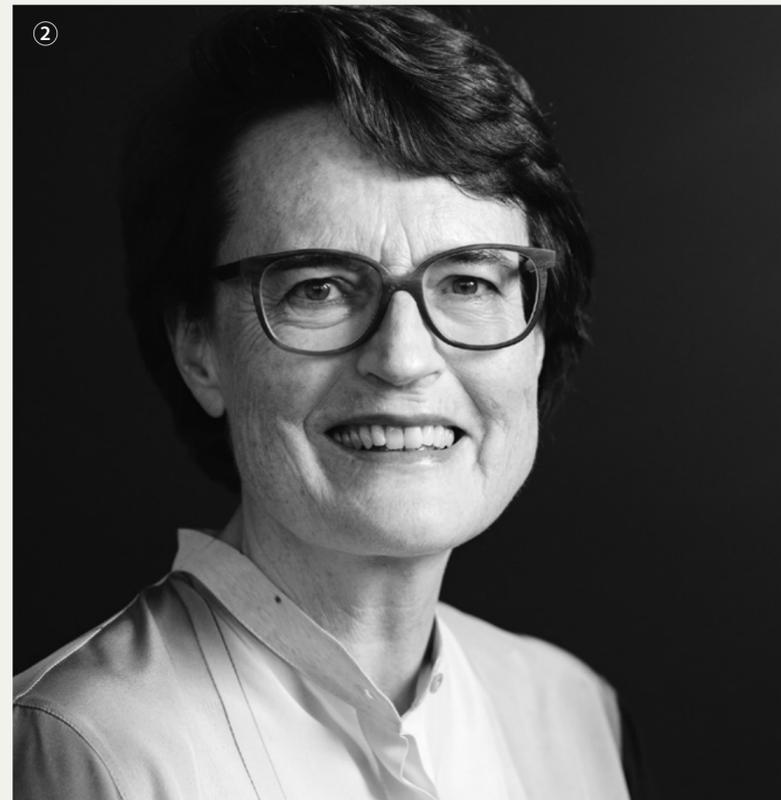


# Der Wirtschaftsboom treibt die Aktienkurse noch höher

Marktperspektiven 2022: Die Wirtschaft floriert, und die Zentralbanken setzen erste Leitplanken. Derweil will China mehr Macht.



Das FuW-Börsenpanel wagt einen Blick in die Zukunft. Die Ausschüften für Wirtschaft und Kapitalmarkt diskutieren die Anlageprofis Christa Janjic-Marti, Hilmar Langensand und Antoinette Hunziker-Ebneter.

**Das Jahr 2021 war sehr gut für Aktien, kann es im neuen Jahr so weitergehen?**  
**Hilmar Langensand:** Der Weltaktienindex MSCI entwickelte sich bisher im Gleichklang mit dem Anstieg der Geldmenge. Nun steigen die Herausforderungen, weil das geldpolitische Kleid nicht mehr so locker sitzt. Zudem ist die Bewertung vieler Wachstumsaktien enorm hoch und nimmt schon viel von der Zukunft vorweg. Es bleiben zwar gute Unternehmen, doch diese können eine schlechte Kapitalanlage sein, wenn man die Aktien zu teuer einkauft. Ich denke, dass 2022 eher für Value-Titel aus den Branchen Versorger, Banken, Versicherungen und Telekommunikation gut wird, die jetzt noch günstig bewertet sind. Beispielsweise profitieren die BKW von höheren Strompreisen, oder der Baloise würden steigende Zinsen helfen.

**«Auch gute Unternehmen können eine schlechte Kapitalanlage sein, wenn man sie zu teuer einkauft.»**

**HILMAR LANGENSAND**  
CEO zCapital

**Antoinette Hunziker-Ebneter:** Ich rechne in den kommenden Monaten mit leicht steigenden Kursen bei Schweizer und internationalen Aktien. Meine Favoriten sind die Branchen Medtech und Pharma mit Unternehmen wie Roche und Sonova

oder Novo Nordisk sowie Lebensmittel mit dem Schokoladenhersteller Barry Callebaut. Unter Banken und Versicherungen haben Swiss Re oder Allianz auffallend nachhaltige Geschäftsmodelle. Hinsichtlich Nachhaltigkeit ist Geberit eine der besten Firmen überhaupt. Die Berichtserstattung ist sehr transparent. Sehr gut in dieser Hinsicht erscheinen mir auch Schneider Electric, SAP, VM Ware sowie Johnson Controls.

**«Hinsichtlich Nachhaltigkeit ist Geberit eine der besten Firmen überhaupt. Sie berichtet sehr transparent.»**

**ANTOINETTE HUNZIKER-EBNETER**  
CEO Forma Futura

**Christa Janjic-Marti:** 2021 war ein Traumjahr für Unternehmen, in fast allen Sektoren sind die Margen gestiegen. Unser Konjunkturmodell, welches sich aus allen verfügbaren vorlaufenden Konjunkturindikatoren speist, zeigt für die Industrienationen ein 20-Jahres-Hoch an. Dieses sehr gute Szenario dürfte das erste Halbjahr 2022 prägen. Mit Blick auf Aktienmärkte erkennen wir derzeit im britischen Markt Gelegenheiten. Die vielen Finanztitel könnten profitieren, wenn wegen der anziehenden Inflation die Leitzinsen steigen. Des Weiteren sehen wir in chinesischen Aktien eine interessante Portfolioeismischung. Man kann Chinas Wirtschaftswachstum zunehmend nicht mehr mit Aktien westlicher Firmen wie VW oder Apple ins Portfolio holen. Diese wachsen in China mittler-

weile wesentlich schwächer als einheimische Brands. Wenn man die spezifischen Risiken dieses Landes eingehen möchte, man Anleihen mit Laufzeiten von über zehn Jahren, d. Red.) eine tickende Zeitbombe. Trotz der deutlich steigenden Inflation sind die Renditen dort immer noch leicht negativ. Man bekommt als Anleger somit weniger Geld zurück, als man anfangs bezahlt hat. Solange das so bleibt, fehlt den Anlegern jede Alternative zu Aktien oder Immobilien. Aber wenn die Inflation dauerhaft zurückkehrt und die Zinsen steigen, könnten die Preise deutlich korrigieren.

**Was macht Ihnen mit Blick auf die Kapitalmärkte aktuell Sorgen?**  
**Langensand:** Kurzfristig muss man die Risiken aus Omikron beachten. Dies wird das erste Quartal noch prägen, auch wenn die realwirtschaftlichen Auswir-

kungen nur schwer abschätzbar sind. Für mich ist aber vor allem das lange Ende des Bondmarktes (als solches bezeichnet man Anleihen mit Laufzeiten von über zehn Jahren, d. Red.) eine tickende Zeitbombe. Trotz der deutlich steigenden Inflation sind die Renditen dort immer noch leicht negativ. Man bekommt als Anleger somit weniger Geld zurück, als man anfangs bezahlt hat. Solange das so bleibt, fehlt den Anlegern jede Alternative zu Aktien oder Immobilien. Aber wenn die Inflation dauerhaft zurückkehrt und die Zinsen steigen, könnten die Preise deutlich korrigieren.

**Hunziker-Ebneter:** Mir macht Sorgen, dass zu viel Geld im System ist. Güter und vernünftige Anlagen sind knapp, die Teuerung und die Preise für Aktien und Immobilien steigen. Vor allem riskante Anlageklassen sind gegenüber höheren Zinsen verwundbar. Angesichts der Bewertungsunterschiede in den Sektoren besorgt mich auch die Instrumentalisierung von Wirtschaftssanktionen an den Kapitalmärkten und die potenziell mögliche Eskalation im Konfliktdreieck China-USA-Taiwan.

**Janjic-Marti:** Die langfristigen Anleihezinssätze beeinflussen das Niveau aller Bewertungen am Kapitalmarkt, weil sie eine Referenzgrösse in den Berechnungsmodellen sind. Seit zwanzig Jahren sinken nun diese Zinsen, und der Hebeleffekt wird umso stärker, je näher man dem Nullzins kommt. Der Effekt ist exponentiell, denn wenn die Zinsen von 4 auf 3% sinken, ist es lediglich ein Viertel, aber von 3 auf 2 schon ein Drittel und von 2 auf 1 dann die Hälfte. Wir sind wie auf einer Achterbahn steil nach oben unterwegs, und die Fallhöhe ist mittlerweile enorm.

**«Wir sind wie auf einer Achterbahn steil nach oben unterwegs, und die Fallhöhe ist mittlerweile enorm.»**

**CHRISTA JANJIC-MARTI**  
Partnerin WPuls

**In den USA stehen laufendes Jahr wohl gleich drei Leitzinserhöhungen an. Wie bewerten Sie das?**  
**Langensand:** Die anvisierten Zinsschritte überraschen mich nicht, ich wundere mich eher, dass das Fed so lange ge-

braucht hat, um zu realisieren, dass die Inflation nicht nur temporär, sondern strukturell ist. Mittlerweile wollen 60% der KMU in den USA die Preise erhöhen, ein Viertel will neue Mitarbeitende einstellen. Langjährige Verkaufsleiter sprechen von einem Verkäufermarkt, in dem Verkäufer die Preise diktieren. Das ist ein Wirtschaftsboom, der von der Fiskal- und Geldpolitik in der Pandemie ausgelöst wurde. Die angekündigten Zinsschritte sind richtig und sollen ein Überhitzen der Wirtschaft verhindern.

**«In der Schweiz und in Europa gibt es jedoch fast keinen Spielraum für die Geldpolitik.»**

**ANTOINETTE HUNZIKER-EBNETER**  
CEO Forma Futura

**Janjic-Marti:** Die Ankündigungen der US-Notenbank sind noch keine Handlung. Die geplanten Zinsschritte sind sehr zaghaft, und man kann sich fragen, ob sie die Wirtschaftsentwicklung abkühlen werden. Für mich ist klar, dass die Inflationsraten in nächster Zukunft über den Zielen der Zentralbank liegen werden. Aus Schuldnerperspektive ist das am besten. Mit tiefen Zinsen und hoher Inflation kann man den Schuldenberg vor sich herschieben. Für Anleger kann das ebenfalls sein, keinesfalls aber für Sparer und Konsumierende.

**Hunziker-Ebneter:** Die Notenbanken wollen die wirtschaftliche Erholung keinesfalls durch höhere Zinsen bremsen. Das Fed hat sich jetzt erstmals wieder Spielraum erarbeitet, es kann im Frühjahr noch mehr Zinsschritte ankündigen

oder zur lockeren Geldpolitik zurückkehren. Es wird in jedem Fall ein schwieriger Balanceakt. In Europa und der Schweiz gibt es jedoch fast keinen Spielraum bei der Geldpolitik.

**Wieso haben die Zentralbanken Europas und der Schweiz so wenig Spielraum?**

**Hunziker-Ebneter:** In Italien beispielsweise sind in den vergangenen zehn Jahren die Staatsschulden stets gestiegen, die jährliche Zinslast daraus ist aber gesunken. Das scheint wie eine wunderbare Welt. Die Staatsschulden müssen jedoch bedient werden, weil viele dieser Papiere von Altersvorsorgeeinrichtungen gehalten werden. Ein Staatsbankrott würde dort zerstörerisch wirken. Deshalb werden die Staaten für tiefe Zinsen sorgen. Auch ein Anstieg der Eurozinsen von -0,2 auf -0,1 wäre keine Abkehr von dieser Maxime. Und bevor die EZB die Zinsen nicht anhebt, hat auch die Schweiz keinen Spielraum dazu, auch weil sie den Wechselkurs vom Franken zum Euro berücksichtigen muss. Die USA haben etwas mehr Spielraum.

**Janjic-Marti:** Die langfristigen Zinsen dürfen nicht steigen, weil das die Aktien- und Immobilienbewertungen belasten würde. Doch aus der Realwirtschaft kommt der Druck zu steigenden Zinsen. In dieser Situation könnte es passieren, dass die Zentralbanken die Inflation in Kauf nehmen und die Zinskurve am langen Ende tief halten. So geht ja die Bank of Japan vor, sie kauft sogar Aktien. Theoretisch wären nach einer Bargeldreform, die beispielsweise den physischen Franken mit einem festen Wechselkurs in einen digitalen Franken tauscht, aber noch tiefere Zinsen denkbar.

**Hunziker-Ebneter:** Eine Bargeldreform würde eine neue Dimension öffnen. China hat beispielsweise schon eine

zertifizierte digitale Währung. Ich frage mich, wann es einen digitalen Euro oder Dollar geben wird.

**Wie könnten die Zentralbanken in einer wie auch immer gearteten nächsten Krise agieren?**

**Langensand:** Mein Szenario ist, dass das Fed und die EZB in der nächsten Krise auch Aktien kaufen. Die rote Linie zum Kauf von High-Yield-Anleihen wurde ja bereits überschritten. Die Geldpolitik kann schon danach streben, die Marktbewertungen hochzuhalten. Die Frage ist aber, wie lange Menschen ohne Vermögenswerte in einer Zeit mit hoher Inflation steigende Preise akzeptieren. Das würde den politischen Populismus fördern und wäre letztlich für die Kapitalmärkte unvorteilhaft.

**«Nach einer Bargeldreform wären mit einem digitalen Franken noch tiefere Zinsen denkbar.»**

**CHRISTA JANJIC-MARTI**  
Partnerin WPuls

**Hunziker-Ebneter:** Wenn es denn so weit kommt, dann gibt es eben Helikoptergeld. Das kommt dann als direkte Unterstützungszahlungen an die Bevölkerung. Vor zwei Jahren hat man darüber gelacht, Trump hat dann in den USA damit angefangen, und Biden führt es nun weiter. So werden Wählerstimmen gekauft. Nach diesen Zahlungen gab es auch sprunghafte Zunahmen bei den Volumina gehandelter Kryptowährungen, und die Zahl der Kleinkonträre stieg an. Einiges wurde wohl direkt investiert.

**Langensand:** In Deutschland wird die Erhöhung von Hartz IV thematisiert, Italien und Frankreich wollen den Menschen Schecks geben, damit sie Gas- oder Stromrechnungen bezahlen können. Das ist letztlich auch eine Art Helikoptergeld.

**Janjic-Marti:** Im Westen ist eine Art Vollkaskomentalität zu beobachten. Direktzahlungen an die Bevölkerung gab es nur dort. Die Schwellenländer konnten oder wollten sich solche Supportstrategien nicht leisten. Eine Reihe von Schwellenländern kann schon danach streben, die Marktbewertungen hochzuhalten. Die Frage ist aber, wie lange Menschen ohne Vermögenswerte in einer Zeit mit hoher Inflation steigende Preise akzeptieren. Das würde den politischen Populismus fördern und wäre letztlich für die Kapitalmärkte unvorteilhaft.

**Gerade China hat ja mit Evergrande einen ganz aktuellen Problemfall zu melden.**

**Janjic-Marti:** China hat der Wirtschaft zwischen 2009 und 2017 viel Geld zur Verfügung gestellt, ist seitdem aber vorsichtig geworden. Es wird nicht mehr jede Krise mit Kapital und staatlich verordneten Investitionen überbrückt. Dass die Chinesen ihren Schuldenberg nicht mehr wachsen lassen, ist Ergebnis einer langfristigen strategischen Überlegung. Auf Kosten einer kurzfristigen Wachstumseinbusse reduziert man die Verwundbarkeit des Systems. Die Chinesen können es sich leisten, und Covid liefert den Grund dafür. Der Sturm auf Capitol Hill macht klar, ausserhalb Chinas versinkt die Welt im Chaos. Das lässt sich alles gut instrumentalisieren und zur Propaganda nutzen. Denn letztlich findet ein Wettbewerb zwischen Staats- und Wirtschaftssystem statt.

**Hunziker-Ebneter:** Xi Jinping will China zu einer Weltmacht machen und opfert diesem Ziel alles. Die Abschottung spielt ihm in die Hände. In China nimmt man weniger Wachstum in Kauf, auch wenn es die

Anleger aus den westlichen Märkten verunsichert. Genauso wie die wiederholten Lockdowns zur Covid-Bekämpfung verunsichern. China baut aber derzeit eine eigene Nasdaq auf, und es kommt zu weniger Offshore-Kotierungen chinesischer Firmen. Man möchte auch mehr Mitspracherecht bei den internationalen Rechnungslegungsregeln haben. Es dürfte herausfordernd sein, im Westen mehr Verständnis für die dortige Art der Rechnungslegung wie auch für die Eingriffsmöglichkeiten des Staates zu gewinnen. Ich bin mittelfristig positiv für diesen Markt eingestellt, denn die Aktien sind vielfach günstig bewertet. Eine grosse Herausforderung bleibt jedoch die Überprüfung der Nachhaltigkeit bei chinesischen Unternehmen.

**«China ist in grossen Teilen kein Entwicklungsland mehr und seine Technologisierung geht weiter.»**

**HILMAR LANGENSAND**  
CEO zCapital

**Langensand:** Ich sehe das ebenso. Politisch wird eine Normalisierung des Wachstums angestrebt. Der Renminbi hat gegenüber dem Dollar seit Juni 2021 um rund 13% zugelegt. Das ist ein Zeichen der Stärke. Die USA importieren jetzt Inflation aus China, weil die Produkte teurer werden. China ist in grossen Teilen kein Entwicklungsland mehr. Die chinesischen Löhne steigen jährlich um rund 7%. Heute verdienen Ingenieure in den grossen Ballungszentren so gut wie in Deutschland. Und die Technologisierung des Landes geht weiter.