



Asset Allocation 2021/22: Rückschau und Ausblick

Toby Nangle, Global Head of Asset Allocation

Nach der Rezession, die 2020 durch den Schock der COVID-19-Pandemie ausgelöst wurde, hat die Weltkonjunktur 2021 wieder angezogen. Die Gewinnentwicklung hat die Prognosen übertroffen. Zudem besteht die Aussicht auf eine Straffung der Geldpolitik, nachdem sich die Hoffnung auf ein baldiges Abflauen der Inflation nicht erfüllt hat. Betrachtet man den gesamten Zeitraum der COVID-19-Pandemie, so stehen hohe Aktienrenditen niedrigen Staatsanleiherenditen gegenüber. Unternehmensanleihen haben im Vergleich zu Staatsanleihen relativ gut abgeschnitten und steigende Preise für Industriemetalle haben die Rohstoffrenditen in die Höhe getrieben (Abb. 1).

Aktienrenditen lassen sich in folgende Komponenten unterteilen: Die Dividende, die Veränderung der erwarteten Ertragskraft und die Veränderung der Zahlungsbereitschaft für ein bestimmtes Maß an Ertragskraft (Bewertung). Erfahrungsgemäß hängen die kurzfristigen Renditen vor allem vom letztgenannten Faktor ab, während langfristig eher die Ertragskraft der Unternehmen die maßgebliche Rolle spielt. Gewaltige Renditen durch rasant steigende Kurse ohne erkennbare Veränderung der Ertragskraft finde ich verstörend, während mich eine stark steigende Ertragskraft, die vom Markt nicht belohnt wird, fasziniert.

Welches Bild ergibt sich also für die Corona-Zeit? In allen bedeutenden Weltregionen mit Ausnahme der USA lag der Anstieg der erwarteten Ertragskraft im mittleren bis oberen einstelligen Bereich. In Amerika fiel die Wachstumsrate dagegen etwa doppelt so hoch aus. Eine genauere Betrachtung zeigt, dass die Performance der US-amerikanischen Substanzwerte weitgehend der weltweiten Entwicklung entsprach und somit nur die US-Wachstumswerte eine Ausnahmeerscheinung bilden.



Abb. 1: Annualisierte Renditen der einzelnen Anlageklassen 2020/21

Annualisierte Rendite													Seit 2005				
31/01/2020 30/11/2021	Δ progn. Gewinn je Aktie	+	Δ For- ward-KGV	=	Wertst.	+	Div.	=	Lokale Gesamtr.	+	Wechs- elkurs	=	Gesamtr. in USD	KGV am Anfang	KGV am Ende	Mittel- wert	SA vom Mittel- wert
Japan	8.2 %	+	0.7 %	=	8.9 %	+	2.4 %	=	11.6 %	+	-2.3 %	=	9.0 %	13.7x	13.9x	15.1x	-0.3
USA	12.0 %	+	8.0 %	=	20.9 %	+	1.6 %	=	22.9 %				22.9 %	18.1x	20.8x	15.5x	+2.1
Europa ohne GB	5.9 %	+	3.0 %	=	9.0 %	+	2.7 %	=	11.9 %	+	1.2 %	=	13.2 %	15.0x	15.8x	13.4x	+1.4
GB	4.8 %	+	-7.0 %	=	-2.5 %	+	4.0 %	=	1.3 %	+	0.4 %	=	1.7 %	13.0x	11.4x	12.3x	-0.3
Schwellenländer	7.0 %	+	0.5 %	=	7.5 %	+	2.5 %	=	10.1 %				10.1 %	12.1x	12.2x	11.3x	+0.8
AC Asia ex JP	5.9 %	+	3.6 %	=	9.8 %	+	2.3 %	=	12.3 %				12.3 %	12.8x	13.6x	12.6x	+0.8
MSCI US Growth	15.0 %	+	16.8 %	=	34.3 %	+	0.6 %	=	35.1 %				35.1 %	24.7x	32.9x	19.0x	+3.0
MSCI US Value	5.5 %	+	3.4 %	=	9.1 %	+	2.7 %	=	12.1 %				12.1 %	14.5x	15.4x	13.6x	+1.4
													Rendite am Anfang	Rendite am Ende	Mittel- wert	SA vom Mittel- wert	
US-Staatsanl. 7-10 Jahre	Δ Rendite				Wertst.	+	Ertrag	=	Lokale Gesamtr.								
US-Staatsanl. 7-10 Jahre	-0.1 %				-0.0 %	+	2.0 %	=	1.9 %				1.47 %	1.39 %	2.59 %	-1.1	
Britische Staatsanl. 7-10 Jahre	+0.3 %				-2.3 %	+	2.0 %	=	-0.4 %				0.44 %	0.74 %	2.34 %	-1.1	
Bundesanl. 7-10 Jahre	+0.1 %				-1.5 %	+	1.1 %	=	-0.4 %				-0.54 %	-0.46 %	1.51 %	-1.2	
													OAS am Anfang	OAS am Ende	Mittel- wert	SA vom Mittel- wert	
Investment-Grade-Anl. USA	Δ optionsber. Spread (OAS)				Wertst.	+	Ertrag	=	Local TRR				Überschuss- rendite				
Investment-Grade-Anl. USA	-0.1 %				-0.0 %	+	3.5 %	=	3.5 %				+1.2 %	1.09 %	1.03 %	1.63 %	-0.7
Investment-Grade-Anl. GB	-0.1 %				-1.3 %	+	3.4 %	=	2.0 %				+1.9 %	1.27 %	1.17 %	1.71 %	-0.7
Investment-Grade-Anl. EUR	+0.2 %				-1.2 %	+	1.5 %	=	0.3 %				+0.8 %	0.95 %	1.11 %	1.35 %	-0.3
Hochzinsanl. USA	-0.4 %				-0.6 %	+	5.8 %	=	5.2 %				+3.6 %	4.01 %	3.60 %	5.30 %	-0.6
Hochzinsanl. EUR	+0.3 %				-0.9 %	+	3.7 %	=	2.8 %				+3.3 %	3.56 %	3.81 %	5.15 %	-0.4
Rohstoffe									19.1 %								
Gold									7.0 %								
Öl									-3.1 %								
Industriemetalle									28.4 %								

Quelle: Bloomberg und Columbia Threadneedle, Stand: 13. Dezember 2021.



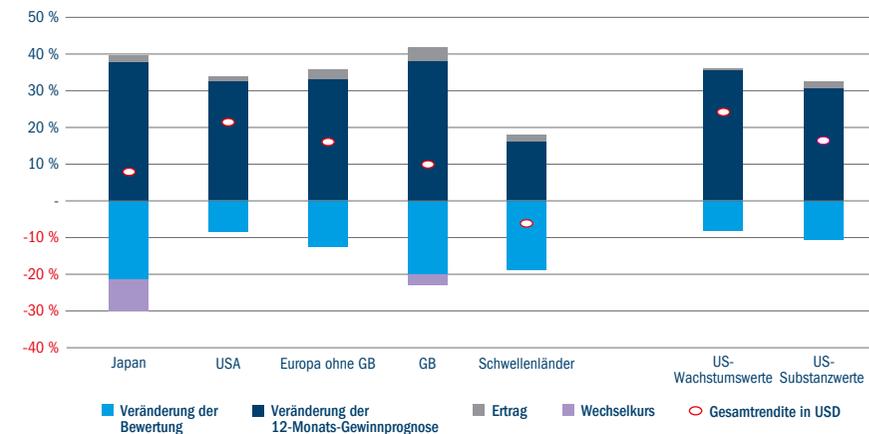


Vieles davon wird Ihnen bekannt vorkommen, denn es entspricht dem Muster des Vorjahres, das in den meisten Teilen der Welt mit extrem hohen Bewertungen und niedrigen Gewinnen endete. Anfang 2021 rechnete ich mit einer kräftigen Erholung der Gewinne, aber auch mit einer erheblichen Korrektur der Marktbewertungen. Auf einer ganzen Reihe von Märkten lag ich damit richtig. So ging beispielsweise in Japan das (anhand der Gewinnprognosen berechnete) Forward-KGV zwischen Dezember 2020 und November 2021 von 18x auf 14x zurück, was in diesem Zeitraum die Aktienrenditen um 22 % schmälerte und die Gesamrenditen in Lokalwährung auf 10 % drückte, obwohl die Gewinnprognosen um 38 % stiegen. Das Forward-KGV des japanischen Markts sank damit auf ein Niveau, das den 15-Jahres-Durchschnitt unterschreitet.

Das einzige bedeutende Segment des globalen Aktienmarkts, das 2021 nicht von einem zweistelligen Bewertungsrückgang betroffen war, sind die US-amerikanischen Wachstumswerte (siehe Abb. 2). Das Forward-KGV des gesamten US-Markts liegt um mehr als zwei Standardabweichungen über dem 15-Jahres-Durchschnitt (siehe Abb. 3). Ich bin der Meinung, dass die Bewertungen an den großen Märkten derzeit ungewöhnlich weit auseinanderklaffen und generelle Aussagen darüber, ob Aktien billig oder teuer erscheinen, daher noch weniger angebracht sind als sonst.

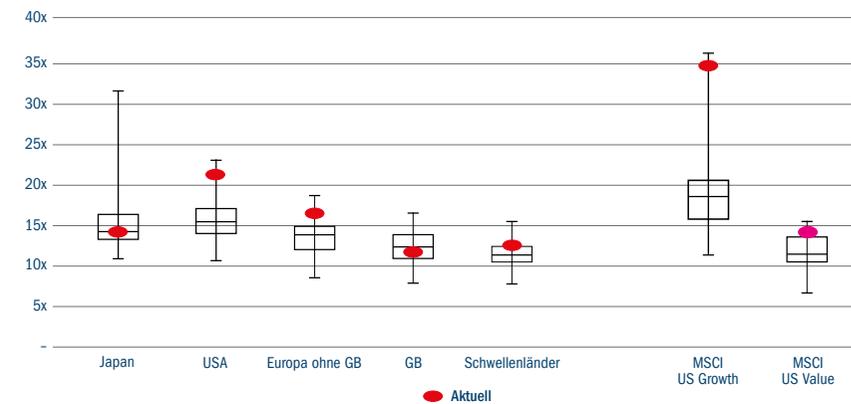
Hohe Bewertungen stellen zweifellos auf einigen Märkten mittelfristig einen Hemmschuh für die Renditen dar. Diese Aktienbewertungsproblematik ist eine der drei Hauptschwierigkeiten, mit denen die globalen Märkte konfrontiert sind (soweit keine geopolitischen Verwerfungen auftreten). Die anderen sind der vorübergehende oder dauerhafte Charakter der Inflation sowie die weiteren Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf das Wirtschaftsgeschehen. All diese Faktoren sind miteinander verbunden.

Abb. 2: Aktienmarktrenditen vom 31. Dezember 2020 bis zum 30. November 2021 aufgeschlüsselt in ihre Bestandteile



Quelle: Bloomberg und Columbia Threadneedle, Stand: 13. Dezember 2021.

Abb. 3: Forward-KGVs verschiedener Aktienmärkte am 30. November 2021 im Vergleich zu den 15-Jahres-Werten



Quelle: Bloomberg und Columbia Threadneedle, Stand: 13. Dezember 2021.





Wie William Davies, Deputy Global CIO,¹ und Adrian Hilton, Head of Global Rates and Currency,² an anderer Stelle erwähnt haben, rechnen wir 2022 mit einem Rückgang der Inflation. Das Rohstoffteam prognostiziert in seinen Publikationen einen Anstieg des Ölpreises über die Marke von 100 USD im Jahr 2022 und geht davon aus, dass die mit der Umstellung auf klimaneutrale Technologien verbundene Nachfrage die Preise für Nichtedelmetalle weiter in die Höhe treiben wird. Dieser Effekt dürfte in Verbindung mit dem anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Mieten und Löhne in allen Industrieländern genügen, um zu verhindern, dass der Deflationsschub, der mit der Überwindung der Lieferkettenblockade einhergeht, die Inflation zu stark nach unten treibt. Doch die Aufgabe, einer galoppierenden Inflation Einhalt zu gebieten, wird den Märkten und Zentralbanken weniger dringlich erscheinen. Daher haben wir Verständnis (wenn auch keine Sympathien) für die miserablen Bewertungen der Staatsanleihen, die einige wenige Zinserhöhungen im kommenden Jahr vorwegnehmen.

Trotz der hohen absoluten Zahlen werden die Haushaltsdefizite der Industriestaaten 2022 rund um den Globus sinken. Dies wird das Wirtschaftswachstum bremsen. Die Konjunkturdynamik im Zuge der Erholung von der Corona-Krise und die immer noch hohen Ersparnisse, die in den letzten Jahren aufgebaut wurden, werden jedoch wohl ein hinreichendes Gegengewicht zu den negativen haushalts- und geldpolitischen Einflüssen bilden, um den Absturz in eine Rezession zu verhindern. Das Wachstumstempo wird sich jedoch wahrscheinlich im Laufe des Jahres verlangsamen.

Man könnte meinen, dass ein makroökonomisches Umfeld mit sinkender Reflationsdynamik, das von negativen haushalts- und geldpolitischen Einflüssen und hohen Rohstoffpreisen geprägt ist, den Unternehmen schwierige Bedingungen für die Steigerung ihrer Gewinne bietet. Doch meine Kollegen bei Columbia Threadneedle, die Bottom-up-Analysen von Aktien und Anleihen durchführen, stehen im täglichen Austausch mit Unternehmen, um sie mit Informationen für ihre detaillierten finanziellen Hochrechnungen zu versorgen. In der Summe bieten diese Hochrechnungen meines Erachtens die Aussicht, dass sich auf der Marktebene ein Gewinnwachstum in einer Größenordnung von 10 % einstellen wird.

Wie lautet das Fazit? Offensichtlich besteht eindeutig das Risiko einer Marktkorrektur, falls sich die Inflation dauerhaft als höher erweist, sodass konzertierte Leitzinserhöhungen der Zentralbanken nötig werden, um ihr Einhalt zu gebieten. Die größten Verlierer wären in einem solchen Negativszenario wahrscheinlich Aktien und Anleihen mit langer Duration. Wir räumen ein, dass beachtliche Unsicherheiten bestehen und die Abwärtsbewegungen, die bei Abweichungen von unserem Hauptszenario sinkender Inflationsraten drohen, erhebliche Ausmaße annehmen können. Doch die soliden Gewinnaussichten und das Niedrigzinsumfeld rechtfertigen die Bewertungen vieler Aktienmärkte und veranlassen mich, investiert zu bleiben. Die Kombination aus einem bescheidenen Gewinnwachstum bei moderaten Bewertungen auf manchen Märkten und einem strukturell hohen Wachstum der Firmen, die das Wirtschaftsgefüge revolutionieren, dabei aber auch anspruchsvolle Bewertungen aufweisen, bietet keine schlechten Aussichten.

¹ Columbia Threadneedle, „Veränderungen im geldpolitischen Umfeld bilden den Hintergrund für 2021 – ein Jahr des Wandels“, Dezember 2021.

² Columbia Threadneedle, „Fixed income: from recovery to expansion“, Dezember 2021.



Weitere Informationen finden Sie auf
columbiathreadneedle.com



Wichtige Informationen:

Nur für professionelle Kunden und/oder entsprechende Investorentypen in Ihrem Rechtsgebiet (nicht für Privatkunden zu verwenden oder an diese weiterzugeben). Dies ist ein Werbedokument.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und sollte nicht als für eine bestimmte Anlage repräsentativ eingestuft werden. Es stellt kein Angebot und auch keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten dar, noch gilt es als Anlageberatung oder sonstige Leistung. **Anlagen sind mit Risiken verbunden, darunter auch das Risiko des Verlusts des eingesetzten Kapitals. Ihr Kapital ist nicht geschützt.** Das Marktrisiko kann einen einzelnen Emittenten, einen Wirtschaftssektor, einen Industriezweig oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert der Anlagen ist nicht garantiert. Deshalb erhält ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurück. **Internationale Anlagen** bergen bestimmte Risiken und können aufgrund möglicher Veränderungen der politischen oder wirtschaftlichen Verhältnisse oder wegen Währungsschwankungen sowie unterschiedlicher Finanz- und Bilanzierungsstandards volatil sein. **Die hierin aufgeführten Wertpapiere dienen nur zur Veranschaulichung, können sich ändern und sollten nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung verstanden werden. Die genannten Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen.** Die Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand am genannten Datum, können sich bei einer Veränderung der Markt- oder sonstigen Bedingungen ändern und können von den Meinungsäußerungen anderer verbundener Unternehmen oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) abweichen. Die tatsächlichen Anlagen oder Anlageentscheidungen von Columbia Threadneedle und seinen Tochtergesellschaften, ob sie nun für die eigene Anlageverwaltungstätigkeit oder im Namen von Kunden getätigt werden, spiegeln die hierin ausgedrückten Meinungsäußerungen nicht notwendigerweise wider. Diese Informationen stellen keine Anlageberatung dar und berücksichtigen die persönlichen Umstände eines Anlegers nicht. Anlageentscheidungen sollten immer auf Grundlage der konkreten finanziellen Bedürfnisse, der Ziele, des zeitlichen Horizonts und der Risikobereitschaft eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen eignen sich möglicherweise nicht für alle Anleger. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und keine Prognose sollte als Garantie angesehen werden.** Informationen und Einschätzungen, die von Dritten bezogen wurden, werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichtsbehörde überprüft.

Für Australien gilt: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited („TIS“), ARBN 600 027 414. TIS ist von der Auflage befreit, eine australische Finanzdienstleisterlizenz gemäß dem Corporations Act zu besitzen, und stützt sich bei der Vermarktung und Erbringung von Finanzdienstleistungen für australische Wholesale-Kunden im Sinne von Section 761G des Corporations Act 2001 auf Class Order 03/1102. TIS wird in Singapur (Registernummer: 201101559W) von der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Chapter 289) reguliert, der von australischem Recht abweicht.

Für Singapur gilt: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapore 239519, die in Singapur der Aufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Chapter 289) untersteht. Registernummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

Für Hongkong gilt: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, die von der Securities and Futures Commission („SFC“) zur Durchführung regulierter Aktivitäten (Typ 1) zugelassen ist (CE:AQA779). Eingetragen in Hongkong gemäß der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

Für das Vereinigte Königreich gilt: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204. Eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, GB. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority.

Für den EWR gilt: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A. Eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Registernummer B 110242. Eingetragener Firmensitz: 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg.

Für den Nahen Osten gilt: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verbreitet, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority (DFSA) untersteht. Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen; andere Personen sollten nicht auf Grundlage dieser Informationen handeln.

Für die Schweiz gilt: Threadneedle Asset Management Limited, eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204. Eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, GB. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragener Firmensitz: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe. columbiathreadneedle.com

Herausgegeben im Dezember 2021 | Gültig bis Juni 2022 | J32025 | 3975748