



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

6. Januar 2022

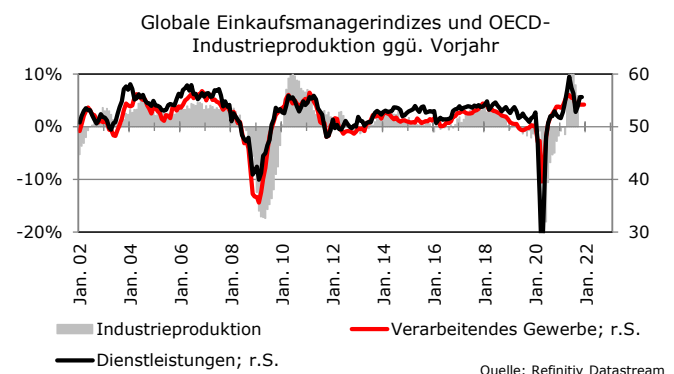
Ausblick 2022 (V): Zusammenfassung und Asset Allocation

In den vergangenen Wochen haben wir einen Ausblick auf das Jahr 2022 gewagt. Wir haben die wirtschaftlichen Perspektiven beleuchtet und uns gefragt, wie es mit der Inflation weitergeht. Wie wird die Geldpolitik reagieren, und was bedeutet diese Gemengelage für die Aktien- und Rentenmärkte sowie für die Wechselkurse? Heute fassen wir unsere Kernaussagen nochmals zusammen – keine leichte Aufgabe, denn mit einem Ausblick auf das neue Jahr suggeriert man immer auch zu einem gewissen Grad eine Sicherheit und Konfidenz, die es an Kapitalmärkten per Definition gar nicht geben kann. Schließlich kennt niemand die Zukunft, und die Vergangenheit zeigt immer wieder, dass viele Dinge passieren, die man so nicht auf der Rechnung hatte. Trotzdem kann und muss man Plausibilitätsüberlegungen anstellen, um sich auf die möglichen Herausforderungen des Jahres 2022 einstellen zu können.

Wir wünschen allen Leserinnen und Lesern einen guten Start in ein erfolgreiches und vor allem gesundes Jahr 2022! Besuchen Sie gerne unseren YouTube-Kanal, auf dem Sie alle unsere Videos zum Jahresausblick 2022 finden: <https://www.youtube.com/c/MMWarburgCO>

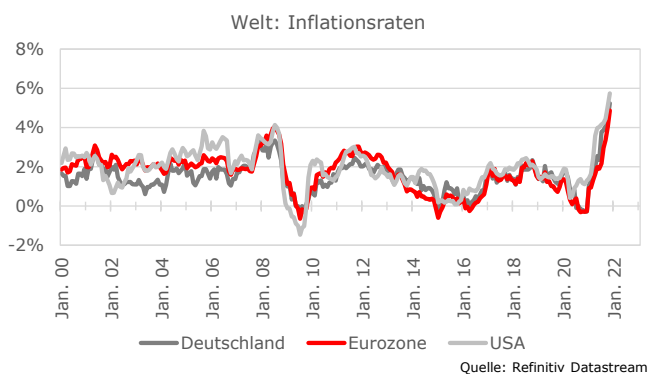
Die wirtschaftlichen Aussichten für das Jahr 2022 bleiben sehr positiv. Obwohl das Corona-Virus uns weiterhin beschäftigt und die Omikron-Variante dafür sorgt, dass die Neuinfektionen in vielen Ländern und Regionen so hoch sind wie niemals zuvor, verdichten sich die Hinweise darauf, dass diese neue Mutation weniger gefährlich ist als die Delta-Variante oder auch das Ursprungsvirus. Weitreichende wirtschaftliche Beschränkungen, wie zu Beginn der Pandemie, sind somit weniger wahrscheinlich, auch wenn es vereinzelt zu neuen Lockdown-

Maßnahmen kommen wird. Die 2021 zu beobachtenden Störungen der Weltwirtschaft in Form von Lieferverzögerungen oder Engpässen bei Vorleistungsgütern und der Verfügbarkeit von Transportkapazitäten sollten sich schrittweise verringern. In vielen Volkswirtschaften könnte es somit zu wirtschaftlichen Nachholeffekten kommen, zumal von der Geld- und Fiskalpolitik immer noch expansive Effekte ausgehen. 2022 wird somit ein Jahr werden, in der das globale Wirtschaftswachstum nochmals deutlich über seinem langjährigen Trend liegen wird. In Deutschland rechnen wir mit einem Zuwachs des realen Bruttoinlandsproduktes von gut vier Prozent, nachdem das Wachstum im vergangenen Jahr recht enttäuschend ausgefallen ist. In den USA und in der Eurozone wird sich das BIP-Wachstum in diesem Jahr verglichen mit 2021 zwar etwas abschwächen, dennoch werden die Wachstumsraten mit ebenfalls etwa vier Prozent nochmals deutlich höher als das Potenzialwachstum ausfallen. Ab dem Jahr 2023 ist dann aber wieder mit einer „normaleren“ Konjunktorentwicklung zu rechnen.



Weniger erfreulich haben sich in den vergangenen Monaten die **Inflationsraten** entwickelt. Mittlerweile ist der

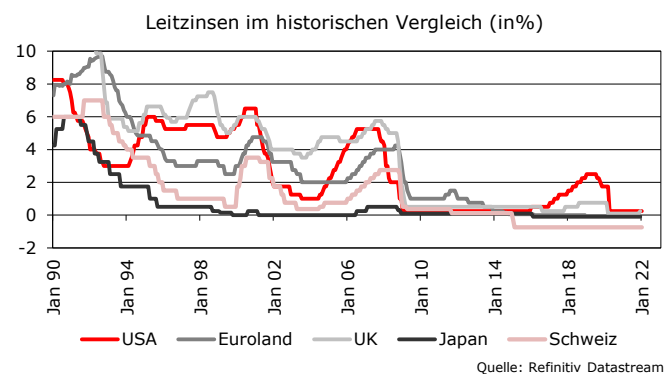
Preisdruck in vielen Ländern so stark wie seit vielen Jahren nicht mehr. Dies ist vor allem auf die starke Zunahme der globalen Nachfrage im Rahmen des gleichzeitigen „Reopenings“ vieler Volkswirtschaften zurückzuführen. Das globale Angebot konnte dagegen aufgrund der vorhandenen Kapazitätsbeschränkungen nicht im gleichen Maß ausgeweitet werden. Vor allem der Ölpreis ist für die Zunahme der Preissteigerungsraten verantwortlich. Hinzu kommen Sonderfaktoren, wie z.B. die Anhebung der Mehrwertsteuer und die höhere CO₂-Bepreisung in Deutschland. Der Ölpreis sollte sich aber in den nächsten zwölf Monaten stabilisieren, zudem dürfte die Signalwirkung der höheren Preise nach und nach zu einer Angebotsausweitung und einer Nachfragereduzierung bei besonders teuren Gütern und Dienstleistungen führen. Die Inflationsrate wird 2022 zwar nur langsam sinken und in der ersten Jahreshälfte noch über der Drei-Prozent-Marke liegen, danach wird sich die Situation aber entspannen, und für das Schlussquartal rechnen wir damit, dass die Inflationsrate in Deutschland wieder unter zwei Prozent liegen wird.



Angesichts der hohen Inflationsraten und des positiven wirtschaftlichen Ausblicks wird die **Geldpolitik** 2022 weniger expansiv werden. Die geldpolitische Zinswende wurde dabei schon 2021 eingeläutet, weil vor allem in den Schwellenländern viele Zentralbanken die Zinsen bereits erhöht haben. So wurde beispielsweise der Leitzins in Brasilien um 575 Basispunkte, in Russland um 425 Basispunkte und in Chile um 350 Basispunkte erhöht. In den meisten Industrieländern blieb die Notenbankpolitik 2021 dagegen unverändert. Dies wird sich in den USA in diesem Jahr ändern. Als ersten Schritt wird die Federal Reserve nach derzeitigem Plan bis März ihre Anleihekäufe beenden. Danach steht eine erste Zinserhöhung auf dem Programm, die die Mehrzahl der Marktteilnehmer schon auf der FOMC-Sitzung am 16. März erwartet. Aus den Fed-Funds-Future-Kontrakten lässt sich ablesen, dass danach mit zwei weiteren Zinserhöhungen in diesem

Jahr gerechnet wird: einer im Juni und einer im September. Und als dritten Schritt könnte die US-Notenbank im weiteren Jahresverlauf damit beginnen, ihre Bilanzsumme zu reduzieren. Denn dem Protokoll der letzten FOMC-Sitzung ist zu entnehmen, dass viele Fed-Mitglieder der Auffassung sind, dass ein Abbau der Wertpapierbestände schon kurz nach der ersten Zinserhöhung beginnen könne. Insofern ist absehbar, dass die US-Geldpolitik in den kommenden Monaten weniger expansiv werden wird. Allerdings halten wir es noch nicht für ausgemacht, dass die erste Zinserhöhung schon im März stattfinden wird und dass die Zinsen in diesem Jahr drei Mal erhöht werden. Einerseits wird das Anleihekaufprogramm erst im März beendet sein, andererseits dürften auch in den USA die Corona-Zahlen bis zum Frühjahr auf einem sehr hohen Niveau liegen. Dies könnte die Notenbank dazu bewegen, eine Zinserhöhung erst im Mai oder Juni zu beschließen. Sollten die hohen Neuinfektionen dagegen keinen großen wirtschaftlichen Einfluss haben, könnte dies auch zu einer schnelleren Entspannung bei den Inflationsraten führen, sodass es die Fed auch bei zwei Zinserhöhungen in diesem Jahr belassen könnte. Die US-Geldpolitik bleibt somit „data dependent“.

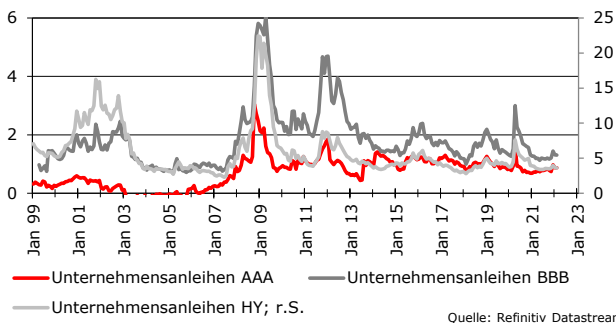
Dagegen wird sich die Geldpolitik der EZB kaum verändern. Zwar wird das Notfallkaufprogramm PEPP planmäßig Ende März auslaufen, dafür werden die Ankäufe des kleineren APPs im zweiten Quartal auf 40 Milliarden Euro verdoppelt und im dritten Quartal auf 30 Milliarden Euro reduziert. Ab Oktober soll das Ankauftempo dann auf das Ausgangsniveau von 20 Milliarden Euro gesenkt und so lange beibehalten werden, wie es zur Förderung der Konjunktur notwendig ist. An der Nullzinspolitik wird die EZB unserer Ansicht nach jedoch aus Rücksicht auf die hohen Staatsschulden festhalten, auch wenn die Marktteilnehmer mehrheitlich auf eine Erhöhung des Einlagezinssatzes um 15 Basispunkte setzen.



Aufgrund der weniger unterstützenden Geldpolitik wird es am **Rentenmarkt** wie schon 2021 erneut schwierig,

eine positive Wertentwicklung zu erzielen. Mit Staatsanleihen guter Bonität scheint dies so gut wie unmöglich zu sein, da die Renditen in den USA und in Europa weiter ansteigen werden, sodass spiegelbildlich mit Kursverlusten zu rechnen ist. Die Rendite für eine 10-jährige Bundesanleihe dürfte Ende 2022 bei +0,1 Prozent liegen, für 10-jährige US-Treasuries erwarten wir einen Renditeanstieg auf 2,0 Prozent, Anleger müssen sich somit bei der zu erwartenden Wertentwicklung auf ein Minus von zwei bis drei Prozent einstellen. Mit Unternehmensanleihen dürfte ein besseres Ergebnis zu erzielen sein, wobei dies in erster Linie von der Qualität der jeweiligen Anleihe beeinflusst wird. Dabei gilt der umgekehrte Zusammenhang: je schlechter die Qualität, desto besser die erwartete Wertentwicklung. Dies hängt zum einen damit zusammen, dass Firmenanleihen geringerer Qualität höhere Kupons aufweisen, die einen größeren Schutz vor Kursverlusten bieten. Zum anderen spricht das wirtschaftliche Umfeld dafür, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten dieser Anleihen sinken, sodass der Renditeabstand (Spread) zu Staatsanleihen tendenziell abnimmt. Der Spread von Unternehmensanleihen mit einem AAA- bis A-Rating zu Staatsanleihen beträgt derzeit etwa 100 Basispunkte, während der von BBB-Unternehmensanleihen bei rund 130 Basispunkten und der von High-Yield-Unternehmensanleihen im Durchschnitt bei fast 360 Basispunkten liegt.

Eurozone: Spreadentwicklung zu deutschen Staatsanleihen in %-Punkten

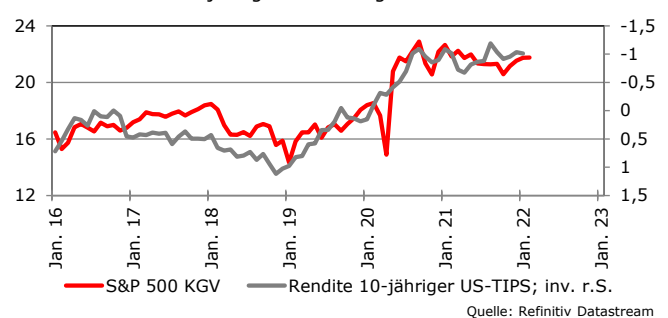


Größeres Wertsteigerungspotenzial als Anleihen bieten dieses Jahr dagegen erneut **Aktien**. Allerdings müssen Anleger die größeren Kursschwankungen, zu denen es wahrscheinlich kommen wird, auch aushalten können. Zuversichtlich stimmt uns vor allem die Tatsache, dass sich der wirtschaftliche Aufschwung in vielen Regionen der Welt mit hoher Dynamik fortsetzt. Dies sollte es den Unternehmen ermöglichen, Umsätze und Gewinne weiter zu steigern. Je nach Aktienindex und Region rechnen wir für das nächste Jahr mit einem knapp zweistelligen prozentualen Zuwachs bei den Unternehmensgewinnen, womit Raum für positive Überraschungen gegeben ist.

Für den DAX erwarten die Unternehmensanalysten beispielsweise nur einen Gewinnanstieg von etwa vier Prozent, was uns angesichts der zu erwartenden wirtschaftlichen Dynamik zu gering erscheint. Aufgrund negativer Realzinsen gibt es weiterhin kaum Alternativen zu Aktien. Für den DAX erwarten wir bis zum Jahresende 2022 einen Kursanstieg auf etwa 18.000 Punkte. Aufgrund der hohen Zyklizität deutscher Unternehmen sollten diese besonders vom hohen globalen Wirtschaftswachstum profitieren. Zudem ist der DAX mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 14 auf Basis der in einem Jahr erwarteten Gewinne derzeit niedriger bewertet als viele andere Börsenindizes. Mit einer ähnlich positiven Wertentwicklung wie für den DAX rechnen wir auch für den Euro Stoxx 50, der in den nächsten zwölf Monaten bis auf 4.750 Punkte zulegen sollte. Auch wenn sich US-amerikanische Aktien bereits in den vergangenen Jahren überdurchschnittlich gut entwickelt haben und wir damit rechnen, dass sich diese US-Dominanz an den Aktienmärkten etwas verringert, erwarten wir dennoch einen freundlichen Aktienmarkt und sehen den S&P 500 Ende 2022 bei etwa 5.150 Punkten.

Der größte Risikofaktor für die Aktienmärkte ist die US-Geldpolitik, die im Jahresverlauf für Gegenwind an den Börsen sorgen dürfte. Anleger werden deswegen immer wieder einmal Gewinne mitnehmen. Unter der Voraussetzung, dass sich der Preisdruck im Laufe der kommenden Monate abschwächt, sollte die Federal Reserve aber nicht gezwungen sein, die Zinsen stärker zu erhöhen, als es im Moment erwartet wird. In diesem Fall dürfte das „TINA“-Argument („there is no alternative“) die Aktienmärkte erneut unterstützen. Aus diesem Grund empfehlen wir für die Asset Allocation auch nach wie vor eine Übergewichtung der Aktienquote im Vergleich zu Anleihen. Sollten die Inflationsraten aber nicht nachgeben, könnte die Geldpolitik zum Spielverderber werden, da deutlich stärker ansteigende Zinsen wahrscheinlich zu einer Korrektur der hohen Bewertungskennzahlen führen würden.

S&P 500: KGV für die kommenden 12 Monate und Rendite 10-jähriger inflationsgeschützter Anleihen



Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
		06.01.2022	30.12.2021	03.12.2021	05.10.2021	05.01.2021
Aktienmärkte	16:59	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	36291	-0,3%	4,9%	5,8%	19,4%	-0,1%
S&P 500	4704	-1,6%	3,6%	8,2%	26,2%	-1,3%
Nasdaq	15083	-4,2%	0,0%	4,5%	17,7%	-3,6%
Russell 2000	2199	-2,2%	1,8%	-1,3%	11,1%	-2,1%
DAX	16055	1,1%	5,8%	5,7%	17,6%	1,1%
MDAX	35146	0,1%	4,3%	3,3%	13,2%	0,1%
TecDAX	3744	-4,5%	-0,4%	1,7%	15,1%	-4,5%
EuroStoxx 50	4323	0,4%	5,9%	6,3%	21,8%	0,6%
Stoxx 50	3820	-0,1%	5,7%	8,8%	22,5%	0,0%
SMI (Swiss Market Index)	12768	-0,8%	4,9%	10,2%	19,4%	-0,8%
FTSE 100	7447	0,6%	4,6%	5,2%	12,6%	0,9%
Nikkei 225	28488	-1,1%	1,6%	2,4%	4,9%	-1,1%
Brasilien BOVESPA	102074	-2,6%	-2,9%	-7,6%	-14,5%	-2,6%
Russland RTS	1545	-3,2%	-7,4%	-16,0%	8,4%	-3,2%
Indien BSE 30	59602	3,1%	3,3%	-0,2%	23,0%	2,3%
China CSI 300	4818	-2,1%	-1,7%	-1,0%	-10,2%	-2,5%
MSCI Welt (in €)	3203	-0,7%	3,7%	9,1%	29,6%	-0,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1223	0,3%	-0,2%	1,6%	0,6%	-0,5%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	170,75	-62	-202	109	-715	-62
Bobl-Future	132,98	-26	-252	-195	-231	-26
Schatz-Future	112,01	-2	-38	-21	-30	-2
3 Monats Euribor	0	0	0	-1	-2	1
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,34	-2	2	21	24	0
3 Monats \$ Libor	0,23	1	4	10	-1	2
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	-69	-55	0	1	-1
10-jährige US Treasuries	1,74	22	41	20	78	24
10-jährige Bunds	-0,06	12	32	13	52	12
10-jährige Staatsanl. Japan	0,13	6	8	7	12	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,03	11	25	11	50	11
US Treas 10Y Performance	685,67	-1,7%	-2,8%	-1,0%	-3,9%	-1,8%
Bund 10Y Performance	658,86	-0,5%	-2,5%	-0,6%	-3,8%	-0,5%
REX Performance Index	488,82	-0,4%	-1,3%	-0,7%	-2,2%	-0,4%
IBoxx AA, €	0,50	1	14	16	48	1
IBoxx BBB, €	0,90	3	12	20	38	3
ML US High Yield	4,98	12	-12	29	-1	8
Wandelanleihen Exane 25	8236	0,0%	1,9%	0,5%	-2,1%	0,6%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	575,15	1,3%	9,5%	-0,7%	36,7%	2,5%
MG Base Metal Index	467,09	1,4%	5,5%	7,2%	28,2%	1,3%
Rohöl Brent	82,19	3,5%	17,3%	-0,5%	53,2%	4,8%
Gold	1790,49	-1,1%	0,9%	2,0%	-8,0%	-1,8%
Silber	23,13	0,2%	3,1%	2,4%	-15,9%	-0,6%
Aluminium	2913,25	3,0%	10,4%	0,3%	43,1%	3,8%
Kupfer	9708,25	-0,2%	2,3%	5,8%	21,4%	-0,3%
Eisenerz	124,14	10,6%	22,3%	5,3%	-25,3%	10,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	2289	3,2%	-27,8%	-57,7%	61,4%	3,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1296	-0,3%	0,0%	-2,6%	-7,9%	-0,3%
EUR/ GBP	0,8349	-0,6%	-2,2%	-1,9%	-7,5%	-0,6%
EUR/ JPY	130,73	0,2%	2,2%	1,3%	3,5%	0,3%
EUR/ CHF	1,0383	0,2%	0,0%	-3,4%	-3,9%	0,5%
USD/ CNY	6,3822	0,1%	0,1%	-1,0%	-1,2%	0,4%
USD/ JPY	116,13	0,9%	2,9%	4,2%	13,0%	0,9%
USD/ GBP	0,7393	-0,2%	-2,3%	0,7%	0,5%	0,1%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierzu zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.