

Geldpolitik und Zinsen - 2022

Auf ruppige Finanzmärkte einstellen

Dr. Michael Heise on Global Economics
Januar 2022



Mit dem lange unterschätzten und praktisch weltweiten Anstieg der Inflation in den letzten Monaten sind die Notenbanken unter Druck geraten, aus ihrer expansiven Geldpolitik bald auszusteigen. Für Anleger stellt sich die Frage, wie konsequent die Notenbanken zur Sache gehen werden, was das für die Konjunktur bedeutet und ob mit deutlichen Rückschlägen an den Kapitalmärkten zu rechnen ist?



Der amerikanische Notenbankchef Jerome Powell hat angesichts der hohen Inflationsdynamik und eines ausgelasteten Arbeitsmarktes signalisiert, dass die lockere Geldpolitik bald ausgedient haben könnte und die Notenbank schon in 2022 zu mehreren Zinserhöhungen bereit sein könnte. Mit einer Reduzierung der Anleihekäufe am Kapitalmarkt hat die Fed bereits begonnen, eine Rückführung der aufgeblähten Bilanzsumme der Notenbank wird diskutiert. Auch die EZB hat Korrekturen angekündigt, bleibt aber bei einer deutlich expansiveren Linie als die amerikanische Schwester. Von Zinserhöhungen ist nach den Verlautbarungen der EZB vorerst keine Rede und die Anleihekäufe der EZB werden weitergehen, wenn auch auf etwas reduziertem Niveau.

Die Anleihenmärkte haben auf die Anzeichen einer geldpolitischen Wende bisher sehr gelassen reagiert. Die Renditen an den Kapitalmärkten sind in den vergangenen Monaten zwar angestiegen, aber wie man aus der Zinsstrukturkurve ableiten kann, die die Anleiherenditen nach Laufzeiten wiedergibt, werden für die nächsten Jahre keine starken Renditesteigerungen erwartet. Auch die Aktienmärkte haben ihren Aufwärtstrend mit einigen Rücksetzern fortgesetzt. Das beruht offenbar auf der Erwartung,

dass keine sehr scharfe Korrektur der Geldpolitik erforderlich sein wird, die eine Stabilisierungsrezession zur Folge haben könnte, wie sie die USA vor rund 40 Jahren unter dem Notenbankchef Paul Volcker erlebt hat. Der heutige Notenbankpräsident Powell weist zurecht darauf hin, dass die aktuell sehr hohe Inflation auch auf verschiedene Sondereffekte der Pandemie zurückzuführen ist. So haben weitreichende Lieferengpässe bei einem gleichzeitig beschleunigten Anstieg der Warennachfrage der Inflation in den letzten Monaten weltweit Auftrieb verliehen. Die Teuerung dürfte wieder zurückgehen, wenn die Energiepreise ihren Höhenflug beenden, die globalen Lieferketten wieder besser funktionieren und der schubartige Anstieg der Warennachfrage als Folge von „lockdowns“ abebbt. Letzteres wird auch dazu beitragen, dass die Wirtschaft nach einer Erholungsphase mit überdurchschnittlichem Wachstum bald wieder auf ein normales Konjunkturtempo zurückfällt und der Preisauftrieb dadurch gemindert wird. Wirtschaftliche Belastungen durch die Pandemieentwicklung könnten hinzukommen.

Aber was passiert, wenn die Inflationsraten in den USA, der EWU und anderen Ländern doch unerwartet hoch bleiben, beispielsweise

weise weil die Energiepreise ihren Höhenflug im Umfeld steigender geopolitischer Spannungen nicht beenden, weil die bereits eingetretenen teilweise recht drastischen Verteuerungen der Erzeugerpreise in größerem Umfang an die Verbraucher weitergegeben werden und die Tarifpartner dies in angespannten Arbeitsmärkten zum Anlass nehmen, deutlich höhere Löhne zu fordern? Ein solches Szenario mag noch als Risikoszenario gesehen werden, es ist aber durch die Inflationsdynamik der vergangenen Monate deutlich wahrscheinlicher geworden. In diesem Szenario müssten die Notenbanken doch harte Schritte machen, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Auch in der Eurozone könnten dann in 2022 erste Zinssteigerungen und ein völliger Stop der Anleihekäufe anstehen. Die Kapitalmarktrenditen müssten in diesem Szenario deutlich stärker nach oben tendieren.

Steigende Renditen für sichere Staatsanleihen würden allerdings sehr unerwünschte Nebenwirkungen haben. Denn aufgrund der in den vergangenen Jahren weiter gestiegenen und inzwischen sehr hohen staatlichen und privaten Verschuldung brächten Kursverluste an den Kapitalmärkten nicht nur Risiken für die Finanzstabilität mit sich, sondern sie würden auch die Staatsfinanzierung erheblich beeinträchtigen und besonders in hochverschuldeten Staaten der EWU Konsolidierungszwänge auslösen. Viele Beobachter glauben daher, dass die Notenbanken doch alles tun werden, um die Renditen selbst im Falle stärkerer Inflationstendenzen tief unten zu halten und damit den fiskalpolitischen und finanzmarktbezogenen Risiken bei ihren Entscheidungen eine Dominanz einräumen. Wäre das eine Lösung und ist das ein wahrscheinliches Szenario? Eher nein. Notenbanken, die die Kapitalmarktrenditen auf einem vorgegebenen niedrigen Niveau halten wollen, müssen bereit ein, Anleihen prinzipiell in unbestimmter Menge aufzukaufen und damit das Volumen der Zentralbankgeldmenge weiter auszuweiten. Die Geldmenge wird bei einer so ausgerichteten Notenbankpolitik zu einer endogenen Variablen, die die Notenbank nicht direkt steuern kann. Da die Geldmenge langfristig ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Inflation ist, würde eine solche Strategie die Inflation und die Inflationserwartungen weiter anheizen. Die Begrenzung von Kapitalmarktrenditen kann in deflationären Situationen, wie sie etwa Japan jahrelang erfahren hat, ein probates Mittel sein, sobald aber die Inflationserwartungen stabilisiert werden müssen, wäre eine solche Politik kontraproduktiv. Die Schlussfolgerung ist also klar: Wenn sich die Inflation nicht wie von den Zentralbanken erwartet im Laufe des Jahres 2022 rasch zurückbildet, ist auch mit deutlichen Renditesteigerungen an den Kapitalmärkten und entsprechender Volatilität der Kurse zu rechnen.

Anleger tun folglich gut daran, sich auf etwas stärkere Anpassungen an den Märkten gefasst zu machen. Die derzeitige, eher züchtige Sichtweise, dass die Notenbanken einen sehr behutsamen Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik finden und es zur

Stabilisierung der Inflation ausreichen wird, die expansiven Impulse der Politik zu mindern, ohne hart gegenzusteuern, könnte einem Test unterworfen werden. Das positive Szenario setzt voraus, dass sich die Inflationsraten von derzeit rund 7 % in den USA und 5 % in der EWU bald deutlich zurückbilden, weil die Angebotsengpässe allmählich überwunden werden und die Nachfragedynamik in den Volkswirtschaften nachlässt. Das ist nach wie vor das wahrscheinlichste Szenario, und es rechtfertigt das vorsichtige Vorgehen der Zentralbanken, aber verlassen kann man sich darauf nicht. Anleger sollten sich daher nicht nur gegen erhöhte Inflationsraten, sondern auch gegenüber dem Risiko deutlicher Renditesteigerungen wappnen. Sachwertorientierte Anlagen und möglichst wenig zinsensitive Wertpapiere können dazu dienen.

Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen ("Information") sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter www.leanval.investments. Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH
Die Geschäftsführung
Köln, 2021