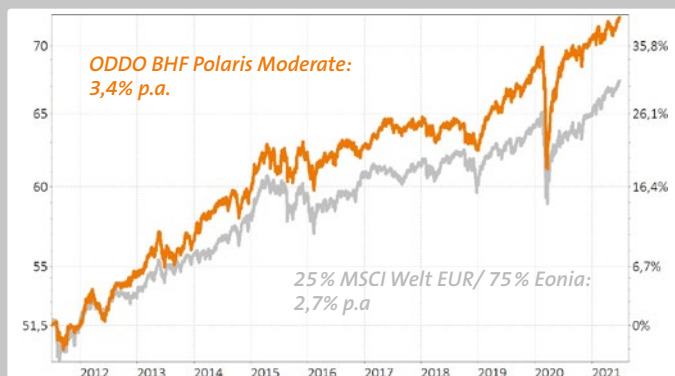
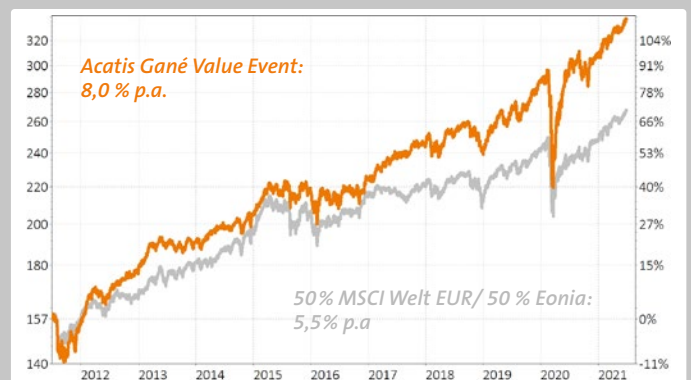
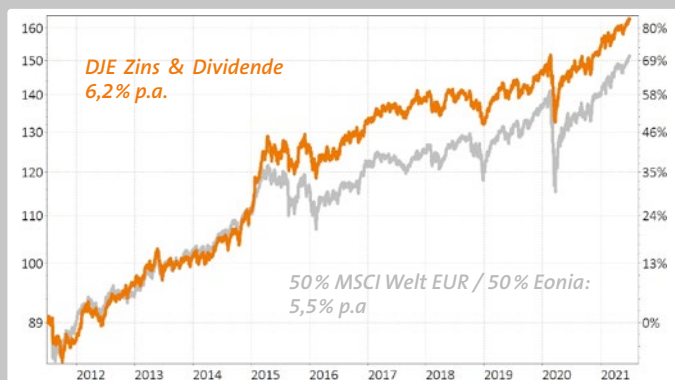
Philipp Vorndran

Der Spielraum der großen Notenbanken ist und bleibt begrenzt. Jede allzu ambitionierte Zinsanhebung könnte gewaltige Kollateralschäden zur Folge haben – für den Immobilienmarkt, für das Finanz- und Bankensystem. Von daher ist es wahrscheinlich, dass die Notenbanken, sollte die Inflation deutlicher zulegen, nur sehr moderat gegensteuern werden. Eine Zinswende, auf die viele Sparer seit Jahren vergebens warten, wird es unseres Erachtens auch diesmal nicht geben.

► *Der eingangs erwähnte, nicht enden wollende Aufwärtstrend wirft natürlich die Frage der Fragen auf: Kann man angesichts der Indexstände jetzt noch einsteigen? Wo findet man attraktive Bewertungen?*

Marcus Hüttinger

Aktien sind nach der beeindruckenden Erholung auf absoluter Basis nicht mehr günstig. Relativ zu anderen Anlageklassen bieten sie aber weiterhin das höchste Renditepotential. Eine potentielle Verknappung der Geldmenge durch Zentralbanken, Übertreibungen bei Kryptowährungen, Börsengängen und unprofitablen Unternehmen, der kontinuierliche Anstieg von Investitionskrediten und der zu erwartende Margendruck



durch Steuererhöhungen stellen aber zunehmende Risiken dar. Diese nehmen wir sehr ernst. Daher gehen wir bei der fundamentalen Analyse sehr tief ins Detail. Die Auswahl der richtigen Unternehmen ist wichtiger denn je. Auch wenn neue Höchststände für die Breite der Aktienmärkte unwahrscheinlicher werden, fühlen wir uns mit unseren Dividendenaristokraten und Digitalisierungsgewinnern sehr wohl. Auch potentielle Anstiege von Volatilität fürchten wir nicht. Ganz im Gegenteil. Wir halten ausreichend Liquidität vor, um Chancen ergreifen zu können. Genauso, wie wir das zum Höhepunkt der Panik im März 2020 getan haben. Damals haben wir die Aktienquote auf 85% erhöht.

Dr. Ulrich Kaffarnik

Zur Bewertungsfrage lässt sich festhalten, dass Aktien im Vergleich zur Historie nicht billig sind, aber gemessen an den Kapitalmarktzinsen keine Überbewertung besteht. Kurzfristig gesehen gibt es häufig mehr Argumente gegen als für Aktien, da immer wieder politische, wirtschaftliche oder gesellschaftliche Strömungen die Anlegerstimmung negativ beeinflussen. Derzeit sind das beispielsweise mögliche Konsequenzen der Bundestagswahlen, eine eventuelle vierte Corona-Welle im Herbst oder eine Eskalation zwischen den USA und China bei der Handelspolitik. Langfristig zeigt sich allerdings, dass die Volkswirtschaften und damit die Börsen trotz aller Eventualitäten aufwärts tendieren. Die Frage nach dem richtigen Zeitpunkt für Investments können vielleicht Götter beantworten. Da es davon aber sehr viele gibt, muss man auch den Richtigen treffen.

Peter Rieth

Diese Frage des Einstiegs bekomme ich oft von unseren Neukunden gestellt. Auch wir haben keine Glaskugel, die uns kurzfristig die Richtung des Marktes anzeigt. Manchmal kann man schwierige Marktphasen im Vorfeld erkennen, aber bei weitem nicht immer. Ich sage dann immer, dass bei einem

langfristigen Anlagehorizont der Aktienmarkt historisch mit ca. 8% pro Jahr rentiert hat. Natürlich gibt es dann auch Jahre, in denen Kunden mit Aktien 30% oder mehr verloren haben. Das ist der Preis, den zahlen muss, wer langfristig einen realen Wertzuwachs erreichen will. Wem das Risiko eines aktienlastigen Portfolios zu hoch erscheint, der kann einen Teil der Ersparnisse in einen aktiv gemanagten defensiven Mischfonds investieren.

Philipp Vorndran

Aktien sind historisch betrachtet sicherlich keine „Schnäppchen“ mehr, wenngleich es schon Phasen gegeben hat, in denen die Bewertungen deutlich höher lagen als heute – mit einem entscheidenden Unterschied: Niemals waren die Zinsen so tief wie heute, Anlagealternativen damit so unattraktiv. Aber davon mal abgesehen: Timingüberlegungen sollten nicht die alleinige Entscheidungsgrundlage sein; den günstigsten Einstiegszeitpunkt zu erwischen, ist meist reine Glückssache. Oder andersherum: Ja, auch derzeit ist es nicht verwegen, Aktien zu kaufen, gerade mit Blick auf das Zinsumfeld. Stufenweise Investitionspläne helfen langfristig, die Timingfalle zu umgehen. Wo sich attraktive Bewertungen finden lassen? Das lässt sich leider nicht verallgemeinern, sondern kommt immer auf die jeweilige Aktie, das jeweilige Unternehmen an.

Geht es nun immer weiter nach oben? Ja, für Growth-, als auch für Value-Aktien, aber mit Unterbrechungen und in unterschiedlicher Ausprägung. Deshalb investieren wir in aktiv und verantwortungsvoll agierende Vermögensverwalter, die mit unterschiedlicher Marktsicht und Aufstellung die Portfolios unserer Kunden vor zu hohen Schwankungen schützen.

Mit diesem Investment im Fokus wollen wir eine hohe Transparenz und einen direkten Zugang zu den Sichtweisen der Vermögensverwalter schaffen. Vielen Dank für Interesse.



HABEN WIR IHR INTERESSE GEWECKT?

Gerne erläutern wir Ihnen alle Details in einem persönlichen Gespräch.

WWW.VERMOEGENSWERK.COM

BÜRO MÜNCHEN

Gottfried Krebs
Tel.: (089) 208 027 127
Fax: (089) 208 027 450
muenchen@vermoegenswerk.com

BÜRO HAMBURG

Florian Baumgartner
Tel.: (040) 794 163 66
Fax: (040) 794 163 67
hamburg@vermoegenswerk.com

BÜRO BERLIN

Tel.: (030) 450 866 11
Fax: (030) 450 866 12
berlin@vermoegenswerk.com

HINWEIS

Datenstand: 30.06.2021, Vergleichsindex: 50% MSCI Welt / 50% Eonia bzw. 25% MSCI Welt / 75% Eonia; Quelle: VWD. Die vorliegenden Unterlagen wurden von VermögensWerk AG auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft werden, erstellt. VermögensWerk AG hat keine Garantie für die Richtigkeit der Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit ändern. VermögensWerk AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile sowie das Einkommen aus Anteilen können schwanken und nicht garantiert werden. Diese Unterlage stellt kein Angebot zum Kauf von Investmentfondsanteilen oder Aktien dar. Die Grundlage für den Kauf von Investmentfondsanteilen sind die jeweiligen gültigen Verkaufsprospekte und aktuellen Halbjahres- und Jahresberichte. Diese können jederzeit bei VermögensWerk AG, Nymphenburger Str. 4, 80335 München angefordert werden. Im Prospekt sind wichtige Angaben zu Risiko, Kosten und Anlagestrategie enthalten.



VERMÖGENSWERK AG
VERMÖGEN | VERWALTER | AUSWAHL