

Neujahrsbericht

Konjunktur- und Kapital- marktprognose 2022



3. Januar 2022

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Hauptszenario:

Erholung nach Überwindung der Pandemie und ihren Folgen

Wahrscheinlichkeit: 60%

Entwicklung der Weltwirtschaft:

Nachdem die Corona-Pandemie 2020 noch zu einem Rückgang der globalen Wirtschaftsleistung um 3,2% geführt hatte, erfolgte 2021 eine konjunkturelle Erholung. Das aggregierte, weltweite Bruttoinlandsprodukt (BIP) verzeichnete einen Anstieg um gut 5,5%. Eine noch kräftigere Erholung der Weltwirtschaft wurde von verschiedenen Faktoren verhindert: So führten immer wieder auftretende Corona-Ausbrüche regional zu erneuten Einschränkungen des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens („Lockdown“). Aus globaler Sicht sind hier insbesondere wiederholte Schließungen chinesischer Häfen zu nennen, die den Welthandel belasteten. Dies war ein Grund für massive Störungen in den globalen Lieferketten, die letztlich zu ausgeprägten Engpässen bei Vorprodukten und Rohstoffen in vielen Wirtschaftsbereichen führten (das bekannteste Beispiel ist der Mangel an Mikrochips, z.B. in der Automobilindustrie). Schließlich kam es in einigen bedeutenden Volkswirtschaften zu einem ausgeprägten Nachfrageüberhang nach Arbeitskräften, der das Erreichen eines noch höheren Niveaus der Wirtschaftsaktivität verhinderte. So stieg die Zahl der offenen Stellen z.B. in den USA auf ein neues Rekordniveau. Und auch in Deutschland klagten viele Branchen (z.B. die Gastronomie und der Handel) über Personalmangel und mussten in Extremfällen ihre Öffnungszeiten und ihr Produktionsniveau reduzieren.

Einige Faktoren sprechen dafür, dass ein Teil des 2021 Versäumten 2022 nachgeholt werden kann. So sollten sich z.B. die Probleme im Welthandel und damit der Mangel an vielen Vorprodukten im Jahresverlauf spürbar entspannen. Auch die Besetzung freier Stellen dürfte im Jahresverlauf an Dynamik gewinnen, z.B. weil die Arbeitgeber zunehmend bereit sein werden, Abstriche bei der Qualifikation der Bewerber zu akzeptieren, oder weil der Druck, wieder arbeiten zu gehen, auf Seiten der Arbeitnehmer zunehmen wird. Schließlich ist zu hoffen, dass sich die medizinische Lage aufgrund zunehmender Impfquoten (z.B. auch in den Schwellenländern) oder der Entwicklung neuer Behandlungsmethoden an Fahrt gewinnt, sodass die Notwendigkeit erneuter Lockdown-Maßnahmen weiter abnehmen wird. Im Ergebnis ist 2022 eine anhaltende konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft zu erwarten. Der Zuwachs des globalen BIP dürfte mit einer Rate von erwartet 4% bis 4,5% etwas niedriger ausfallen als im Vorjahr. Ein wichtiger Grund hierfür ist eine spürbare Abschwächung der Wirtschaftsaktivität in China, dem bisherigen Wachstumsmotor der Weltwirtschaft. Hier ist zum einen die Erholung nach der Corona-Krise schon weiter fortgeschritten als z.B. in der EWU und hat in der Folge schon deutlich an Schwung verloren. Zudem begrenzt die chinesische Regierung in wichtigen Sektoren (z.B. der Schwerindustrie) zur Erreichung ihrer energie- und umweltpolitischen Ziele das Produktionsniveau. Schließlich fällt die chinesische Geldpolitik in der Tendenz etwas restriktiver aus (sobald das Wachstumsniveau es zulässt), da die chinesische Regierung bemüht ist, den Verschuldungsgrad der Wirtschaft zur Vermeidung einer Kredit- und Finanzkrise zu begrenzen. Der Welthandel vollzog 2021 trotz der gestörten globalen Lieferströme eine unerwartet dynamische Erholung. Nach einem Einbruch um

2021: Gebremste Konjunkturerholung.

2022: Anhaltende Erholung der Weltkonjunktur von der Corona-Krise.

5,4% im Corona-Jahr 2020 stieg das Handelsvolumen im Vorjahr um knapp 11% an. Dabei wirkte es sich begünstigend aus, dass sich die Konsumentennachfrage pandemiebedingt von Dienstleistungen hin zu handelbaren Waren verschob. Zudem wurden wichtige medizinische Güter (z.B. Masken, Schutzanzüge, Corona-Tests) sowie verstärkt benötigte Elektronikausrüstung zumeist international bezogen. 2022 dürften sich diese Effekte wieder spürbar umkehren und Renationalisierungsstrategien bei strategischen Gütern an Gewicht gewinnen, sodass die Dynamik des Zuwachses beim Welthandel auf eine Rate von etwa 5% zurückfallen dürfte. Der Ölpreis profitierte 2021 von der raschen Erholung der Weltwirtschaft und einer außergewöhnlichen Förderdisziplin der OPEC. Im Ergebnis zog er im Vorjahr lange Zeit an und stieg von gut 50 US-Dollar für ein Fass der Nordseesorte Brent bis zum Oktober auf 86 US-Dollar. Erst mit der jüngsten Corona-Welle gegen Jahresende sank die Notierung des schwarzen Goldes wieder leicht auf einen Jahresendstand von 77,8 US-Dollar. 2022 ist mit einer Beruhigung der Ölnachfrage und einer allmählichen Ausweitung der Fördermenge (seitens der OPEC, aber auch durch Nicht-OPEC-Staaten, z.B. den USA) zu rechnen. Im Ergebnis prognostizieren wir einen Rückgang des Ölpreises auf ein jahresdurchschnittliches Niveau von 65 bis 75 US-Dollar.

Konjunkturausblick für die USA und Euroland:

Die US-Wirtschaft vollzog 2021 eine sehr dynamische Erholung von der pandemiebedingten Rezession des Vorjahres. Gestützt auf eine sehr expansive Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik, die z.B. mit sehr umfangreichen, direkten Zahlungen an die Privathaushalte deren Konsumnachfrage stimulierte, stieg das Bruttoinlandsprodukt um rund 5,5% an. Damit konnten die USA unter den großen Volkswirtschaften als eine der ersten das Vor-Corona-Niveau der Wirtschaftsleistung wieder übertreffen. Eine noch dynamischere Erholung wurde dabei durch Engpässe am Arbeitsmarkt verhindert. Zusatzzahlungen beim Arbeitslosengeld, die anhaltende Infektionsgefahr und fehlende Möglichkeiten der Kinderbetreuung reduzierten das Arbeitskräfteangebot und führten dazu, dass die Zahl der unbesetzten Stellen mit zeitweise über 11 Millionen einen Rekordstand erreichte..

Der Konjunkturausblick für die USA bleibt 2022 grundsätzlich sehr freundlich. Dabei wird unterstellt, dass der Einfluss der Corona-Pandemie im Jahresverlauf weiter abnimmt, sodass Einschränkungen des sozialen Lebens auf nationaler Ebene keine nennenswerte Rolle mehr spielen werden. Hiervon wird zum einen die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen deutlich profitieren, sodass die private Konsumnachfrage eine zentrale Stütze des US-Wachstums bleiben wird. Zum anderen wird das Arbeitsangebot von der Corona-Entspannung begünstigt werden. Arbeitskräfte, die bislang aufgrund der Befürchtung einer Infektion nicht arbeiten gegangen sind oder die keine Betreuung für ihre Kinder organisieren konnten, werden an den Arbeitsmarkt verstärkt zurückkehren. Da sich auch die Lieferengpässe bei Vorprodukten im Jahresverlauf spürbar entspannen dürften, wird das Güterangebot deutlich ausgeweitet werden können und die Wirtschaft dementsprechend kräftig wachsen. Eine gewisse Unsicherheit besteht noch im fiskalpolitischen Ausblick. Die Biden-Regierung strebt weiterhin eine extrem ausgabenfreudige Haushaltspolitik an. Sollte die hierfür (oder zumindest für einen Großteil des Programms) nötige Zustimmung der Parlamentskammern erfolgen, wird auch die staatliche Nachfrage erneut eine wichtige Konjunkturstütze darstellen. Die größten Wachstumsimpulse werden diese Fiskalpakete aber selbst bei einer vollständigen gesetzlichen Umsetzung erst in den Folgejahren ausüben. Die Geldpolitik der US-

Sehr dynamischer Aufschwung der US-Wirtschaft 2021.

Corona-Entspannung und Überwindung von Produktionshemmnissen sprechen 2022 für weiter hohes US-Wachstum.

Notenbank wird dieses Jahr zwar etwas weniger expansiv als in den Vorjahren ausfallen. Letztlich werden der stufenweise Abbau der Anleihekäufe und erste Leitzinsanhebungen aber noch keine scharfen Bremsspuren in der US-Wirtschaft hinterlassen. Im Ergebnis prognostizieren wir für das Kalenderjahr 2022 einen Zuwachs des BIP in den USA um 4%.

Die deutsche Wirtschaft litt zu Jahresbeginn 2021 unter weiter bestehenden Einschränkungen des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens („Lockdown“), die zur Überwindung der Corona-Pandemie noch aufrechterhalten wurden. Mit dem Frühjahr und sinkenden Infektionszahlen (sowie steigenden Impfquoten) wurden diese Beschränkungen Zug um Zug gelockert und ein dynamischer Konjunkturaufschwung setzte ein. Insbesondere eine hohe Auslandsnachfrage und eine durch einen ausgeprägten Nachholbedarf gekennzeichnete Konsumnachfrage sorgten für einen Wachstumsschub. Im zweiten Halbjahr bremsen dann jedoch Störungen in den globalen Handelsströmen, massive Lieferengpässe bei wichtigen Vorprodukten (z.B. Halbleiter in der Automobilindustrie), rasch steigende Energiekosten und ein ausgeprägter Arbeitskräftemangel in zahlreichen Branchen die Wachstumsdynamik. Im Ergebnis stieg die Gesamtleistung der deutschen Wirtschaft 2021 voraussichtlich nur um knapp 3% anstatt der zur Jahresmitte noch erwarteten Rate von gut 4%.

Dieses im Vorjahr entgangene Wachstum aufgrund von Problemen in den Produktionsketten wird 2022 zu einem Großteil nachgeholt werden, da im Jahresverlauf mit einer weitgehenden Normalisierung der globalen Lieferströme sowie einer Angebotsverbesserung bei Rohstoffen und Vorprodukten zu rechnen ist. Damit wird die wirtschaftliche Aktivität kaum noch angebotsseitig beschränkt werden. Nachfrageseitig wird der private Konsum (erneut) die wichtigste Wachstumsstütze darstellen. Insbesondere kontaktintensive Dienstleistungen werden dieses Jahr weiterhin vom Nachholbedarf der Verbraucher deutlich profitieren. Die wieder sehr ansprechende Arbeitsmarktlage sowie das in der Corona-Krise zwangsweise aufgebaute Finanzpolster (Schätzungen gehen von rund 200 Milliarden Euro an unfreiwillig gebildetem Sparguthaben aus) werden den Privathaushalten dabei die finanziellen Möglichkeiten geben, ihre Wünsche auch umzusetzen. Auch dass Sparguthaben von den Banken in immer umfangreicherem Maße negativ verzinst werden, begünstigt eine höhere Konsumnachfrage. Gewisse Abstriche müssen jedoch aufgrund der zuletzt ungewohnt hohen Inflation gemacht werden, die das real verfügbare Einkommen der Haushalte belastet. Zudem dürften zu Jahresbeginn noch bestehende Maßnahmen zur Überwindung der vierten Corona-Welle anfänglich die Konsumnachfrage erneut bremsen. Ob die neue Bundesregierung ihr Versprechen, auf Steuererhöhungen zu verzichten und so die Privathaushalte nicht noch zusätzlich zu belasten, tatsächlich einhalten wird, wird sich noch zeigen müssen. Eindeutig positiv auf die Finanzlage der Privathaushalte und ihre Konsummöglichkeiten werden sich aber eine Erhöhung des Kinderzuschlags, die Absenkung der EEG-Umlage und eine weit überdurchschnittliche Anhebung der Renten dieses Jahr auswirken. Letztlich könnte allein die private Konsumnachfrage 2022 einen Wachstumsbeitrag in Höhe von 3,5% bis 4% zum BIP leisten. Zweite Säule des anhaltenden Aufschwungs werden die Unternehmensinvestitionen sein. Eine rege Binnen- und Auslandsnachfrage (selbst bei einer nachlassenden Dynamik Chinas) werden für den nötigen Optimismus bei den Unternehmen sorgen und die Notwendigkeit einer Ausweitung der Kapazitäten verdeutlichen. Gleichzeitig erhöhen der Effizienzdruck und der Mangel an Arbeitskräften die Attraktivität von Rationalisierungs- und Substitutionsinvestitionen. Die Finanzierungsbedingungen werden dabei weiter historisch

*Deutsche Wirtschaft
2021 mit gebremstem
Aufschwung.*

*Anhaltender Auf-
schwung und Nach-
holeffekte werden
2022 für außerge-
wöhnlich dynamisches
Wachstum sorgen.*

sehr günstig bleiben und kein Investitionshindernis darstellen. Schließlich dürfte sich der Auftragsstau aus dem Vorjahr auflösen und die Dynamik der Entwicklung bei den Anlageinvestitionen dieses Jahr begünstigen. Das Wachstum der Bauwirtschaft wird nun schon seit geraumer Zeit angebotsseitig begrenzt. Neben den bekannten Kapazitätsengpässen (z.B. Arbeitskräfte, Bauland, Genehmigungsverfahren) kamen zuletzt noch ausgeprägte Lieferprobleme bei Vorprodukten wie z.B. Bauholz oder Stahl hinzu. 2022 dürfte zumindest die Nachfrage im Bausektor hoch bleiben. Anhaltend sehr niedrige Zinsen, die mögliche Flucht der Anleger vor hohen Inflationsraten ins „Betongold“ und eine beabsichtigte Wohnbauoffensive der neuen Regierung sprechen hierfür. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels dürfte 2022 eher niedrig ausfallen. Zwar werden die Exporte gestützt auf ein hohes globales Wirtschaftswachstum trotz einer nachlassenden Nachfrage aus China kräftig steigen, gleichzeitig wird aber die hohe Binnennachfrage auch für einen ausgeprägten Anstieg der Importe sorgen. Zusammenfassend ist 2022 in Deutschland mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um rund 4,0% zu rechnen, was noch einmal einen deutlich stärkeren Anstieg als im Vorjahr darstellen würde.

Ähnlich wie die deutsche Wirtschaft litt auch die EWU-Konjunktur zu Jahresbeginn 2021 noch unter in zahlreichen Staaten bestehenden Einschränkungen des ökonomischen Lebens zum Zwecke der Überwindung der Corona-Pandemie. Mit der schrittweisen Aufhebung dieser Maßnahmen ab dem Frühjahr kam es dann zu einem sehr dynamischen Aufschwung. In der zweiten Jahreshälfte entwickelte sich die EWU-Wirtschaft dann aber deutlich positiver als die deutsche. Hintergrund war, dass die Bedeutung und das Gewicht der verarbeitenden Industrie, die durch Vorproduktemangel und Lieferengpässe kräftig ausgebremst wurde, in der EWU deutlich niedriger sind als in Deutschland. Im Gegenzug nimmt der Dienstleistungssektor in der EWU (z.B. die Touristik) eine wesentlich größere Rolle ein. In der Folge stieg das Bruttoinlandsprodukt in der Gesamt-EWU im Vorjahr mit knapp über 5% deutlich stärker an als in Deutschland.

2022 ist mit einem anhaltenden, dynamischen Aufschwung in der EWU im Zuge der konjunkturellen Erholung von der Corona-Rezession zu rechnen. Hier wirkt sich zum einen nun positiv aus, dass viele Aufträge aufgrund von Lieferengpässen im Vorjahr erst 2022 abgearbeitet und ausgeliefert werden können. Bedeutender ist aber der immer noch aufgestaute Nachholbedarf bei der Investitionsgüter- und der privaten Konsumnachfrage. Letztere profitiert nicht nur von der lange nicht umsetzbaren Konsumlust der Verbraucher, sondern auch von der sehr guten Finanzlage der Haushalte. Der erzwungene Konsumverzicht während der Lockdowns führte zu einer Anhäufung von Sparguthaben, das nun für erweiterte Ausgaben zur Verfügung stehen wird. Im Ergebnis wird die private Konsumnachfrage dieses Jahr, sofern wie erwartet keine erneuten, harten Lockdown-Maßnahmen ergriffen werden müssen, weit überdurchschnittlich um rund 6% zulegen und so die wichtigste Stütze des Aufschwungs werden. Die Investitionsnachfrage der Unternehmen wird angesichts eines sehr hohen Auftragsbestands, einer regen Binnen- und Auslandsnachfrage sowie anhaltend günstiger Finanzierungsbedingungen ebenfalls deutlich ansteigen. Lieferengpässe und lange Lieferzeiten beschränken jedoch in diesem Bereich das Wachstumspotenzial. Der Außenhandel dürfte 2022 in der EWU einen neutralen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum ausüben. Zwar werden die EWU-Exporte von einer hohen Auslandsnachfrage im Zuge eines soliden Weltwirtschaftswachstums und einer im Jahresverlauf zu erwartenden Normalisierung der globalen Lieferketten profitieren. Andererseits wird der ausgeprägte Anstieg der EWU-Binnennachfrage aber

Anhaltender Post-Corona-Boom wird 2022 für überdurchschnittliches Wachstum in der EWU sorgen.

auch zu einem überdurchschnittlichen Anstieg der Importe führen. Schließlich wird die Staatsnachfrage als Reaktion auf die konjunkturelle Erholung an Dynamik verlieren. Eine gewisse Kompensation wird aber über das NextGenerationEU-Programm („Wiederaufbau-Fonds“) erfolgen. Insbesondere Italien und Spanien werden 2022 aus diesem Programm umfangreiche Zahlungen erhalten, die dann investiv (z.B. bei der Digitalisierung und der Decarbonisierung) verwendet werden können. Zusammenfassend prognostizieren wir dieses Jahr einen Anstieg des BIP in der EWU um 4,2% und damit erneut eine Wachstumsrate, die deutlich über dem langfristigen Durchschnittswert von 1,2% liegen wird.

Inflationsausblick für Euroland und die USA:

Die Inflationsraten in der EWU und Deutschland kannten 2021 nur eine Richtung: nach oben. Nachdem z.B. in Deutschland im zweiten Halbjahr 2020 noch negative Preissteigerungsraten vorgelegen hatten, erfolgte bereits zu Jahresbeginn ein Sprung auf die 1%-Marke. Ausschlaggebend für diesen Inflationssprung war das Ende der temporären, halbjährigen Absenkung des Mehrwertsteuersatzes zum Jahreswechsel. Im weiteren Jahresverlauf sorgten dann staatliche Steuer- und Abgabenerhöhungen (z.B. CO₂-Abgabe), eine dynamische Entwicklung der Konjunktur, rasant steigende Rohstoffpreise, massive Preiserhöhungen im Dienstleistungssektor nach dem Ende des Lockdowns sowie Preissteigerungen als Folge von Angebotsdefiziten bei vielen Vorprodukten zu einem imposanten Anstieg der Inflationsrate. In Deutschland wurde dabei die 5%-Marke überschritten (der höchste Wert seit dem Wiedervereinigungsboom), in der EWU das 4%-Niveau. In den USA fiel der Anstieg der Preissteigerungsraten angetrieben von extremen Preisentwicklungen bei einzelnen Gütergruppen (z.B. Gebrauchtwagen) noch dynamischer aus, sodass hier im zweiten Halbjahr beständig Inflationsraten von über 5% ausgewiesen wurden.

Historischer Inflationsanstieg 2021.

2022 ist mit einer umgekehrten Entwicklung, also im Jahresverlauf schrittweise zurückgehenden Inflationsraten, zu rechnen. Eine zentrale Ursache hierfür werden statistische Basiseffekte sein. So werden in Deutschland zum Jahresbeginn endgültig die Auswirkungen der temporären Mehrwertsteuerabsenkung aus der Inflationsberechnung herausfallen. Dies allein dürfte etwas mehr als einen Prozentpunkt ausmachen. Sehr gravierend werden zudem ab dem Frühjahr die Basiseffekte beim Ölpreis ausfallen. Während letztes Jahr noch die Vergleichsbasis aus den extrem niedrigen Ölpreisen (kurzzeitig im Bereich von nur 20 US-Dollar) zum Höhepunkt der Corona-Krise bestand, wird 2022 – insbesondere im zweiten Halbjahr – die Vergleichsbasis bei über 70 US-Dollar liegen. Im Ergebnis wird der Inflationsbeitrag der Energiepreise im zweiten Halbjahr 2022 voraussichtlich deutlich geringer ausfallen. Sollte der Ölpreis dann unter 70 US-Dollar liegen, ergäbe sich sogar eine deflationäre Wirkung. Ähnliches gilt auch für andere, stark gestiegene Rohstoffpreise (z.B. Bauholz, Aluminium oder Zink). Einen gegenteiligen Effekt löst jedoch der sprunghafte Anstieg des Erdgaspreises seit Oktober aus. Dieser verharrt bislang auf einem deutlich erhöhten Niveau und wirkt daher weiterhin inflationstreibend. In der Summe ist aber davon auszugehen, dass die Preisnotierungen von Rohstoffen 2022 mehrheitlich nicht weiter steigen werden, sodass der rohstoffseitige Inflationsdruck nachlassen wird. Auch der Preissprung bei vielen Dienstleistungen nach dem Ende des Lockdowns im Frühjahr 2021 könnte dieses Jahr zu kräftigen Basiseffekten und einem Inflationsrückgang führen. Denn werden die Dienstleistungspreise dieses Jahr nicht wieder im gleichen Umfang erhöht (wovon wir nicht ausgehen), werden sie im Frühjahr zu einem Rückgang der Inflationsrate beitragen. Auch von Seiten des Arbeitsmarkts deutet

Basiseffekte dominieren Inflationsausblick 2022.

sich in Deutschland und der EWU bislang kein bedeutender Inflationsdruck ab. Trotz in einigen Branchen etwas höherer Tarifabschlüsse als in den Vorjahren und anekdotischer Berichte über freiwillige Lohnerhöhungen der Unternehmen, um Arbeitskräfte gewinnen zu können, weisen die amtlichen Statistiken bislang keinen dynamischen Anstieg der Löhne oder Arbeitskosten aus. Es muss aber davon ausgegangen werden, dass der Lohnruck in der EWU im Jahresverlauf 2022 steigen wird. Zum einen wird die Arbeitnehmerschaft zunehmend das aktuell erhöhte Inflationsniveau in ihren Lohnforderungen berücksichtigen. Zum anderen deutet sich vermehrt ein sozialer und politischer Konsens ab, dass nach Jahren der Lohnzurückhaltung und rekordhoher Gewinnmargen der Unternehmen nun der Zeitpunkt gekommen ist, Arbeitern und Angestellten wieder einen größeren Anteil am Volkseinkommen zuzubilligen. In diese Richtung ist auch die Absicht der neuen Bundesregierung zu interpretieren, die den Mindestlohn kräftig um 25% auf 12 Euro anheben will. In der Summe sprechen somit einige Faktoren dafür, dass es auch in Deutschland und der EWU zukünftig zu einem spürbaren Lohnruck kommen wird. Da aber die wichtigsten Branchen ihre Tarifverhandlungen, insbesondere in Deutschland, erst in der zweiten Jahreshälfte haben werden und es auch gewisse Zeit braucht, bis sich höhere Löhne in den Verbraucherpreisen niederschlagen, wird der resultierende Inflationsdruck wohl frühestens ab 2023 in Europa spürbar werden. In den USA scheint der Arbeitsmarkt hingegen bereits solche Inflationsimpulse zu liefern. Hier hat ein ausgeprägter Mangel an Arbeitskräften gerade im Niedriglohnbereich zu deutlichen Lohnanstiegen im Bereich von 10% geführt. Die Stundenlöhne steigen im Landesdurchschnitt derzeit bereits mit knapp 5%. Somit sind in den USA erste Anzeichen einer möglichen Lohn-Preis-Spirale zu erkennen.

Zusammenfassend prognostizieren wir für die EWU 2022 im Gesamtdurchschnitt aufgrund der hohen Preissteigerungsraten zum Jahresbeginn einen Anstieg der Verbraucherpreise (CPI) um 3,2%, wobei sich die Inflationsrate gegen Jahresende im Falle sinkender Rohstoffpreise bereits wieder nahe dem Zielwert der EZB von 2% bewegen dürfte. Für Deutschland erwarten wir unter Berücksichtigung der von der neuen Bundesregierung angestrebten Erhöhung des Mindestlohns und zusätzlicher Abgaben in Bezug auf klimapolitische Ziele eine jahresdurchschnittliche Inflationsrate von 3,0%. Für die USA rechnen wir mit einer wenig veränderten jahresdurchschnittlichen Inflationsrate von 4,5%, wobei auch hier der Preisdruck gegen Jahresende wieder moderater ausfallen sollte.

Geldpolitischer Ausblick für die USA und die EWU:

Die US-Notenbank Fed behielt in der ersten Jahreshälfte 2021 ihren geldpolitischen Krisenmodus bei. Hierzu gehörten im Wesentlichen monatliche Käufe von Staatsanleihen in Höhe von 80 Mrd. US-Dollar und von hypotheckenbesicherten Pfandbriefen über 40 Mrd. US-Dollar zur Flankierung des unverändert niedrigen Leitzinszielbandes von 0,00% bis 0,25%. Die im Vergleich zu Europa schnellere Überwindung der Corona-Winterwelle 2020/21 und die hieraus resultierende frühere konjunkturelle Erholung änderten zunächst zwar nichts an dieser ultralockeren Ausrichtung. Notenbankchef Powell hob in seinen öffentlichen Erklärungen stärker als sonst das Erreichen des neben der Preisstabilität gleichberechtigten Ziels der maximalen Beschäftigung hervor, wobei er sogar angesichts der stark sinkenden Arbeitslosenquote zunehmend die Situation einzelner Bevölkerungskreise in den Mittelpunkt rückte. Letztendlich zwang aber die steigende Inflationsrate, die im April erstmals seit 2008 wieder über die Marke von 4% kletterte und im November 6,8% betrug, die Fed zu einem allmählichen Kurswechsel.

Hohes Ausgangsniveau prägt Inflationsprognosen 2022.

Fed hielt im ersten Halbjahr an lockerer Geldpolitik fest.

Ein wichtiger Grund hierfür war neben dem Ausmaß der Teuerung die zunehmende Breite des Inflationsdrucks sowie die oben bereits angesprochene Lohn-Preis-Spirale. Die erst 2020 geänderte geldpolitische Strategie mit einem nur noch durchschnittlichen Inflationsziel von 2% und der Absicht zur Hinnahme einer (temporär) überschießenden Inflation hat insofern ihren ersten Praxistest nicht im Sinne ihrer Urheber bestanden. Konkret bereitete die Fed ab dem Sommer die Märkte immer deutlicher auf einen bevorstehenden Tapering-Beschluss vor, der auf der vorletzten Notenbanksitzung des Jahres Anfang November 2021 vollzogen wurde. Demnach sollten die monatlichen Käufe von Staatsanleihen um 10 Mrd. US-Dollar pro Monat und diejenigen der Hypothekendarlehen um 5 Mrd. US-Dollar pro Monat reduziert werden. Die Nominierung von Powell für eine zweite Amtszeit ab Anfang 2022, die von US-Präsident Biden überraschend lange hinausgeschoben wurde und erst Ende November erfolgte, scheint dann der Notenbank gegen Jahresende eine größere Freiheit gegeben zu haben, die sich in einer stärkeren Konzentration auf das Inflationsziel ausdrückte. Powell erklärte nur kurze Zeit später, dass die Inflation nicht nur wie zuvor postuliert vorübergehend sei, und er bereitete die Märkte auf eine Tapering-Beschleunigung vor, die dann auf der letzten Sitzung des Offenmarktausschusses im Dezember beschlossen wurde. Seitdem beläuft sich die monatliche Reduktion der Käufe von Staatsanleihen und Hypothekendarlehen auf 20 Mrd. US-Dollar beziehungsweise 10 Mrd. US-Dollar pro Monat.

EZB wird 2022 Expansionsgrad ihrer Politik nur minimal verringern.

Angesichts der schnelleren Tapering-Geschwindigkeit dürften die Anleihekäufe bereits im März 2022 abgeschlossen sein, sodass zumindest theoretisch ab jenem Zeitpunkt der Weg für Leitzinsanhebungen frei sein wird. In der Vergangenheit betonte Powell zwar wiederholt, dass die volkswirtschaftlichen Voraussetzungen für höhere Leitzinsen umfangreicher als für ein Tapering seien. Angesichts der hohen Inflationsrate war von einer solchen Abstufung zuletzt aber weniger zu spüren, und die Märkte preisen nun nahezu drei Leitzinsanhebungen über jeweils 25 Basispunkte bis Ende 2022 ein. Dies entspricht auch ungefähr dem Pfad, den der Offenmarktausschuss mit den sogenannten „Dot Plot“-Projektionen vorgibt. Demnach wäre für 2022 mit drei Zinsschritten, für 2023 mit drei bis vier und für 2024 mit zwei bis drei Leitzinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte zu rechnen. Der Geldmarktsatz stünde dann bei etwa 2,25% bis 2,50% und somit auf jenem Niveau, welches der Offenmarktausschuss als „langfristig“ angemessen einschätzt. Der Weg der US-Geldpolitik ist damit aber keineswegs für die kommenden drei Jahre vorgezeichnet. Sollte die jüngste Corona-Welle größere Beeinträchtigungen mit sich bringen, als bislang befürchtet, dann wird die Fed die Leitzinserhöhungen später beginnen oder nötigenfalls das Tapering wieder entschleunigen. Umgekehrt wäre bei anhaltendem Inflationsdruck auch mit einer schnelleren Abfolge von Leitzinserhöhungen zu rechnen, beispielsweise auf jeder Notenbanksitzung anstelle von einem Schritt pro Quartal.

2022 dürfte in den USA ein neuer Zinserhöhungszyklus beginnen.

Nachdem die Europäische Zentralbank bereits 2020 mit der Schaffung des Pandemie-Notfall-Anleihekaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) und der Ankündigung einer neuen Serie von weiteren, sehr günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten der Geschäftsbanken („TLTROs“) auf die Corona-Krise reagiert hatte, beschränkte sie sich 2021 weitestgehend auf die Umsetzung dieser Maßnahmen. Im Frühjahr 2021 erfolgte lediglich die Ankündigung, dass die monatlichen Anleihekäufe im Rahmen des PEPP beschleunigt würden, um eine Stabilisierung der europäischen Rentenmärkte zu erreichen. Dabei blieb jedoch das Gesamtvolumen des PEPP in Höhe von 1.850 Milliarden Euro unverändert. Im September wurde diese Dynamisierung der Käufe wieder beendet

EZB 2021 ohne geldpolitische Richtungsänderung.

Auf ihrer Dezembersitzung 2021 kündigte die EZB dann einige wichtige Schritte für ihr Vorgehen im Jahr 2022 an: So strebt sie an, ihr PEPP-Programm Ende März auslaufen zu lassen, wobei fällige Anleihen aus dem Bestand reinvestiert werden, um ein Schrumpfen der EZB-Bilanzsumme und der Liquiditätsversorgung der Wirtschaft zu vermeiden. Zudem betonte die europäische Notenbank, dass sie erneute Anleihekäufe im Rahmen des PEPP im Bedarfsfalle sofort wieder aufnehmen könne. Als Teilkompensation wird die EZB darüber hinaus im zweiten Quartal 2022 das Volumen ihrer monatlichen Käufe im Rahmen des Standard-Anleihekaufprogramms (APP) auf 40 Milliarden Euro verdoppeln, bevor sie den Ankaufumfang im dritten Quartal auf 30 Milliarden Euro und im vierten Quartal wieder auf 20 Milliarden Euro reduzieren will. Im Ergebnis wird sich somit gemäß der EZB-Absichten das Volumen der monatlichen (Netto-)Anleihekäufe von (maximal) 120 im vorigen Jahr auf letztlich 20 Milliarden Euro Ende dieses Jahres verringern. Zinsseitig ist auch in diesem Jahr hingegen mit keinen gravierenden Änderungen zu rechnen. Laut den eigenen Prognosen der EZB wird sie ihr Ziel eines nachhaltigen Inflationsanstiegs auf 2% bis zum Ende des Prognosehorizonts 2024 nicht erreichen, sodass die zentrale Voraussetzung für ein Ende der aggressiven Leitzinspolitik nicht erfüllt werden wird. Somit wird der Hauptrefinanzierungssatz auch zum Jahresende 2022 unverändert bei 0,0% stehen. Lediglich beim Einlagezinssatz, der aktuell bei -0,5% liegt, könnte eventuell eine geringfügige Anhebung um 10 Basispunkte erfolgen. Ein solcher Schritt wäre gegebenenfalls aber weniger als geldpolitische Maßnahme, sondern eher als symbolischer Schritt zu interpretieren. Die EZB könnte damit ein Signal senden, dass die Corona-Krise endgültig überwunden sei. Zudem käme sie damit zumindest in Trippelschritten ihren Kritikern entgegen, die die extrem expansive Haltung und die Negativzinspolitik der Frankfurter Notenbanker sehr skeptisch beurteilen. Schließlich würde damit das europäische Geschäftsbankensystem, das diese Zinsen bezahlen muss, graduell entlastet und gestärkt werden. Wahrscheinlicher ist aber, dass die EZB einen solchen Schritt erst 2023 vollziehen wird..

Ausblick für die Rentenmärkte:

Der Renditeanstieg von US-Staatsanleihen mit langer Laufzeit im Schlussquartal des Jahres 2020 setzte sich Anfang 2021 beschleunigt fort, wobei die Rendite zehnjähriger Papiere Ende März mit 1,77% ihr Jahreshoch erreichte. Die wichtigsten Gründe hierfür waren einerseits der zügige Impffortschritt in den USA. Damit wurden Lockerungen der Corona-Maßnahmen sowie eine dynamische Konjunktorentwicklung greifbar, womit sich auch die Erwartung für eine gewisse Normalisierung des Renditeniveaus verband. Zweitens versprach der Amtsantritt des neuen Präsidenten Joe Biden nochmals kräftig gesteigerte Staatsausgaben und spiegelbildlich eine Zunahme des Angebots an Staatspapieren. Im zweiten Quartal setzte dann eine Konsolidierung mit etwas nachgebenden Renditeniveaus ein, die als Resultat der zuvor überschießenden Entwicklung gedeutet werden können. Die seinerzeit stets wiederholten Äußerungen der Notenbank, an der lockeren Geldpolitik längerfristig festhalten zu wollen, trugen zu dem Rückgang der Rendite zehnjähriger Papiere auf 1,13% im Tief Ende Juli und Anfang August bei. Angesichts der zwischenzeitlich immer weiter gestiegenen Inflationsraten und der höheren Wahrscheinlichkeit für ein Tapering stiegen die Renditen ab der zweiten Septemberhälfte jedoch erneut spürbar an, wobei nun auch kürzere Laufzeiten beteiligt waren. Seitdem ist eine abweichende Entwicklung beobachtbar. Beispielsweise stieg die Rendite von Papieren mit zweijähriger Restlaufzeit unter gewissen Schwankungen bis zum Jahresende auf 0,73% an.

Treasury-Renditen zuletzt durch neue Corona-Sorgen gedrückt.

Am langen Ende der Zinsstrukturkurve wirkte sich dagegen ab Ende November nach Bekanntwerden der neuen Corona-Variante Omikron abermals eine Flucht in „sichere Häfen“ wie US-Staatsanleihen renditedämpfend aus, sodass zehnjährige Papiere zum Jahresende bei 1,51% rentierten.

Bund-Renditen bleiben auch 2022 sehr niedrig.

Für 2022 ist am kurzen Ende der Zinsstruktur ein enges Mitlaufen der Renditen im Windschatten der Leitzinserwartungen absehbar. Für zehnjährige Papiere ist ein Renditeanstieg vor dem Hintergrund der prognostizierten Konjunkturbelebung sowie der weiterhin sehr hohen Staatsausgaben – erwartet wird ein Haushaltsdefizit von 6,9% – und nicht zuletzt aufgrund des Taperings wahrscheinlich. Das Niveau dürfte deshalb im Jahresverlauf über die Höchststände aus 2021 hinausgehen. Konjunkturelle Beeinträchtigungen durch die Omikron-Welle haben zunächst jedoch das Potenzial, renditedämpfend zu wirken, sodass sich der erwartete Renditeanstieg voraussichtlich erst nach dem Abzeichnen einer Besserung des Infektionsgeschehens zeigen dürfte. Zum Jahresende 2022 prognostizieren wir somit einen Stand der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von 2,0%.

Anstieg der Renditen 2022 erwartet.

Auf den ersten Blick scheint 2021 ein ruhiges Jahr am Markt für deutsche Staatsanleihen gewesen zu sein. So stieg z.B. die Rendite zweijähriger Bundesanleihen nur geringfügig von -0,7% auf -0,62%. Angesichts der passiven Leitzinspolitik der EZB und der Erwartung des Marktes, dass sich hieran auch auf absehbare Zeit wenig ändern wird, ist diese ruhige Entwicklung bei den Kurzfristzinsen nicht erstaunlich. Doch auch die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit wies per Saldo wenig Bewegung auf und zog moderat von -0,57% auf -0,18% an. Hinter dieser Stichtagsbetrachtung verbirgt sich tatsächlich aber ein durchaus bewegtes Anleihejahr, das durch zwei große Wellen geprägt war. In den ersten Jahresmonaten bis Mitte Mai bestimmte ein zunehmender Konjunkturoptimismus geprägt durch ein Abklingen der winterlichen Corona-Infektionswelle und dem resultierenden Ende der Lockdown-Maßnahmen das Geschehen. Zusammen mit anziehenden Inflationsraten sorgte dies für einen ersten Anstieg der Zehnjahresrendite auf ein Jahreshoch von knapp -0,1%. Das Auftreten einer neuen, aggressiveren Corona-Mutation („Delta“) und eine weitere Infektionswelle in den USA schürten dann erneut Konjunkturängste, sodass die Zinsen wieder rasch fielen. Unterstützt wurde diese Bewegung durch die US-Notenbank, die eine Anpassung ihrer geldpolitischen Strategie bzw. Ziele vornahm, die vom Markt als Rechtfertigung für eine anhaltend extrem expansive Geldpolitik interpretiert wurde. Im Ergebnis sank die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen bis August wieder auf -0,5%. Unerwartet dynamisch ansteigende Inflationsraten, ein sehr hohes Wirtschaftswachstum im Sommerhalbjahr und erste Anzeichen, dass die führenden Notenbanken in den kommenden Monaten doch erste, wenn auch vorsichtige Schritte in Richtung einer Straffung der Geldpolitik vornehmen könnten, sorgten anschließend dafür, dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen bis Ende Oktober ein zweites Mal auf ihr Jahreshoch von knapp -0,1% anstieg. Eine erneute Corona-Infektionswelle in der EWU und das Auftreten einer weiteren Corona-Mutation („Omikron“) führten dann in den Schlusswochen des Jahres zu einem erneuten Zinsrückgang, sodass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen das Jahr bei -0,18% beendete..

Bund-Renditen 2021 nur per Saldo wenig verändert.

Die negative Verzinsung eines Großteils der Bundesanleihen wird 2022 anhalten. Erstes Indiz hierfür ist die erwartete zinspolitische Passivität der EZB. Ohne neue Impulse vom Leitzinsniveau ist insbesondere bei kurzen Laufzeiten mit wenig Renditeveränderung zu rechnen. Bei ihrem quantitativen Instrument der Anleihe-

käufe wird die europäische Notenbank zwar das Kaufvolumen verringern, sie wird aber letztlich als bedeutender Käufer am Markt aktiv bleiben und so in der Tendenz das Renditeniveau drücken. Druck in Richtung steigender Zinsen könnte im laufenden Jahr grundsätzlich vom ökonomischen Umfeld ausgehen. So ist ab dem Frühjahr mit dem erwartenden Ende Corona-bedingter Einschränkungen der Wirtschaftsaktivität erneut eine sehr dynamische Belebung der Konjunktur zu erwarten. In der Theorie gehen höhere Wachstumsraten, insbesondere deutlich überdurchschnittliche, mit steigenden Zinsen einher. Auch die Inflationsentwicklung spricht eigentlich für höhere Zinsen. Zwar haben die Preissteigerungsraten in Deutschland mit dem Jahreswechsel ihren Zenit überschritten. Mit einer erwarteten Durchschnittsrate von 3,0% werden sie dieses Jahr aber immer noch weit überdurchschnittlich ausfallen, sodass die Kapitalmarktzinsen reagieren könnten. Aus unserer Sicht sprechen jedoch mehrere Punkte dagegen, dass die Konjunktur- und Inflationsentwicklung 2022 tatsächlich zu signifikant höheren Renditen bei Anleihen führen werden. So wird der Anleihemarkt antizipieren, dass die EZB zinspolitisch nur sehr zögerlich (wenn überhaupt) auf hohe Wachstums- und Preissteigerungsraten reagieren wird. Zudem ist den Marktteilnehmern bewusst, dass überdurchschnittliche Wachstumsraten in Deutschland und der EWU nur ein zeitlich begrenztes Phänomen der Nach-Corona-Erholung sind. Fehlende Strukturreformen und diverse andere Wachstumsbremsen verhindern eine höhere Trendwachstumsrate in der EWU, sodass mittelfristig damit gerechnet werden muss, dass das Wachstum der europäischen Wirtschaft auf ein eher lethargisches Niveau zurückfallen wird. Dies preist der Anleihemarkt, gerade bei längeren Laufzeiten, ein. Ähnliches gilt für die Inflation. Auch hier zeichnet sich ab, dass die Preissteigerungsraten bereits im Jahresverlauf 2022 wieder spürbar zurückgehen werden, sodass auch hier kein nachhaltiger Zinsimpuls abzuleiten sein wird. Diese These wird durch die Entwicklung zum Ende des Vorjahres bestätigt, als ein Anstieg der Inflation auf Werte im Bereich von 5% keine nachhaltige Reaktion der Renditen von Bundesanleihen auslöste. Auch technische Faktoren begünstigen eine stabile Entwicklung der Zinsen. So besteht bei den großen Kapitalanlagesammelstellen weiterhin ein sehr hoher Anlagedruck. Wie schon in den Vorjahren kann daher damit gerechnet werden, dass zwischenzeitliche Zinsanstiege rasch auf ein reges Kaufinteresse institutioneller Anleger treffen werden, sodass eine Gegenbewegung ausgelöst werden wird. Schließlich darf auch nicht übersehen werden, dass die zumeist sehr hoch verschuldeten Staaten der EWU ein großes Interesse an anhaltend niedrigen Zinsen haben. Deutlich steigende Renditen würden einige EWU-Staaten in eine finanziell prekäre Lage bringen. Auch wenn die Regierungen das Zinsniveau nicht direkt steuern können, üben sie doch einen gewissen Einfluss auf die Notenbank aus und haben die Möglichkeit, über regulatorische Vorschriften und die Steuergesetzgebung das Verhalten der Anleger am Anleihemarkt zu beeinflussen. Gewisse Impulse für steigende Zinsen in Europa könnten jedoch aus den USA kommen. Hier erwarten wir im Zuge erster Leitzinsanhebungen der Fed auch anziehende Kapitalmarktrenditen. Diese US-Vorgaben könnten auch bei Bundesanleihen die Kurse belasten. Da wir aber auch in den USA insgesamt nur mit einem moderaten Zinsanstieg rechnen (siehe oben) und nur eine deutlich unterproportionale Übertragung des Impulses auf Bundesanleihen zu erwarten ist, dürfte die verbleibende Wirkung auf das EWU-Zinsniveau letztlich gering sein. Zusammenfassend prognostizieren wir für das Jahresende 2022 eine Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe im Bereich von -0,1%. Bei zweijährigen Bundesanleihen rechnen wir mit einer Jahresendrendite von -0,6%.

Ausblick für die Aktienmärkte:

Die internationalen Aktienmärkte setzten im Vorjahr ihren im März 2020, nach dem Corona-bedingten Kurseinbruch begonnenen Aufwärtstrend fort. Besonders auffallend war dabei die hohe Stabilität der Märkte. So erfolgte bei den führenden Indizes keine Korrektur, die auch nur annähernd die 10%-Marke erreicht hätte. Nachdem bereits 2020, insbesondere ab dem zweiten Quartal, ein sehr gutes Aktienjahr gewesen war, erzielte z.B. der DAX 2021 einen beachtlichen Jahresanstieg von 15,8%. Der Euro STOXX 50 stieg um 21,0%, der S&P 500 sogar um 26,9%. Zwei wesentliche Gründe waren für diesen anhaltend positiven Börsentrend ausschlaggebend: Zum einen setzte sich – trotz periodischer Einschränkungen der Wirtschaftsaktivität zur Eindämmung der Pandemie und gravierenden Angebotsbeschränkungen im zweiten Halbjahr – eine dynamische Konjunkturerholung mit zumeist weit überdurchschnittlichen Wachstumsraten in den Industrieländern durch. Dies bildete die ökonomische Grundlage für eine ausgeprägt dynamische Gewinnerholung der Unternehmen. So stiegen z.B. die ausgewiesenen Gewinne der im S&P 500 gelisteten Unternehmen um über 50%. Zum anderen blieb das monetäre Umfeld für die Aktienmärkte sehr günstig. So setzten die führenden Notenbanken ihre krisenorientierte, extrem expansive Geldpolitik lange Zeit trotz des Aufschwungs und rasch anziehender Inflationsraten unverändert fort. Damit hielt der Liquiditätszufluss an die Kapitalmärkte an und die Zinsen verharrten auf einem historisch sehr niedrigen Niveau. Damit blieben attraktive Anlagealternativen zu Aktien Mangelware.

Für das laufende Jahr zeichnen sich nun aber Veränderungen am geldpolitischen Umfeld ab. So hat die US-Notenbank bereits angekündigt, dass sie ihre Anleihekäufe in mehreren Schritten beenden wird. Auch die EZB beabsichtigt, ihr Anleihekaufprogramm PEPP zu beenden, jedoch wird sie ihr zweites, niedrigervolumiges Kaufprogramm (APP) noch fortsetzen. Im Ergebnis werden die führenden Notenbanken zukünftig weniger Zentralbankgeld zur Verfügung stellen, sodass die Liquiditätsschwemme an den Kapitalmärkten spürbar niedriger ausfallen wird. Damit werden auch die Aktienmärkte einen Teil des Rückenwindes der Vorjahre verlieren. Zumindest in den USA zeichnen sich zudem Veränderungen im Zinsumfeld ab. So geht eine große Mehrheit der Analysten davon aus, dass die Fed dieses Jahr die Leitzinsen zwei oder gar drei Mal anheben wird. Auch bei den Renditen lang laufender Staatsanleihen dürfte sich der Anstieg des Vorjahres in der Tendenz noch fortsetzen. Höhere Zinsen stellen für die Aktienmärkte aber grundsätzlich einen Belastungsfaktor dar. So sinkt der Barwert zukünftiger Unternehmensgewinne, die den Aktienmärkten zugebilligte Bewertung fällt zumeist, Anleihen gewinnen relativ zur Aktie an Attraktivität und schließlich können höhere Zinsen auch das Wirtschaftswachstum und damit die Geschäftsaussichten belasten. Allerdings wird sich 2022 zeigen müssen, ob diese potenziellen Belastungsfaktoren ihre Wirkung auf den Aktienmärkten tatsächlich entfalten werden. Denn angesichts des rekordtiefen Ausgangsniveaus der Zinsen und Renditen ist es durchaus vorstellbar, dass die Aktienmärkte einen Anstieg der US-Leitzinsen auf 1% oder der 10-Jahres-Rendite auf 2,5% geflissentlich ignorieren werden. Für diese These spricht die Beobachtung, dass die Realzinsen angesichts der anhaltend überdurchschnittlichen Inflation selbst nach diesem Anstieg der Nominalzinsen negativ bleiben werden. Somit wird letztlich ein sehr günstiges Zinsumfeld für die Aktienmärkte Bestand haben. Ein weiterer Stützungsfaktor für die Aktienmärkte wird im laufenden Jahr das fundamentale Umfeld bleiben. In allen großen Industriestaaten dürfte das Wirtschaftswachstum erneut überdurchschnittlich ausfallen. Damit wird es der großen Mehrheit der Unternehmen erneut möglich

Konjunkturelles Umfeld bleibt sehr freundlich.

Monetäres Umfeld der Aktienmärkte wird sich 2022 ändern..

Werden höhere US-Zinsen die Aktienmärkte belasten?

sein, ihre Umsätze und Gewinne auszuweiten. Zwar werden die Zuwachsraten der Unternehmensgewinne aufgrund fehlender Basiseffekte dieses Jahr deutlich niedriger ausfallen als im Vorjahr. Mit prognostizierten Zuwachsraten im Bereich von rund 10% wird aber immer noch ein erfreuliches Niveau erreicht werden. Zwischenzeitliche Sorgen, dass die Knappheit bei vielen Vorprodukten, Lieferengpässe, stark steigende Erzeugerpreise und teils deutlich anziehende Lohnkosten die Gewinnmargen der Unternehmen spürbar belasten könnten, haben sich dabei bislang nicht bewahrheitet. Die resultierende Kombination aus anhaltend negativen Realzinsen und freundlichem konjunkturellem Umfeld spricht auch dafür, dass die internationalen Aktienmärkte ihr erreichtes, im historischen Vergleich hohes Bewertungsniveau (dies gilt insbesondere für die US-Weltleitbörsen, so beläuft sich z.B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 auf Basis der Gewinnschätzungen für 2022 auf rund 21, der langfristige Durchschnittswert liegt hingegen bei knapp 17) nur moderat abbauen werden. Das Bewertungsniveau der europäischen Aktienmärkte, z.B. des DAX oder des STOXX 600, hat sich durch die Gewinnzuwächse der Unternehmen bereits letztes Jahr wieder deutlich dem langfristigen Durchschnittsniveau angenähert. Dennoch muss festgehalten werden, dass das bereits erreichte, sehr hohe Kurs- und zumindest an manchen Märkten auch ambitionierte Bewertungsniveau den Kurspielraum 2022 begrenzen wird. Zudem erhöht sich dadurch das Risiko von Kursrückschlägen. Da die meisten Anleger hohe Gewinne auf ihren Aktienpositionen verzeichnen, dürfte eine hohe Neigung bestehen, diese Kurserfolge rasch zu realisieren, insbesondere im Falle enttäuschender Nachrichten von Seiten der einzelnen Unternehmen, der Konjunktur oder der Politik. In der Folge würde es daher nicht überraschen, wenn der Kursverlauf an den Börsen dieses Jahr etwas weniger ruhig als im Vorjahr verlaufen würde und eventuelle (temporäre) Kursrückschläge kräftiger ausfallen würden. Zusammenfassend kommt man zu der Prognose, dass Aktien 2022 erneut Kursgewinne erzielen sollten, die jedoch spürbar moderater ausfallen dürften als in den beiden Vorjahren. Damit wird die in den Vorjahren bereits erfolgreiche Verhaltensregel, dass Kurskorrekturen an den Aktienmärkten zu Käufen genutzt werden sollten („buy the dip“), weiter Bestand haben. Unsere konkreten Indexprognosen zum Jahresende 2022 sehen für den DAX ein Niveau von 16.800 Punkten, für den Euro STOXX 50 von 4.450 Punkten und für den S&P 500 von 4.900 Punkten vor. Damit könnten 2022 europäische Aktien das erste Mal seit mehreren Jahren zumindest etwas besser abschneiden als US-Titel. Erklärende Faktoren hierfür sind der geringere geldpolitische Gegenwind in der EWU im Vergleich zu den USA, das niedrigere Ausgangsbewertungsniveau, ein etwas höheres erwartetes Gewinnwachstum der europäischen Unternehmen und als möglicher Belastungsfaktor für die US-Märkte die Aussicht, dass die Biden-Regierung 2023 nach den Zwischenwahlen die Unternehmenssteuern anheben könnte.

Wechselkursausblick:

Der Euro wertete im Jahresverlauf 2021 gegenüber dem US-Dollar von gut 1,22 US-Dollar je Euro auf 1,137 US-Dollar ab. Zentrale Ursache war ein in den USA höheres Wirtschaftswachstum als in der EWU und ein resultierender, sehr dynamischer Inflationsanstieg in den USA. Diese Entwicklungen führten am Devisenmarkt zunehmend zu Spekulationen, dass die US-Notenbank in absehbarer Zeit ihren geldpolitischen Kurs in Richtung eines geringeren Expansionsgrades ändern könnte. Tatsächlich erfolgte dann im vierten Quartal die erwartete Ankündigung über eine stufenweise Reduzierung und Beendigung der Anleihekäufe seitens der US-Notenbank („Tapering“). Zudem setzte sich am Devisenmarkt die

Hohe Bewertung begrenzt Kurspotenzial und erhöht Korrekturgefahr..

Euro wertete 2021 unter Schwankungen gegenüber dem US-Dollar ab.

Erwartung durch, dass die Fed 2022 erste Leitzinsanhebungen vornehmen wird. Gleichzeitig bestand die These, dass die EZB im Gegensatz dazu weiter eine letztlich extrem expansive Ausrichtung beibehalten würde. Diese divergenten geldpolitischen Erwartungen stärkten den US-Dollar im Verhältnis zum Euro. Lediglich im zweiten Quartal konnte der Euro temporär gegenüber dem US-Dollar etwas aufwerten, als sich die Konjunkturaussichten für die EWU aufgrund des Endes der Lockdown-Maßnahmen zur Überwindung der Corona-Pandemie aufhellten.

Im laufenden Jahr dürften unserer Einschätzung nach die Erwartungen des Devisenmarkts zur weiteren Entwicklung der Geldpolitik in den USA in Relation zur europäischen der ausschlaggebende Faktor für die Wechselkursrelation des Euro zum US-Dollar bleiben. Im Zentrum stehen dabei die Leitzinserwartungen. Während an den Kapitalmärkten damit gerechnet wird, dass die Fed 2022 bis zu drei Zinsanhebungen vornehmen wird, dürfte die EZB zinspolitisch weitestgehend passiv bleiben (allenfalls eine minimale Anhebung des Einlagezinssatzes um zehn Basispunkte wäre denkbar). Dies spricht grundsätzlich für weitere Stärke des US-Dollar. Da diese Prognosen aber bereits seit geraumer Zeit an den Märkten bekannt sind, dürfte das Ausmaß der weiteren Dollaraufwertung eher begrenzt ausfallen. Es ist sogar möglich, dass der US-Dollar nach der ersten Zinsanhebung der Fed mit einem klassischen „Buy the rumour, sell the fact“-Effekt reagiert. Dies bedeutet, dass der US-Dollar – ähnlich wie im Zinsanhebungszyklus ab Dezember 2015 – in eine Konsolidierungsphase übergehen und einen Teil seiner zuvor gegenüber dem Euro erzielten Aufwertungsgewinne wieder abgeben könnte. Zum Jahresende 2022 prognostizieren wir daher einen Wechselkurs des Euro in einer Bandbreite von 1,10 bis 1,15 US-Dollar.

US-Geldpolitik wird 2022 zentraler Einflussfaktor für den Euro-Wechselkurs bleiben.

Hauptszenario 2022	USA	EWU
BIP (yoy%)	4,0%	4,2%
Inflation (yoy%)	4,5%	3,2%
Wechselkurs \$/€	1,10 - 1,15	
Leitzins	0,75% - 1,00%	-0,5%
10J Staatsanleihen	1,75% - 2,25%	-0,35% - 0,15%
10J Swap	1,75% - 2,25%	0,00% - 0,50%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	4.900	4.450

Pessimistisches Nebenszenario:

Anhaltende Rezession und rasch sinkende Inflation

Wahrscheinlichkeit: 20%

In diesem Szenario wird davon ausgegangen, dass die Weltwirtschaft erneut in eine Rezession abrutschen wird. Wahrscheinlichster Auslöser hierfür stellt ein Wiederaufflammen der Corona-Pandemie – z.B. weil sich eine impfesistente Mutation des Virus verbreitet – dar. Erforderliche, sehr umfassende Lockdown-Maßnahmen lassen in der Folge das gesellschaftliche und wirtschaftliche Leben nahezu erliegen und führen zu einem ausgeprägten Konjunkturreinbruch. Aber auch neue geopolitische Spannungen könnten die Weltwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen. Zwar gestaltet sich der weltpolitische Umgangston vordergründig unter dem neuen US-Präsident Biden freundlicher als noch unter seinem Vorgänger, inhaltlich hat sich aber am Bestreben der USA, den Aufstieg Chinas zumindest deutlich abzubremsen, wenig verändert. Im Ergebnis bleiben die Beziehungen beider Großmächte angespannt, was auch ökonomisch wiederholt zu gegenseitigen Sanktionen geführt hat (so entzog z.B. die USA im Oktober einem großen chinesischen Telekomkonzern die Erlaubnis für seine Geschäftsaktivitäten in den USA). Ein ausufernder Konflikt der beiden größten Wirtschaftsnationen der Welt würde die globale Konjunktur massiv belasten. Schließlich scheint die politische Instabilität im Nahen Osten derzeit eher zu- als abzunehmen. Der Konflikt der westlichen Staaten mit dem Iran, einem großen Ölförderer, kann jederzeit wieder eskalieren. Das größte Ölexportland der Welt, Saudi-Arabien, wirkt sowohl innen- als auch außenpolitisch unter Druck. Käme es hier zu einer ausgeprägten politischen Krise, könnte der Ölpreis sprunghaft ansteigen und so die Weltkonjunktur abwürgen. Im Unterschied zu früheren Rezessionen bestünden dabei für die Geld- und Fiskalpolitik nur sehr eingeschränkte Reaktionsmöglichkeiten, da die geldpolitischen Instrumente bereits weitestgehend ausgereizt sind und der Fiskalpolitik die nötigen Finanzmittel fehlen würden. Im Ergebnis käme es zu Quartalen mit negativen Wachstumsraten, die Inflationsraten würden erneut in Richtung Nulllinie fallen (außer der Auslöser wäre ein massiver Ölpreisanstieg). Dies würde an den Kapitalmärkten die Angst vor einer Deflationsspirale schüren und die Renditen von Staatsanleihen höchster Bonität auf extreme Rekordtiefs sinken lassen. An den Kreditmärkten würden die Zinsaufschläge deutlich steigen, an den Aktienmärkten würde es zu massiven Kurseinbrüchen kommen. In diesem Szenario profitiert der US-Dollar als „Welt-Leitwährung“ von einer ansteigenden Risikoaversion der Anleger und wertet gegenüber dem Euro spürbar auf.

Sich wieder verschärfende Pandemie führt zu Rezession.

Pessimistisches Szenario 2022	USA	EWU
BIP (yoy%)	2,0%	2,0%
Inflation (yoy%)	2,0%	1,5%
Wechselkurs \$/€	1,05 - 1,10	
Leitzins	0,0% - 0,25%	-0,70%
10J Staatsanleihen	0,95% - 1,45%	-1,25% - -0,75%
10J Swap	1,0% - 1,5%	-0,75% - -0,25%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	3.700	3.250

Optimistisches Nebenszenario:

Dynamischer Aufschwung bei hoher Inflation

Wahrscheinlichkeit: 15%

In diesem Szenario wird unterstellt, dass sich das Weltwirtschaftswachstum überraschend dynamisch beschleunigt und weit überdurchschnittliche Niveaus erreicht. Dies wäre insbesondere vorstellbar, wenn die Verbraucher nach der endgültigen Überwindung der Corona-Pandemie in einen wahren Konsumrausch verfallen, um ihren Nachholbedarf zu decken. In der Folge würde sich insbesondere der Stellenaufbau im Dienstleistungssektor sehr rasch vollziehen, wodurch sich der Konsumboom aufgrund sehr hoher Lohnzuwächse noch einmal verstärken könnte. Die Unternehmen würden von diesem Nachfrageboom überrascht und müssten ihre Produktion kurzfristig deutlich erhöhen. Dabei wird in diesem Szenario unterstellt, dass die aktuellen Schwierigkeiten bei den globalen Lieferketten sowie der Mangel an vielen Rohstoffen und Vorprodukten rasch gelöst werden können. Der Boom würde durch eine zu lange sehr expansiv bleibende Ausrichtung der führenden Notenbanken noch zusätzlich befeuert werden. Auch der Welthandel erlebt eine neue Blüte, wovon insbesondere die Exportnation Deutschland profitiert. An den Arbeitsmärkten in den USA und Deutschland bildet sich ein ausgeprägter Arbeitskräftemangel aus, sodass die Lohnzuwächse kräftig ansteigen. Als Folge der außergewöhnlich hohen Wachstumsdynamik verharren die Inflationsraten nachhaltig auf dem aktuellen, sehr hohen Niveau. Die Notenbanken reagieren spät mit ersten Leitzinserhöhungen, die US-Notenbank wird dann aber im vierten Quartal zu beschleunigten und umfangreicheren Zinsschritten übergehen. An den Rentenmärkten kommt es aufgrund dieser für die Mehrheit der Marktteilnehmer überraschenden Entwicklung zu ausgeprägten Kursverlusten, sodass die Renditen rasch steigen. Die Aktienmärkte reagieren mit Kursanstiegen, deren Ausmaß aber durch das anziehende Zinsniveau begrenzt wird. Am Devisenmarkt würde der Euro in diesem Szenario von einer zunehmenden Risikobereitschaft der Anleger profitieren. Diese würden die „safe haven“-Währung US-Dollar zu Gunsten anderer Währungen verkaufen, der Euro würde im Ergebnis aufwerten.

Nachholbedarf nach Überwindung der Pandemie löst massiven Boom aus.

Optimistisches Szenario 2022	USA	EWU
BIP (yoy%)	6,0%	5,5%
Inflation (yoy%)	7,5%	4,5%
Wechselkurs \$/€	1,20 - 1,25	
Leitzins	1,25% - 1,5%	-0,30%
10J Staatsanleihen	2,95% - 3,45%	0,5% - 1,0%
10J Swap	2,9% - 3,4%	0,75% - 1,25%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	5.450	4.950

Extremszenario:

Extreme politische Entwicklungen

Wahrscheinlichkeit: 5%

Verschiedene politische bzw. ökonomische Extremszenarien mit entsprechenden Verwerfungen an den Finanzmärkten sind 2022 (mit etwas Fantasie) vorstellbar. So droht z.B. in China, wo die Verschuldung der Unternehmen und Privathaushalte inzwischen ein sehr hohes Niveau von deutlich über 200% der jährlichen Wirtschaftsleistung erreicht hat, das Platzen einer Kreditblase. Erste Spannungen waren bereits 2021 mit der (drohenden) Insolvenz diverser großer Immobilienkonzerne spürbar. Die resultierende Rezession in China würde dann mit hoher Wahrscheinlichkeit die gesamte Weltwirtschaft in einen gravierenden Abschwung führen. Auch im politischen Bereich steht China im Mittelpunkt möglicher Extremszenarien. So hat Staatspräsident Xi bereits 2021 mehrfach sehr nachdrücklich darauf verwiesen, dass Taiwan ein (noch abtrünniger) Teil der Volksrepublik sei und dass die nationale Einheit zeitnah wieder hergestellt werden müsse. Selbst militärische Mittel zur Erreichung dieses Zieles scheinen inzwischen nicht mehr ausgeschlossen. Eine gewaltsame Annexion Taiwans durch das Reich der Mitte könnte aber direkt in einem Krieg mit den USA münden, die Taiwans Sicherheit und Autonomie gewährleisten. Auch ökonomisch würde dieses Szenario in die Katastrophe führen.

Ausgeprägte Krise der Weltwirtschaft zwar wenig wahrscheinlich, aber nicht gänzlich ausgeschlossen.

Auch die russische Außenpolitik unter Putin ist jederzeit für eine negative Überraschung gut. Entsprechende Befürchtungen sind insbesondere im Baltikum groß. Aber auch eine erzwungene „Wiedervereinigung“ mit Belarus oder der Ukraine könnte 2021 Ursache für massiv zunehmende Spannungen zwischen Russland und der NATO sein.

Schließlich wird unsere zunehmend digitale Welt immer anfälliger für (zumeist absichtlich herbeigeführte) Zusammenbrüche der Netzwerke und Computersysteme. Schon im vergangenen Jahr gab es mehrfach Meldungen von Einzelunternehmen, dass sie zeitweise ihre Produktion aufgrund von Hackerangriffen einstellen mussten. Ein Szenario, in dem (eventuell auch im Auftrag staatlicher Spionagedienste) Hacker die computergesteuerte Infrastruktur, z.B. bei der Energieversorgung oder im Verkehrswesen, großer Regionen oder gar ganzer Staaten zum Zusammenbruch bringen und dadurch massive wirtschaftliche Schäden auslösen, ist heutzutage ohne viel Fantasie vorstellbar.