

Kapitalmarktbericht USA

## Nr. 1: Restriktivere Geldpolitik wird Konjunktur kaum beeinflussen



7. Januar 2022

**Konjunktur und Geldpolitik:** Die kurzfristigen konjunkturellen Auswirkungen der sich aktuell auftürmenden Omikron-Welle sind bislang kaum absehbar, doch überwiegen am Markt die Hoffnungen auf einen glimpflichen Ausgang. Grundsätzlich dürfte mit Eintritt der wärmeren Jahreszeit die Wirtschaftserholung weitergehen, so dass 2022 ein überdurchschnittlich hohes Wirtschaftswachstum zu erwarten ist. Dies macht vor dem Hintergrund der immer noch sehr hohen Inflationsraten eine Normalisierung der Geldpolitik in den Augen der US-Notenbank dringlich. Sie beschloss deshalb auf ihrer letzten Sitzung im Dezember eine Beschleunigung des Taperings. Eine erste Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte wäre bereits im März denkbar.

**Rentenmarkt:** Der Omikron-Schock sorgte ab Ende November zunächst für eine Flucht in den „sicheren Hafen“ US-amerikanischer Staatsanleihen und somit für einen Rückgang der Renditen von Papieren mit längeren Laufzeiten. Zuletzt wurde am Markt jedoch das Szenario mit wenig Hospitalisierungen gespielt, was mit einer kräftigen Erholung der Renditen einherging. Hier besteht im Jahresverlauf noch Luft nach oben, auch wenn die Langfristrenditen dem Leitzinserhöhungstrend kaum parallel folgen werden.

**Aktienmarkt:** Die restriktivere Geldpolitik dürfte sich 2022 dämpfend auf die Entwicklung des Aktienmarktpotenzials auswirken, zumal die Bewertungen trotz der höheren Unternehmensgewinne weiterhin überdurchschnittlich hoch sind. Dennoch bleiben die grundsätzlichen Faktoren für Kurssteigerungen intakt. Zuletzt vollzog sich jedoch ein Favoritenwechsel, bei dem Technologiewerte geschmälert wurden und klassische Branchen im Mittelpunkt standen.

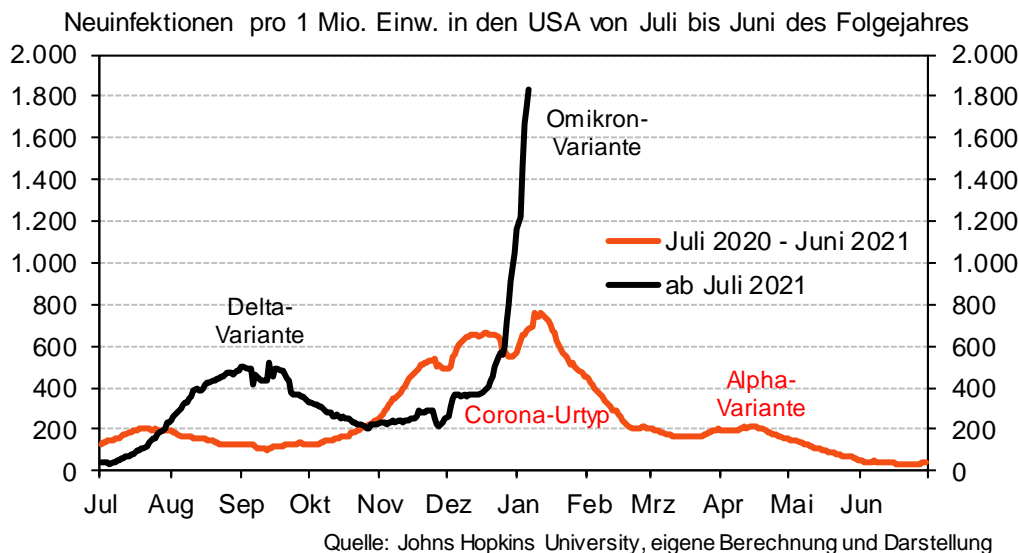
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

Grundsätzlich betrachtet wird die Wirtschaftsentwicklung in den USA aktuell von mehreren und teilweise divergierenden Faktoren beeinflusst. Als Basisaspekt kann die Erholung von der Corona-Rezession im Frühjahr 2020 angesehen werden. Sie dürfte sich auch noch 2022 fortsetzen, wobei dieser Wachstumsimpuls allmählich nachlassen sollte. Die Veränderungsrate des Bruttoinlandsproduktes sollte sich deshalb mit Blick über dieses Jahr hinaus wieder dem langfristigen Durchschnittswert annähern, also zurückgehen. Gestützt wird das Wachstum in den kommenden Jahren voraussichtlich auch durch die immensen Ausgabenprogramme der Biden-Regierung, die bereits beschlossen wurden oder noch im politischen Aushandlungsprozess stehen. So scheiterte die Verabschiedung des 3,5 Bio. US-Dollar schweren Sozial- und Klimapaketes mit dem Namen „Build Back Better Act“ kurz vor Weihnachten an dem Widerstand aus den eigenen Reihen. Der demokratische Senator von West Virginia, Joe Manchin, kündigte seine Verweigerung an, da er inflationstreibende Effekte und die überbordende Staatsverschuldung befürchtet. Aus ökonomischer Sicht sind diese Vorbehalte vollkommen nachvollziehbar, und insgesamt bestätigt sich wieder der Eindruck, dass die Biden-Regierung mit der Ausschüttung des Füllhornes vor den Zwischenwahlen hemmungslos die eigenen, schlechten Popularitätswerte fördern möchte. Nichtsdestotrotz hat die Biden-Administration bereits zuvor mit diversen anderen Ausgabenpaketen dafür gesorgt, die grundsätzlich ohnehin schon gut laufende Konjunktur weiter anzufachen. Am 8. November dieses Jahres steht die Wahl der Gouverneure in immerhin 36 Staaten, die Wahl von 34 der 100 Senatoren und von allen 435 Abgeordneten des Repräsentantenhauses an.

*Erholung der US-Wirtschaft sollte sich grundsätzlich 2022 fortsetzen,...*

*...wozu die hohen Staatsausgaben im Wahlkampf beitragen werden.*



Unabhängig hiervon wird die US-Konjunktur kurzfristig durch das Corona-Infektionsgeschehen und die hiervon beeinflussten Aspekte wie dem Material- und Vorproduktemangel bestimmt. Die obige Grafik zeigt die täglich erfassten Neuinfektionen als gleitenden 7-Tage-Durchschnitt pro 1 Mio. Einwohner seit Juli 2021 (schwarze Linie) und zum Vergleich im Winterhalbjahr 2020/21 (rote Linie). Gut erkennbar ist der Zenit der Corona-Welle mit der Delta-Variante Anfang September. Diese Welle belastete vorübergehend das Wirtschaftsleben und

*Kurzfristig entscheidet Corona die Entwicklung.*

diverse Konjunkturindikatoren, während ihr Abebben im Oktober und November das Pendel wiederum in die andere Richtung ausschlagen ließ. Der jüngste explosionsartige Anstieg der Neuinfektionen durch die Omikron-Variante stellt die Delta-Welle jedoch in den Schatten. Zum Vergleich: Zuletzt errechnete sich ein Durchschnitt von mehr als 1.800 Neuinfektionen pro Tag und 1 Mio. Einwohner, während es im September nur knapp 500 waren. Und aktuell ist noch nicht absehbar, wo mit Omikron der Höhepunkt erreicht sein wird.

*Die Auswirkungen von Omikron sind noch nicht vollständig absehbar,....*

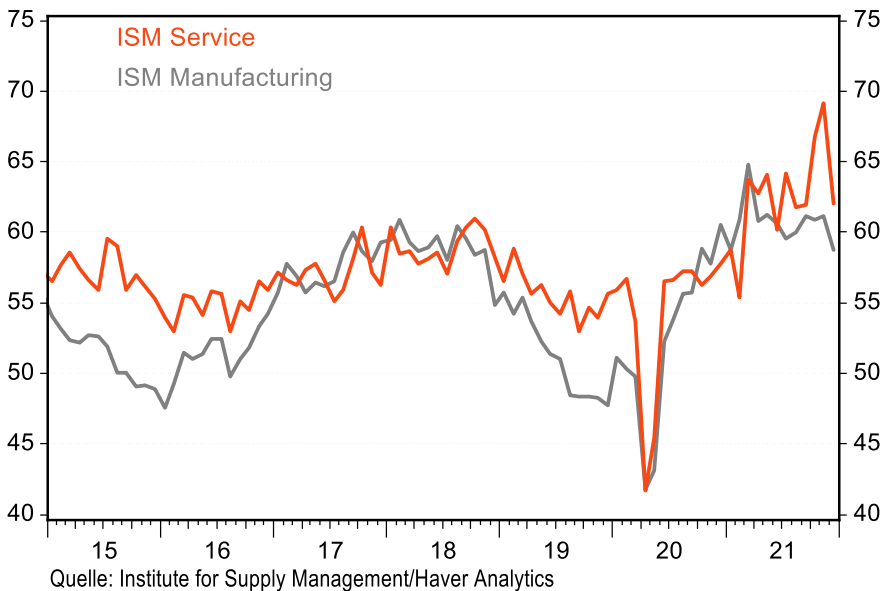
Positiv zu werten ist, dass die Omikron-Variante gemessen an ersten Studien aus Südafrika, die von Studien aus Europa bestätigt wurden, offenbar durch mildere Verläufe gekennzeichnet ist. Dies könnte im optimalen Fall bedeuten, dass die Krankenhäuser weniger stark belastet werden und somit trotz hoher Fallzahlen keine staatliche Einschränkung des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Lebens erfolgen müsste. Es wäre demnach möglich, die Omikron-Welle „durchlaufen zu lassen“. Außerdem haben sich die Fallzahlen in Südafrika seit dem Höhepunkt Mitte Dezember gedrittelt, wobei nicht klar ist, was zu diesem Rückgang führte.

*...wobei entlastenden Einschätzungen...*

Negativ ist auf der anderen Seite die Ungewissheit, ob der Effekt prozentual niedrigerer Hospitalisierungen aufgrund weniger häufiger schwerer Krankheitsverläufe nicht durch die schiere Masse an Infektionen überkompensiert werden könnte. Hierzu fehlen bislang Erfahrungswerte, da die Omikron-Welle in Nordamerika und Europa noch jung ist und die Krankenhausaufenthalte erst mit zeitlicher Verzögerung folgen. Immerhin macht sich der mutierte Erreger bereits jetzt durch eine hohe Anzahl von Arbeitskräften in Quarantäne bemerkbar. So fielen diesseits wie jenseits des Atlantiks nach Angaben der Betreibergesellschaften bereits viele tausend Flüge wegen des Mangels an Flugzeugbesatzungen aus.

*...auch gewisse Unsicherheiten gegenüberstehen.*

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



In den Konjunkturindikatoren spiegelt sich diese Entwicklung bislang nur teilweise wider. Beispielsweise verzeichnete das vom Conference Board erhobene Verbrauchervertrauen bei der jüngsten Veröffentlichung zwei Tage vor Weihnachten sogar einen deutlichen Schub nach oben von 111,9 auf 115,8 Punkte. Solche Zahlen können vor dem Hintergrund der jüngsten Corona-Eskalation jedoch getrost ignoriert werden. Ein eher zutreffendes Bild der Lage vermittelt der am

*Viele Konjunkturindikatoren hinken der Lage hinterher.*

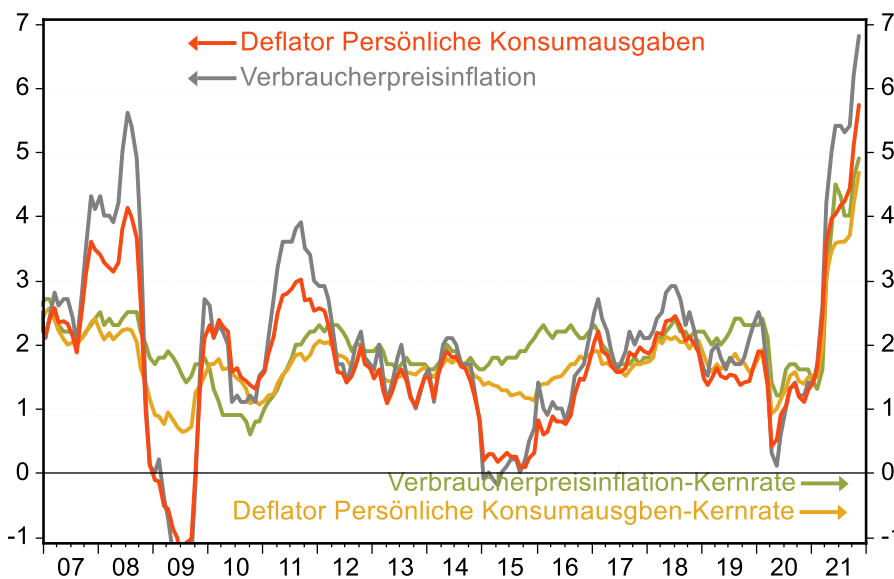
Dreikönigstag veröffentlichte ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich. Er stürzte von 69,1 Punkten auf 62,0 Punkte regelrecht ab (siehe Grafik vorige Seite).

**Angesichts der explosionsartigen Zunahme der Omikron-Infektionen, welche die bisherigen Corona-Wellen weit übertrifft, fällt eine Konjunkturschätzung für die nahe Zukunft schwer. Momentan sieht es so aus, als ob es in den kommenden Wochen durchaus zu größeren Beeinträchtigungen des Wirtschaftslebens kommen dürfte. Im Gegensatz zu früher müssen dabei nicht unbedingt staatlich verordnete Lockdowns im Mittelpunkt stehen. Es reicht, wenn Arbeitskräfte und Konsumenten durch Erkrankungen und Quarantäne ausfallen. Dies gilt umso mehr, als nach den jüngsten Erkenntnissen kaum Schutz vor einer Infektion durch eine Anti-Corona-Impfung beziehungsweise einer Booster-Impfung besteht. Omikron umgeht die Immunabwehr der Menschen. Allerdings besteht die begründete Hoffnung, dass der Corona-Spuk mit Eintritt der wärmeren Jahreszeit zumindest vorübergehend wieder endet. Ab dem Frühjahr 2022 ist deshalb wie bereits 2020 und 2021 mit einem Konsumboom zu rechnen, der die Konjunktur befeuert. Für das Gesamtjahr 2022 rechnen wir deshalb noch einmal mit einem kräftigen BIP-Wachstum in Höhe von 4,0 % nach schätzungsweise 4,7 % im Jahr 2021.**

Zum Jahresende 2021 nahm die Teuerung in den USA noch einmal richtig Fahrt auf. Die Jahresrate stieg von 5,4 % im September auf 6,2 % im Oktober und auf 6,8 % im November an. Dies entspricht dem höchsten Stand seit 40 Jahren. Der Dezemberwert wird planmäßig erst nächste Woche veröffentlicht werden. Zwar rührt ein nicht unwichtiger Teil der Inflation von gestiegenen Energiepreisen her, die auf Monatsbasis im Oktober um 4,8 % und im November um 3,5 % stiegen. Aber auch die Kernrate der Inflation ohne Berücksichtigung von Energie und Nahrungsmittel betrug zuletzt 4,9 % und fiel damit weit überdurchschnittlich aus.

*Inflationsraten weiterhin auf höchstem Stand seit vielen Jahren.*

USA: Inflationsmaße (in % ggü. Vorjahr)



Quelle: BEA, BLS/Haver

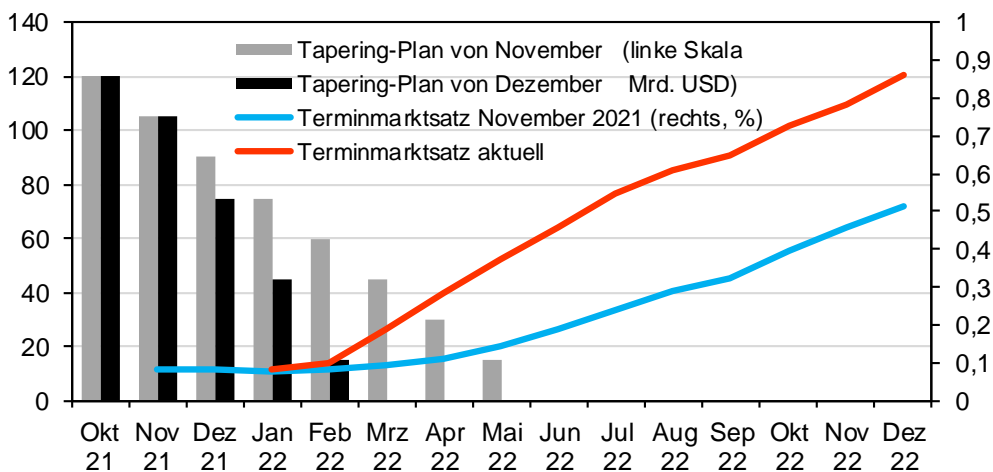
Bereits im Oktober zeichnete sich immer deutlicher ab, dass die US-Notenbank dieser Inflationsdynamik nicht tatenlos zusehen mochte und auf der Sitzung des Offenmarktausschusses Anfang November ein Tapering beschließen würde. Die jüngste Änderung der geldpolitischen Strategie der Fed, die ein durchschnittliches Inflationsziel von 2,0 % sowie die Hinnahme eines temporären Überschießens der Inflationsrate vorsieht, hat insofern gleich ihren ersten Praxistest nicht wirklich bestanden. Seit der Abfassung unseres letzten USA-Kapitalmarktberichtes Anfang November wurde allerdings eine weitere Änderung, nämlich eine Beschleunigung des Taperings beschlossen. Der Offenmarktausschuss nutzte seine letzte Sitzung im Dezember für eine Verdoppelung der Rückführung der monatlichen Käufe von Staatsanleihen von 10 auf 20 Mrd. US-Dollar pro Monat. Und das Kaufvolumen der hypotheckenbesicherten Pfandbriefe schmilzt seitdem um 10 Mrd. US-Dollar ab, während bis dahin ein Tempo von 5 Mrd. US-Dollar pro Monat vorgesehen war.

*Die US-Fed beschleunigte das Tapering,...*

Der Grund für die Tapering-Beschleunigung ist vermutlich nicht nur in der oben beschriebenen Hartnäckigkeit der Inflationszahlen zu suchen, sondern im politischen Washington. Die Nominierung von Jerome Powell für eine zweite Amtszeit als Fed-Chairman ab Anfang dieses Jahres wurde von US-Präsident Biden überraschend lange hinausgezögert. Dabei schien Biden mit der Besetzung dieses Postens durch Lael Brainard zu liebäugeln, die für eine noch lockerere Geldpolitik als Powell steht. Offenbar hofft der US-Präsident auf Rückendeckung für seine Ausgabenpläne durch die Notenbank und allgemein auf ein positives Momentum durch die Konjunktur für die im November anstehenden Midterm-Elections. Dass sich Biden Ende November doch noch gegen eine Demission des bisherigen Notenbankchefs entschied und damit nicht mit einer alten Tradition brach, scheint Jerome Powell eine größere Freiheit gegeben zu haben, sich stärker auf das Inflationsziel der Fed zu konzentrieren. Er erklärte nur kurze Zeit später, dass die Inflation nicht nur wie zuvor postuliert vorübergehend sei, und er bereitete die Märkte auf die oben beschriebene Tapering-Beschleunigung vor.

*...nachdem Chairman Powell nicht mehr seine Entlassung befürchten muss.*

Geplante Anleihekäufe der Fed in Mrd. US-Dollar und Terminmarktsatz in %



Quellen: Fed, Chicago Board of Trade, eigene Darstellung

Angesichts der schnelleren Tapering-Geschwindigkeit dürften die Anleihekäufe nicht wie bisher geplant erst im Juni, sondern bereits im März 2022 abgeschlossen sein (siehe graphische Darstellung oben). Theoretisch sollte zumindest ab jenem Zeitpunkt der Weg für Leitzinsanhebungen frei sein. In der Vergangenheit betonte

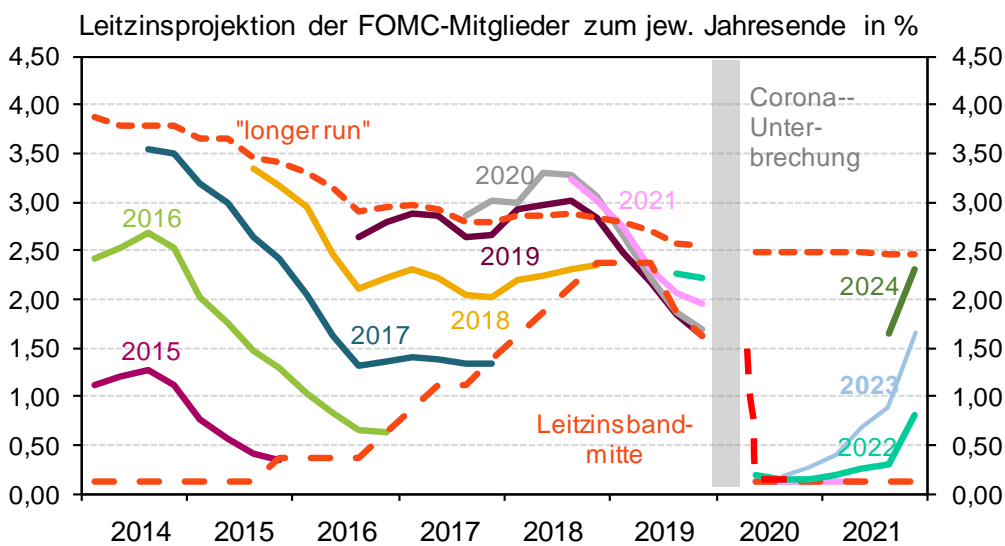
*Leitzinserhöhung ist ab März möglich.*

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 gut drei Leitzinsanhebungen über jeweils 25 Basispunkte bis Ende 2022 ein, wobei bereits mit einem ersten Schritt im März gerechnet wird. Gut sichtbar wird dies anhand der Kurve der Terminmarktsätze für den US-Geldmarkt, die sich im Vergleich zur Situation im November spürbar nach links verschoben hat beziehungsweise steiler wurde (siehe rote und blaue Kurve in voriger Grafik).

*Der Terminmarkt nimmt die Entwicklung vorweg,...*

Am Markt wird aktuell, allerdings nur vereinzelt, über noch frühere und umfassendere Leitzinserhöhungen beziehungsweise über größere Zinsschritte im Umfang von jeweils 50 Basispunkten diskutiert. Kategorisch sollte dies unserer Ansicht nicht ausgeschlossen werden, doch wären hierfür deutliche Anzeichen einer Verfestigung oder Beschleunigung der in Teilen des Arbeitsmarktes beobachtbaren Lohn-Preis-Spirale notwendig. Dies sollte durch die jüngste Omikron-Welle verhindert werden. Auf der anderen Seite warnen manche Marktbeobachter vor einer Überreaktion der Notenbank angesichts der Erwartungen einer im Jahresverlauf ohnehin deutlich abnehmenden Inflationsrate. Nimmt das Ausmaß der Teuerung in den nächsten Monaten aufgrund von Basiseffekten und einem Abbau der Lieferkettenprobleme tatsächlich spürbar ab, dann könnte die Fed die Leitzinswende möglicherweise etwas entspannter angehen.

*...aber die Einschätzung kann sich auch wieder schnell ändern.*



Quellen: Federal Reserve System, eigene Darstellung

Für die überwiegende Einschätzung des Marktes von drei Leitzinserhöhungen im Jahr 2022, womit das Zielband Ende Dezember bei 0,75 % bis 1,00 % liegen würde, sprechen übrigens auch die persönlichen Prognosen der Mitglieder des Offenmarktausschusses. Gemäß der sogenannten „Dot Plot“-Projektionen ist für 2023 mit drei bis vier weiteren Zinsschritten 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 (siehe Grafik oben).

*Gemäß Dot Plot wird Leitzins langfristig rund 2,5 % betragen.*



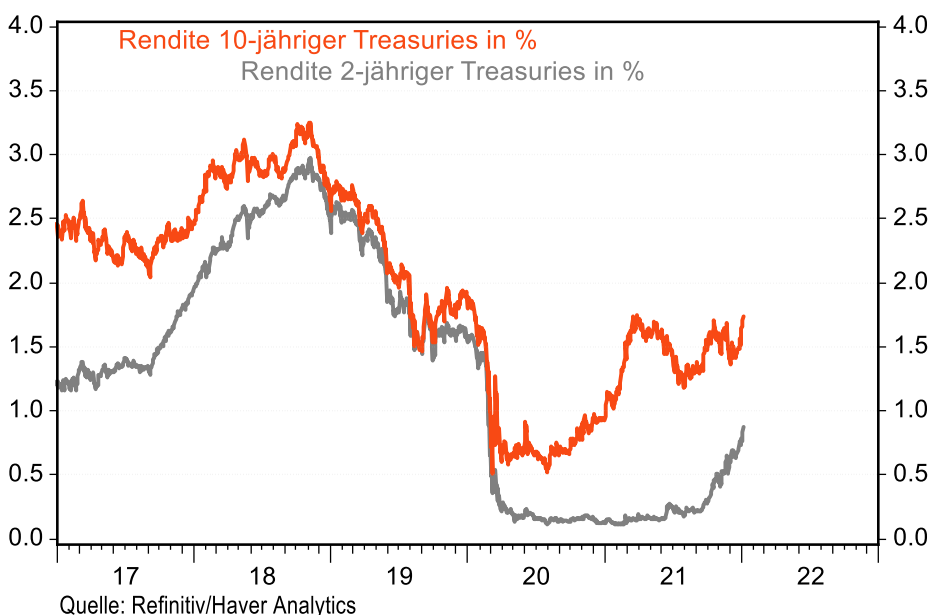
**Aktuell sieht es so aus, als wäre der Weg der US-Geldpolitik für die kommenden drei Jahre bis auf kleine Nuancen vorgezeichnet: Voraussichtlich beginnt in diesem Frühjahr ein neuer Zinserhöhungszyklus, der den Geldmarktsatz bis zum Jahr 2024 wieder ungefähr auf das Niveau von Mitte 2019 zurückführen dürfte. Hierfür sprechen die außer Kontrolle geratene Inflationsproblematik und der gewandelte Ton von Jerome Powell, seit dessen zweite Amtszeit in trockenen Tüchern steckt. Sollte die jüngste Corona-Welle aber größere Beeinträchtigungen mit sich bringen, als bislang befürchtet, dann wird die Fed die Leitzinserhöhungen möglicherweise später beginnen oder nötigenfalls das Tapering wieder entschleunigen. Umgekehrt wäre bei anhaltendem Inflationsdruck auch eine schnellere Abfolge von Leitzinserhöhungen möglich, beispielsweise auf jeder Notenbanksitzung anstelle von einem Schritt pro Quartal.**

## Rentenmarkt

Die Entwicklung des Rentenmarktes seit der Abfassung der Novemberausgabe des US-Kapitalmarktberichtes lässt sich grundsätzlich in zwei Phasen einteilen. Die Bekanntgabe der später Omikron genannten neuen Corona-Mutation in Südafrika Ende November ließ die Rendite von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit innerhalb weniger Tage von 1,69 % auf im Tief 1,33 % einbrechen. Angesichts der Aussicht auf eine neue Covid-19-Welle waren „sichere Häfen“ stark gefragt. Als dann aber kurz vor Weihnachten erste Studien aus Europa veröffentlicht wurden, welche die Beobachtungen aus Südafrika über mildere Krankheitsverläufe bestätigten, stiegen die Renditen wieder an. Das Tempo beschleunigte sich dann mit Beginn des neuen Jahres, denn am 31. Dezember wurde am Handelsschluss noch eine Rendite von 1,51 % festgestellt, während 10-jährige Papiere aktuell bei 1,73 % und damit nur knapp unterhalb des Jahreshöchststandes 2021 rentieren. Der zeitliche Ablauf deutet darauf hin, dass viele Entscheidungsträger ihre Bücher bereits vor Weihnachten geschlossen hatten und im Urlaub waren, so dass erst ab dieser Woche die Omikron-Risiken in größerem Maßstab ausgepreist wurden.

*Rentenmarkt folgt dem Omikron-Schock und der anschließenden Zuversicht.*

US-Anleihenmarkt



Natürlich spielt auch der geänderte geldpolitische Ausblick eine wichtige Rolle. Er zeigt sich vor allem im fast ununterbrochenen Anstieg der Rendite 2-jähriger Papiere, die zuletzt mit 0,87 % den höchsten Stand seit dem Corona-Einbruch im Frühjahr 2020 erreichte (siehe Grafik vorige Seite). Die restriktivere Gangart der Fed dürfte auch bei dem jüngsten Anstieg der Renditen am langen Ende stützend gewirkt haben. Sie spielt hier aber offenbar nur eine etwas schwächere Rolle, zumal bei einer Inflationsrate von zuletzt 6,8 % auch deutlich höhere Werte vorstellbar wären. Die Investmentbank Goldman Sachs mutmaßte sogar schon, der vor uns stehende Leitzinszyklus könnte im Bereich der längeren Laufzeiten ähnlich spurlos vorübergehen wie Anfang der 2000er Jahre. Tatsächlich ist kaum davon auszugehen, dass die Renditen in einem ähnlichen Ausmaß über die nächsten Jahre steigen werden wie der Geldmarktsatz, wenn die Inflation wieder nachgeben sollte und andere wichtige Währungsräume wie die Eurozone ihre lockere Geldpolitik beibehalten. Am Ende der Leitzinserhöhungen dürfte vielmehr eine sehr flache oder vielleicht sogar schon inverse Zinsstrukturkurve zu erwarten sein, wie dies bereits in der Vergangenheit die Regel war.

*Geldpolitik wirkt aktuell grundsätzlich renditesteigernd.*

**Die Auspreisung des Omikron-Schocks sowie auch die etwas restriktivere US-Geldpolitik führten in den letzten beiden Wochen zu einem deutlichen Anstieg der Renditen. Aufgrund des hohen Tempos nimmt kurzfristig die Wahrscheinlichkeit für eine Gegenbewegung zu. Ein Auslöser hierfür könnten konjunkturelle Beeinträchtigungen durch die reale Omikron-Welle in den kommenden Wochen sein. Abgesehen hiervon haben die Renditen 2022 weiter Luft nach oben. Am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve dürften sich die beabsichtigten Leitzinserhöhungen bemerkbar machen. Und auch am sogenannten langen Ende besteht noch Potenzial für Kursverluste. Ein Überschreiten der Renditehöchststände des Jahres 2021 scheint nur eine Frage der Zeit zu sein.**

## Aktienmarkt

In Einklang mit der Entwicklung am Rentenmarkt waren in den vergangenen zwei Monaten am Aktienmarkt zunächst eine Verkaufswelle aufgrund des Omikron-Schocks und anschließend eine Erholung zu beobachten, die auf der Mutmaßung milder Krankheitsverläufe basiert. Im Detail sind jedoch deutliche Unterschiede je nach Markt und Branche zu beobachten. So steht der marktweite S&P 500-Index aktuell fast auf dem gleichen Stand wie Anfang November. Das Gleiche gilt für den weniger breit gefassten, aber immer noch ausreichend diversifizierten Dow Jones-Index mit lediglich 30 Titeln. Der Technologieindex NASDAQ Composite verlor dagegen mehr als 3 %. Hier machte sich in den letzten Tagen der Renditeanstieg bemerkbar, der die oftmals hoch bewerteten Technologieaktien über den Transmissionskanal der Abdiskontierungsmodelle trifft, was an den Märkten allerdings vorweggenommen wird, bevor solche Berechnungen vorgenommen oder geschweige denn veröffentlicht werden konnten.

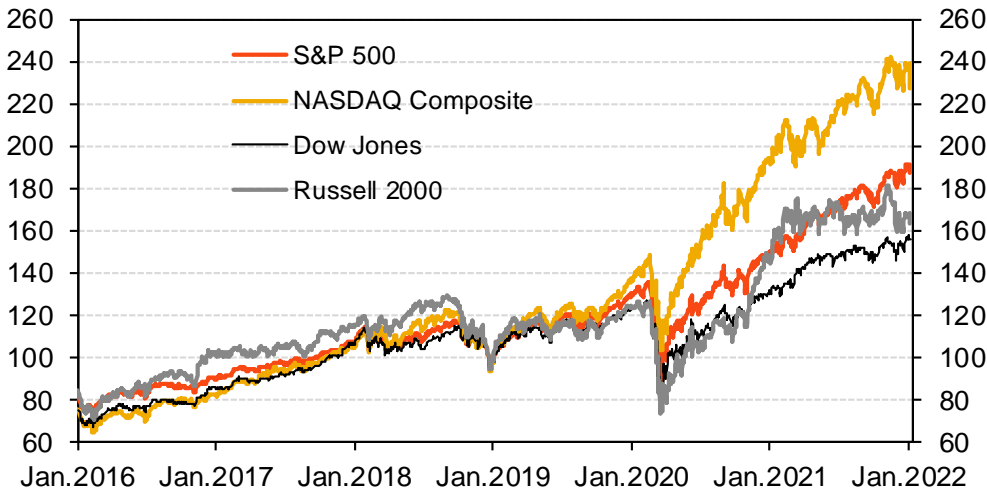
*Omikron sorgte auch am Aktienmarkt für Verwerfungen,...*

Noch härter wurde zuletzt der Klein- und Nebenwerteindex Russell 2000 getroffen, der gut 9 % seit Anfang November nachgab. Der entscheidende Faktor dürfte hier die Sorge vor kranken oder in Quarantäne befindlichen Mitarbeitern und Kunden sowie unterbrochenen Lieferketten sein, welche die häufig in traditionellen Branchen arbeitenden Betriebe angesichts der Omikron-Welle überdurchschnittlich treffen könnten.

*...die vor allem bei Klein- und Nebenwerten nachwirken.*



US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)

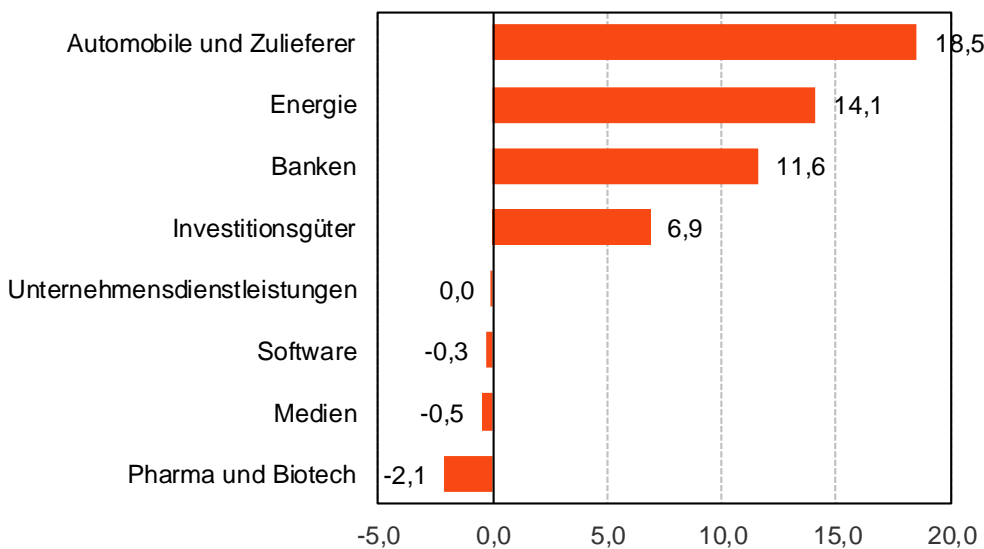


Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Der Blick auf die einzelnen Branchen bestätigt dieses Bild weitgehend. Seit dem 20. Dezember als letztem Handelstag, an dem die Gefahren durch Omikron das Parkett dominierten, ist die Pharma- und Biotech-Branche das Schlusslicht im S&P 500. Ein Grund hierfür ist die mutmaßlich geringere Nachfrage nach Anti-Covid-19-Medikamenten und Impfstoffen. Auch die Software-Branche setzte ihre bereits davor begonnene Abwärtsfahrt fort. Dagegen profitierten Zuliefer- und Investitionsgüterbranchen als Vertreter der bei Leitzinserhöhungen weniger sensiblen Old Economy und angesichts der erwarteten Konjunkturerholung nach der Corona-Welle. Ähnliches gilt für die Energiebranche, während den Banken der Renditeanstieg half, welcher die Ertragsmöglichkeiten im Kreditgeschäft verbessert.

*Angesichts des Zinsausblickes ist aktuell die Old Economy mehr gefragt.*

S&P 500: Gewinner- und Verliererbranchen seit 20.12.2021 in %



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

**Mit Blick auf das Jahr 2022 ist davon auszugehen, dass die beabsichtigten Leitzinserhöhungen und auch der von uns prognostizierte Renditeanstieg am**

**Anleihemarkt dämpfend auf die Aktienkurse wirken werden. Gleichzeitig ist die Ausgangslage nach dem steilen Anstieg der Kurse in den letzten 21 Monaten seit dem Corona-Crash sehr hoch. Immerhin legte der S&P 500 im Jahr 2021 um 26,9 % zu, der NASDAQ Composite-Index um 21,4 %, der Dow Jones um 18,7 % und der Russell 2000 um immerhin 13,7 %. Auch die hohen Bewertungen sprechen für ein geringes Potenzial. Da die Konjunkturlage aber abgesehen von den Schwankungen je nach Corona-Situation gut ist und auch die Geldpolitik trotz der absehbaren Leitzinserhöhungen ausgesprochen locker bleibt, spricht wenig gegen die Annahme, dass 2022 ein weiteres positives Aktienjahr mit moderaten Kursgewinnen werden wird.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2018	2019	2020	2021e	2022e	2018	2019	2020	2021e	2022e	2018	2019	2020	2021e	2022e
EWU	1,9	1,4	-6,5	5,0	4,2	1,8	1,2	0,3	2,5	3,2	8,2	7,6	7,9	7,8	7,0
- Deutschland	1,1	1,1	-4,9	3,0	4,0	1,7	1,4	0,5	2,7	3,0	5,2	5,0	5,9	5,7	5,1
UK	1,3	1,4	-9,7	6,9	4,5	2,5	1,8	0,9	2,5	3,5	4,1	3,8	4,5	4,8	4,0
USA	2,9	2,3	-3,4	5,5	4,0	2,4	1,8	1,2	4,2	4,5	3,9	3,7	8,1	5,5	3,8
Japan	0,6	0,0	-4,7	2,0	2,7	1,0	0,5	0,0	0,0	0,4	2,4	2,4	2,8	2,9	2,5

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2018	2019	2020	2021e	2022e	2018	2019	2020	2021e	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	3,0	2,4	2,2	2,6	2,7	-0,5	-0,6	-7,2	-7,7	-3,4	1,15	1,12	1,22	1,14	1,13
- Deutschland	7,8	7,4	6,9	6,8	6,9	1,9	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-	-	-	-	-
UK	-3,7	-3,1	-3,7	-3,4	-3,4	-2,2	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	1,28	1,30	1,37	1,35	1,29
USA	-2,1	-2,2	-2,9	-3,5	-3,5	-5,4	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,5	3,4	3,3	3,5	3,3	-2,7	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	110	110	103	115	110

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>2</sup> US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

### G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen <sup>1</sup>					10 Y (Government)				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,24	-0,19	-0,26	-0,18	-0,10
UK	0,75	0,75	0,1	0,25	0,75	1,28	0,82	0,20	0,97	1,30
USA	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	0,75-1,0	2,68	1,92	0,91	1,51	2,0
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,03	0,0	0,04	0,07	0,1

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> EWU: Deposit Rate; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

### Rohstoffe

	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	07.01.
CRB-Index**	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	236,8
Ölpreis (Brent)*	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	81,8

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

\*\* Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.