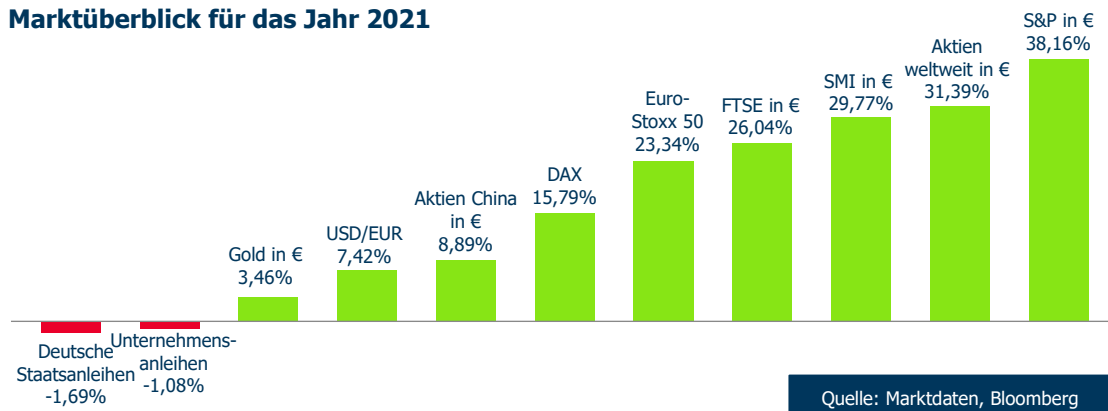


1. Überblick

Ein gutes Börsenjahr 2021 mit deutlichen Kurssteigerungen liegt hinter uns. Die weltweiten Aktienindizes konnten teils zweistellige Zuwachsraten verzeichnen. Lediglich der chinesische Aktienmarkt (politische Besonderheiten), der Zins-/Anleihenmarkt wie auch der Goldpreis taten sich schwer oder verzeichneten teilweise Verluste. Die wesentlichen Einflussfaktoren waren die niedrigen bzw. negativen Zinsen und die reichlich vorhandene Liquidität, die für den nötigen Rückenwind an den globalen Aktienmärkten sorgten. Durch die zu Jahresbeginn vorherrschende Skepsis der Wirtschaftsteilnehmer, waren viele Investoren unterinvestiert. Im weiteren Jahresverlauf wandelte sich dann die anfangs von Impfungen und der Geldpolitik getriebene Erholung der Weltwirtschaft hin zu einer von Fundamentaldaten getriebenen Wachstumsphase. Waren im ersten Quartal aufgrund der Skepsis besonders die „Value“-Werte gesucht, erreichten im zweiten Quartal die Einkaufsmanager-Indizes ihre Spitzenwerte und ließen „Zyklischer- und Reopening“-Titel mehrheitlich im Kurs steigen. Im dritten Quartal spielte das Thema „Inflation“ an den Märkten eine besondere Rolle, mit entsprechender Branchen-Rotation, während im letzten Quartal kurzfristige Wachstumsängste in den USA und China sowie ein starker Abverkauf in einigen der spekulativeren Marktbereiche einsetzte. Innerhalb der jeweiligen Indizes waren viele Branchen und Einzelwerte teilweise stark in Bewegung.

Was ist nun für das Jahr 2022 an den Kapitalmärkten zu erwarten und welche Einflussfaktoren dürften eine besondere Rolle spielen? Dieser Fragestellung widmet sich unser Marktbericht auf den nächsten Seiten. In den letzten Wochen waren die Märkte mit zwei Unsicherheitsfaktoren konfrontiert: Die Ausbreitung der Omikron-Variante und eine offensichtliche Änderung der Zinspolitik der FED. Ersterer wird uns noch eine Weile begleiten, aber die Klarheit, die die US-Zentralbanksitzung im Dezember gebracht hat, dürfte die Unsicherheit im Bereich der Zinspolitik zumindest für die nächste Zeit verringern, auch wenn durch sie eine „hawkische“ Zinswende (also eine kontraktive Geldpolitik mit Erhöhung der Zinsen) signalisiert wird.

Marktüberblick für das Jahr 2021



Nach zwei äußerst erfolgreichen Börsenjahren 2019 und 2021 wird das Kapitalmarktjahr 2022 für Investoren anspruchsvoller werden. Aus unserer Sicht sehen die Rahmenbedingungen grundsätzlich weiterhin positiv aus, allerdings ist die Liste der belastenden Faktoren zunehmend länger geworden. Für 2022 ist weiterhin ein überdurchschnittliches Wachstum der Weltwirtschaft mit ca. 4,5% zu erwarten, auch wenn das Wachstumstempo im Vergleich zum letzten Jahr abnehmen wird. Die Gewinne der Unternehmen sollten dadurch unterstützt werden. An höhere Inflationsraten müssen sich die Märkte gewöhnen, auch wenn sich das Niveau bei ca. 2-3% p.a. einpendeln dürfte. Lieferengpässe sollten zeitnah behoben werden, der Preisdruck geht in den USA vermutlich weiter vom Wohnungsmarkt und von den Löhnen aus, während in Europa die Rohstoff-/Energiekosten durchschlagen. Die Geldpolitik sollte straffer (und entkoppelter) werden, was mittelfristig der Hauptbelastungsfaktor sein wird. Die Zinsen dürften entsprechend weiter ansteigen. Geopolitisch stehen Wahlen in Frankreich und Brasilien, sowie Zwischenwahlen in den USA an, bei denen Politikwechsel nicht ausgeschlossen werden können. Die geopolitischen Hauptrisiken, neben der Liquiditätseinschränkung der Notenbanken, sind weitere gefährliche Virusvarianten und der Konflikt zwischen den USA und China. Auseinandersetzungen wie China/Taiwan oder Russland/Ukraine könnten u. E. zu Unsicherheiten an den Märkten führen. Sollten keine großen „Unfälle“ passieren, wären mittlere bis hohe einstellige Renditen, besonders für Europas Aktienmärkte, möglich. Bei den genannten oder auch neuen Konflikten muss an den Märkten jedoch mit Korrekturen bis zu 20% gerechnet werden. Im neuen Jahr erwarten wir grundsätzlich volatilere Märkte als im Jahr 2021.

2. Unsere Einschätzungen für 2022

WIRTSCHAFTSWACHSTUM: Das Welt-BIP wird 2022 voraussichtlich um ca. 4,5% wachsen und damit 1% über dem langjährigen Durchschnitt liegen. In der ersten Jahreshälfte könnte ein stärkeres Wirtschaftswachstum durch eine Verbesserung der Coronasituation und der damit verbundenen Reduzierung der aktuellen Einschränkungen, aufgestauter Konsumnachfrage und einem Aufbau von Lagern und Vorräten erreicht werden. In China wird dies aufgrund länderspezifischer Faktoren zeitverzögert passieren.

INFLATION: Wir sind zuversichtlich, dass sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation 2022 deutlich zurückgehen werden. Allerdings lässt der Preisdruck wohl nicht so schnell nach. Eine Besserung der Logistikkengpässe trifft auf den Preisdruck am US-Wohnungsmarkt. Auch bei den Löhnen und Gehältern und im Rohstoff- und Energiebereich gibt es Tendenzen, die nachhaltig zu höherer Inflation führen könnten und weitere geldpolitische Maßnahmen zur Folge hätten.

GELDPOLITIK: Nach zwei Jahren einer größtenteils global abgestimmten lockeren Geldpolitik entkoppeln sich die Zentralbanken der Industrieländer langsam voneinander und verfolgen einen regional angepassten, restriktiveren geldpolitischen Kurs. Die US-Notenbank wird vermutlich Mitte 2022 mit den Leitzinserhöhungen beginnen. Die EZB hingegen wird ihre Leitzinsen aller Voraussicht nach erst 2023/24 anheben.

GEOPOLITIK: Wahlbedingte Unsicherheiten könnten entstehen, da Präsidentschaftswahlen in Frankreich und Brasilien möglicherweise zu einem Politikwechsel führen. Die Zwischenwahlen in den USA dürften politische Hindernisse hervorrufen, da in der Vergangenheit die Oppositionsparteien immer hinzugewinnen konnten. Der Konflikt der USA mit China bleibt bestehen und könnte über eine Androhung einer chinesischen Annexion Taiwans zur Konfrontation der beiden Supermächte führen. Ein russischer Einmarsch in die Ost-Ukraine stellt Europa und die USA vor das Problem, wie vergelten? Der Markt könnte somit jederzeit kurzfristig stark belastet werden.

AKTIEN: Die Märkte sollten dank der Unterstützung a) der negativen Realzinsen, b) einer hohen Risikoprämie bei Aktien und c) durch Zuflüsse von Anlegern, weiterhin gute Chancen auf eine positive Gesamtertragsrate haben. Mittelfristig erwarten wir allerdings niedrigere Nettoertragsraten, und eine deutlich höhere Volatilität. Märkte in Europa und in China sollten, aufgrund der stärkeren Unterstützung der Geldpolitik, bessere Gewinn- und Renditechancen haben als die USA. Die makroökonomisch gedämpften Bedingungen, sowie rigorose Maßnahmen auf das COVID-19-Infektionsgeschehen, könnten den chinesischen Markt kurzfristig belasten. Allerdings könnte ein Auslaufen neuer Regulierungsmaßnahmen und zunehmende staatliche geldpolitische Unterstützung im Lauf des Jahres ein „Comeback“ der im Jahr 2021 gebeutelten Blue Chips möglich machen.

ZINSEN/ANLEIHEN: Wir rechnen in vielen Regionen mit negativen Erträgen, denn die Renditen von Staatsanleihen dürften vom weiteren Abbau der Ressourcenüberschüsse und der einer erhöhten Inflation weiterhin Auftrieb erhalten. Bewertungsbeschränkungen und sich allmählich abschwächende Triebfedern der Risikobereitschaft dürften zu einer stärkeren Renditestreue an den Anleihemärkten führen. Renditeaufschläge guter Bonitäten bewegen sich leicht oberhalb des historischen 5-Jahresdurchschnitts und bieten für Carry-Strategien unserer Ansicht nach immer attraktive Investmentmöglichkeiten.

WÄHRUNG: Das weitere Aufwertungspotenzial des US-Dollars erscheint durch seine hohe Bewertung, wettbewerbsfähige Renditen außerhalb der USA, neuen Druck auf seine globale Rolle und zyklische Stimmungen begrenzt. Wir gehen davon aus, dass 2022 durch die unterschiedlichen geldpolitischen Kurse der Zentralbanken, die Entwicklung der Rohstoffpreise und die Reduzierung der Einschränkungen für die Wirtschaft unterschiedliche Währungstrends entstehen.

GOLD: Das Edelmetall könnte in diesem Jahr wieder zulegen. Sollten die Realzinsen nicht massiv steigen und die globale Inflation sich auf einem höheren Niveau stabilisieren, ist mit einer erhöhten Nachfrage nach Gold zum Vermögenserhalt und als Portfoliobeimischung zu rechnen. Bei aufkommenden geopolitischen Konflikten dürfte Gold ebenfalls von den Investoren gesucht werden.



3. Bericht vom Markt

3.1 USA: Auf dem Weg zur „Normalisierung, nicht Normalität“

Wie erwartet hat die FED auf ihrer Dezember-Sitzung die erste Zinserhöhung in diesem Jahr vorbereitet und beendet aufgrund der hohen US-Inflation ihre Anleihekäufe sukzessive in den nächsten Monaten. Der Markt preist aktuell sogar zwei weitere Zinserhöhungen in diesem Jahr ein.

Jerome Powell schafft mit seinen Aussagen Fakten und gibt damit besonders den Aktienmärkten Planungssicherheit bezüglich der Geldpolitik der US-Notenbank. Konkret beschleunigt die FED das Zurückfahren der Anleihekäufe um jetzt USD 30 Mrd. pro Monat und damit doppelt so stark wie bisher. Im März wäre dieses als „Tapering“ bekannte Manöver bei gleichbleibender Geschwindigkeit abgeschlossen. Es zeigt, dass die US-Wirtschaft in einem robusten Tempo wächst und sich auch der Arbeitsmarkt gut erholt hat. Wir prognostizieren für das Jahr 2022 ein BIP-Wachstum von ca. 4 %, das von starken Verbraucherausgaben und Kapitalinvestitionen getrieben sein sollte. Somit dürfte allmählich ein robuster Investitionszyklus entstehen, der von starker Nachfrage, steigenden Arbeitslöhnen und günstigen Refinanzierungskosten angetrieben sein sollte. Wir gehen davon aus, dass die Inflation in den USA ihren Höhepunkt im ersten Halbjahr erreichen sollte und mit einer moderateren Inflation in der zweiten Jahreshälfte gerechnet werden kann. Lieferketten dürften sich normalisieren und auch die Energie- und Rohstoffpreise sollten wieder nachgeben. Ein Hauptunsicherheitsfaktor bleibt, die Entwicklung der US-Mieten, die mit einem Anteil von ca. 40% in die Kernrate der US-Inflation einfließen.

Damit setzt sich aus strategischer Sicht ein überraschend „normaler“ Konjunkturzyklus in den USA fort, der sich nach der massiven Rezession im Jahr 2020 und der schnellen und intensiven frühzyklischen Phase im Jahr 2021 jetzt entwickelt. Die Märkte werden mit entsprechend vielen „normalen“ Problemen in dieser Phase des „mid term cycles“ konfrontiert sein. So kollidiert ein besseres Wachstum mit einer höheren Inflation, einer veränderten Geldpolitik und diese im Umfeld einer durchaus anspruchsvollen Bewertung an den Märkten. Für die Kapitalmärkte könnte eine deutliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen (Einschränkung der Liquidität und steigende Zinsen) zu niedrigeren Aktienbewertungen führen. Eine zwischenzeitliche Korrektur im S&P 500-Index darf deshalb nicht überraschen. Die Rahmenbedingungen in den USA werden entsprechend anspruchsvoller. Auch, da der amerikanisch/chinesische Wirtschaftskonflikt weitergeführt werden dürfte, um ein Überholen der amerikanischen durch die chinesische Wirtschaft zu verhindern. Zudem bewegt sich die Omikron-Variante weiter in Richtung der USA. Sollte sich durch die beschriebenen Belastungen die Wirtschaftserholung evtl. wieder abschwächen, wäre dies für die Kapitalmärkte positiv zu bewerten. Denn die Notenbank wäre zu einer Kehrtwende ihrer Anleihepolitik gezwungen und das „Goldilocks“-Szenario (moderates Wachstum und helfende Unterstützung der FED) der letzten zwei Jahre wäre wieder da.

3.2 Eurozone: Ist eine Abkopplung von den USA möglich?

Im Gegensatz zu den USA stellt sich die Lage in der Eurozone etwas anders dar. Hier hinkt der Konjunkturzyklus zeitlich dem der USA hinterher. Wir erwarten für 2022 eine BIP-Wachstumsrate, die in ähnlicher Höhe der USA (4-5%) liegen sollte. Allerdings dürfte die EZB-Politik expansiv ausgerichtet bleiben und somit den Banken weiter Kredite in großem Ausmaß zur Verfügung stellen. Das Thema „grüne“ Kredite wird weiter stark an Bedeutung gewinnen, um die Maßnahmen und Investitionen gegen den Klimawandel mit in die Finanzierung einzubeziehen. Während Deutschland sich (durch die FDP) zu einer schwarzen Null bei der Neuverschuldung verpflichtet hat, werden Länder wie bspw. Frankreich und Italien weiter an der Verschuldungsschraube drehen und ihre Defizite erhöhen. Damit stimulieren sie ihre Konjunktur zum Teil auf Kosten der Länder, die sich weniger stark verschulden (Deutschland, Holland). Dies auch, da die Inflation in der Eurozone, nicht wie in den USA, so nachhaltig ausgeprägt zu sein scheint. Vorrangig wird sie durch die höheren Energiekosten getrieben, die sich in diesem Jahr normalisieren sollten. Bei einem solchen Szenario besteht die Möglichkeit der Abkopplung von der Entwicklung in den USA. Ein weiter stabiler US-Dollar (EU-Zinsen, auch real, sind deutlich niedriger als in den USA) könnte den EU-Exporten Rückenwind geben. Zudem spricht die aktuelle Bewertung für die eher moderat bewerteten europäischen Unternehmen, die durch eine ansteigende (realwirtschaftliche) Gewinnentwicklung weiter attraktiv für globale Investoren sein sollten. Risiken könnten sich in geopolitischen Themen auftun. Ein Konflikt mit China oder auch Russland mit kriegerischen Handlungen könnten für gehörige Unruhe und eine klare Positionierung der Europäischen Union sorgen. Die neue

Bundesregierung muss ebenfalls ihre außenpolitische Linie gegenüber Russland genauer definieren (wie geht man z.B. mit der North Stream II Pipeline um?). Eine noch gefährlichere Virusvariante würde ebenfalls die aktuell positiven Prognosen konterkarieren. Insgesamt aber bleibt Europa auch im Jahr 2022 auf einem attraktiven Wachstumspfad, der von der Geldpolitik unterstützt wird. Dieses sind u. E. günstige Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt.

3.3 *China: Der chinesische Zyklus*

China hat das Jahr 2021 auf einer starken Basis begonnen, ist aber im Laufe des Jahres in einen politisch bedingten Abschwung geraten. Das führte u.a. dazu, dass China die einzige Börse im Jahr 2021 war, die teilweise Kurshalbierungen bei großen (Internet-) Werten hinnehmen musste und zwischenzeitlich deutlich ins Minus rutschte.

Wir sind aber zuversichtlich, dass sich das chinesische BIP Wachstum im Jahr 2022 wieder in Richtung 5% bewegt. Hintergrund dafür ist, dass Chinas Wirtschaftszyklen in der Regel den politischen Zyklen folgen. Der Abschwung startet häufig mit makroökonomischen oder regulatorischen Verschärfungen. Eine solch straffere Politik wirkt anfangs antizyklisch, typischerweise wenn starke Nachfrage aus dem Ausland herrscht. Irgendwann wird sie jedoch prozyklisch. Dies ist z.B. beim Nachlassen der Auslandsnachfrage aufgrund von Handelsspannungen (wie im Jahr 2018) der Fall. Sobald sich das Wachstum unter die „Komfortzone“ der politischen Entscheidungsträger hinaus verlangsamt, wird gegengesteuert und die Priorität verlagert sich in Richtung Stabilisierung des Wachstums, um mögliche negative Abstrahleffekte auf den Arbeitsmarkt zu verhindern. Entsprechend wird der politische Kurs verändert, indem man im ersten Schritt weitere Verschärfungen unterlässt und im Weiteren sogar mit Lockerungen beginnt.

Im aktuellen Zyklus hielten die politischen Entscheidungsträger angesichts der stark anziehenden Auslandsnachfrage an ihren Vorgaben fest und strafften die Geldpolitik, um die Ausgaben für Infrastruktur und Immobilien zu bremsen. Diese Verschärfung war dieses Mal ungewöhnlich aggressiv und senkte die Verschuldung im Verhältnis zum BIP schnell um ca. 10%. Der Immobiliensektor war dabei am stärksten betroffen, was u.a. zu Turbulenzen um die Firma Evergrande und anderen Immobilienentwicklern führte. Die Delta Variante und die von China umgesetzte Null-COVID-Strategie haben die geplante Erholung des Konsumwachstums zusätzlich gebremst. Zudem sorgten weitere politische Maßnahmen, die eine Verschärfung der Vorschriften u.a. für den Internet-, Bildungs- und Unterhaltungssektor vorsahen, für zusätzliche Unsicherheiten. Hiervon wurden die Märkte überrascht, was die Börse abrutschen ließ.

Als Konsequenz sank das Wachstum annualisiert entsprechend auf nur noch 3,3% im 4. Quartal, was die Entscheidungsträger veranlasste, den Schuldenabbau zu stoppen und die Geld- und auch Finanzpolitik zu lockern. Auf der im Dezember abgehaltenen „Central Economic Working Conference“ (CEWC) wurde die Agenda für die Wirtschaft im Jahr 2022 festgelegt. Dabei wurde eingestanden, dass Chinas wirtschaftliche Entwicklung unter dreifachem Druck steht: Nachfragerückgang, Angebotschock und nachlassende Erwartungen.

All dies lässt darauf schließen, dass in diesem Jahr weitere Maßnahmen ergriffen werden, um den aktuellen Abschwung aufzuhalten. Erste, schon getätigte, Lockerungsmaßnahmen sollen die Exporte stärken und eine Belebung der privaten Investitionen stimulieren. Auch die regulatorischen Vorschriften werden zukünftig schrittweise erfolgen. Auf der CEWC-Veranstaltung wurde zudem deutlich, dass die politischen Entscheidungsträger den wirtschaftlichen „Kuchen“ zwar „gleichmäßiger aufteilen“ wollen, dieser aber immer noch entsprechend stark „wachsen“ muss. Diese Aussage lässt darauf schließen, dass weitere einschneidende Maßnahmen, die die Stimmung der Unternehmen zusätzlich belasten könnte, vorerst zurückgestellt werden.

Risiken könnten durch die neue Omikron-Variante kommen, die Chinas Null-COVID-Strategie und damit auch die wirtschaftlichen Einschränkungen größerer Regionen mit Infizierten länger aufrechterhalten könnten als geplant. Ebenfalls schweben die Drohgebärden Chinas Taiwan mit China wieder zu vereinen, wie ein Damoklesschwert über dem chinesischen Markt. Die Gefahr eines Delistings der großen chinesischen Titel in den USA steht ebenfalls im Raum. Es bleibt also spannend, wie und wohin die Entwicklung Chinas in diesem Jahr führen wird.



4. Aktienmarkt

4.1 *Die Herausforderungen nehmen zu*

Die Portfolien unserer Vermögensverwaltung konnten das Jahr 2021 mit einer guten Performance abschließen. Was aber ist im Jahr 2022 zu erwarten und worauf sollte geachtet werden?

Investoren werden in diesem Jahr mit stärkeren Herausforderungen zu kämpfen haben. Sollten die USA mit Liquiditätseinschränkungen und deutlichen Zinserhöhungen (welche in Europa so nicht zu erwarten sind) gegensteuern, wird die Börse vermutlich ab dem zweiten Halbjahr stärker belastet werden. Das Verhalten der Notenbanken, das in Abhängigkeit von den Inflationstendenzen erfolgen wird, dürfte also entscheidend sein. Ob Europa sich gegenüber den USA aufgrund der günstigeren Rahmenbedingungen kursmäßig abkoppeln kann, darf allerdings bezweifelt werden. Zwar bleibt die Geldpolitik expansiv ausgerichtet und auch die Inflation scheint weniger hartnäckig zu sein als in den USA, aber immer wieder gilt die Wall Street als der Taktgeber und die Leitbörse, nach der sich die europäischen Börsen richten werden.

Ein viertes positives Börsenjahr in Folge ist aber trotz alledem nicht ausgeschlossen. Gründe hierfür könnte eine im Jahresverlauf schwächere US-Konjunktur sein, die die Notenbanken wieder zu einer expansiveren Geldpolitik zwingen und angedachte Zinserhöhungen verzögern würden. Hinzu kommt, dass durch die erwarteten Zinserhöhungen festverzinsliche Wertpapiere in den USA einem gewissen Druck ausgesetzt sein sollten. Das Argument, dass Aktien renditemäßig zumindest selektiv aussichtsreicher sind als Anleihen, sollte also weiter bestehen bleiben.

Für das Jahr 2022 sollte man sich aber etwas defensiver positionieren und die USA als Region in den Portfolien nur selektiv berücksichtigen. Stock Picking, also die Einzeltitel-, wie auch die Branchenauswahl, wird in solchen Börsenphasen wichtiger werden. China trauen wir eine Erholung nach dem verhaltenen letzten Börsenjahr zu, allerdings unter der Voraussetzung, dass keine größeren geopolitischen Probleme auftreten.

Im Jahr 2022 dürften es die großen US-Wachstumsunternehmen wie auch die vielen - aktuell noch defizitären - US-Technologietitel, deren Zukunftsgewinne bei höheren Zinsen stärker abgezinst werden, bewertungsmäßig ebenfalls schwerer haben. Aussichtsreicher erscheinen uns Unternehmen mit einer guten Preissetzungsmacht, einem guten Gewinnwachstum, einem hohen freien Cash-Flow und einer stabilen Dividendenentwicklung.

Europa als Region erscheint bewertungstechnisch günstiger und attraktiver als die USA zu sein. Allerdings unter der Voraussetzung, dass das Wachstum der Unternehmen sich dann auch in steigenden Gewinnen in diesem Jahr niederschlägt.

Auf der Branchenseite sehen wir unsere strategischen Themen ERNÄHRUNG, GESUNDHEIT, UMWELT wie auch INFORMATIONSTECHNOLOGIE weiter als interessante Bereiche an, in denen es gute Einzelwerte zu finden gibt. Investitionsschwerpunkte im Jahr 2022 sehen wir in (zyklischen) VALUE Werten, die mit einer noch moderaten Bewertung aus dem LUXUS-, VERSICHERUNGS-, INFRASTRUKTUR- und ENERGIE-/ÖL-Sektor versehen sind. „Green Energy“ wird weiter - politisch unterstützt - wachsen, so dass Titel aus der VERSORGER-Branche attraktiv erscheinen.

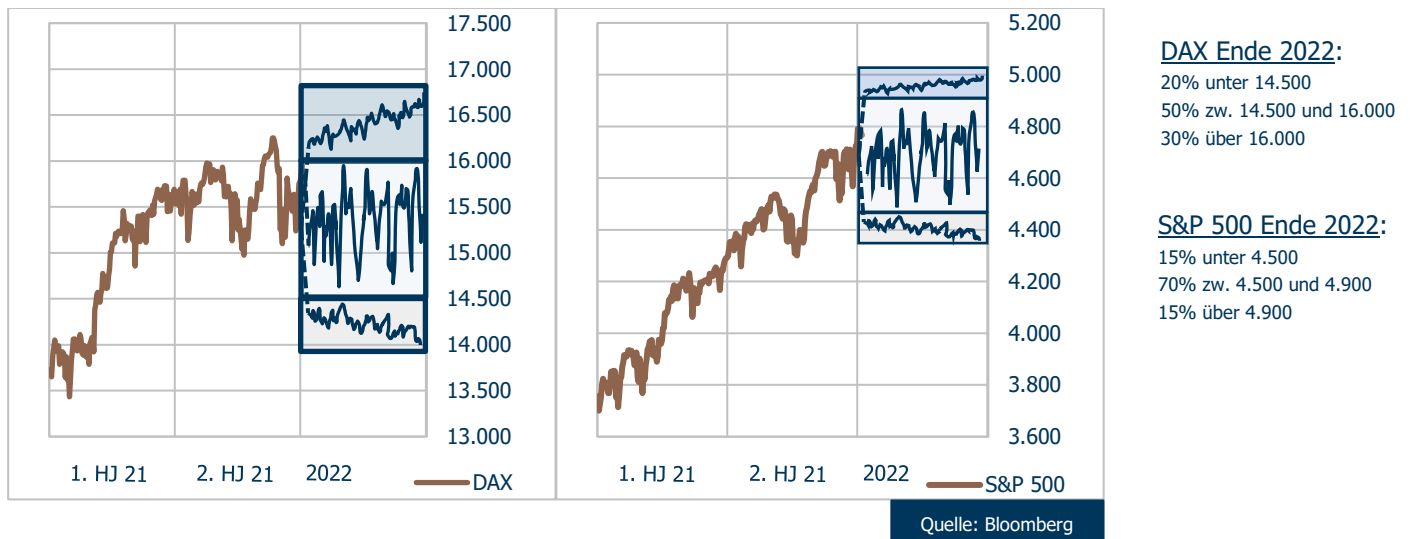
Hinzu kommen - bei einer von uns erwarteten ansteigenden Volatilität - taktische Opportunitäten und „Fallen Angels“, also Werte, die besonders stark im letzten Jahr gelitten haben. So können wir uns gut vorstellen, dass die chinesischen IT-Schwergewichte, die im letzten Jahr der politischen Regulation zum Opfer gefallen sind, sich wieder erholen und Chancen bieten. Das Jahr 2022 wird aus unserer Sicht anspruchsvoller, volatil und ein Jahr des Stock-Pickings.

4.2 *Verhaltener Optimismus*

Vieles wird sich auf Einzel-/Branchenebene abspielen. Wir sehen in Bezug auf unsere Index-Prognose sehr begrenztes Kurspotenzial nach oben. Europäische Indizes halten wir aufgrund der steigenden Realzinsen in den USA für attraktiver als ihre amerikanischen Pendanten. Wir erwarten für den DAX mit 80%-iger Wahrscheinlichkeit, einen Indexstand zum Ende des Jahres von über 14.500.

Für den S&P 500-Index ist unsere Erwartung aufgrund der ungünstigeren Rahmenbedingungen gedämpfter. Laut Goldman Sachs sind die fünf Tech-Titel APPLE, NVIDIA, TESLA, MICROSOFT und GOOGLE seit April 2021 allein für 51% der Kursgewinne im Index verantwortlich. Dies zeigt, welche gefährliche Konzentration und welches Ungleichgewicht aktuell vorhanden ist. Der FTI (ein Fünf-Tage-Indikator, der besagt, dass das Gesamtjahr ein Spiegelbild der ersten fünf Handelstage sein wird) endete für die erste Woche des Jahres im S&P 500 negativ. Damit ergab sich in der Vergangenheit mit einer über 80% Wahrscheinlichkeit kein positives Börsenjahr.

Wir erwarten mit 70%-iger Wahrscheinlichkeit ein Indexstand zum Jahresende in der Bandbreite von 4.500 – 4.900 für die 500 größten US-Werte.



5. Anleihenmarkt

5.1 Zinswende eingeläutet, aber keine Rückkehr zu historischen Levels

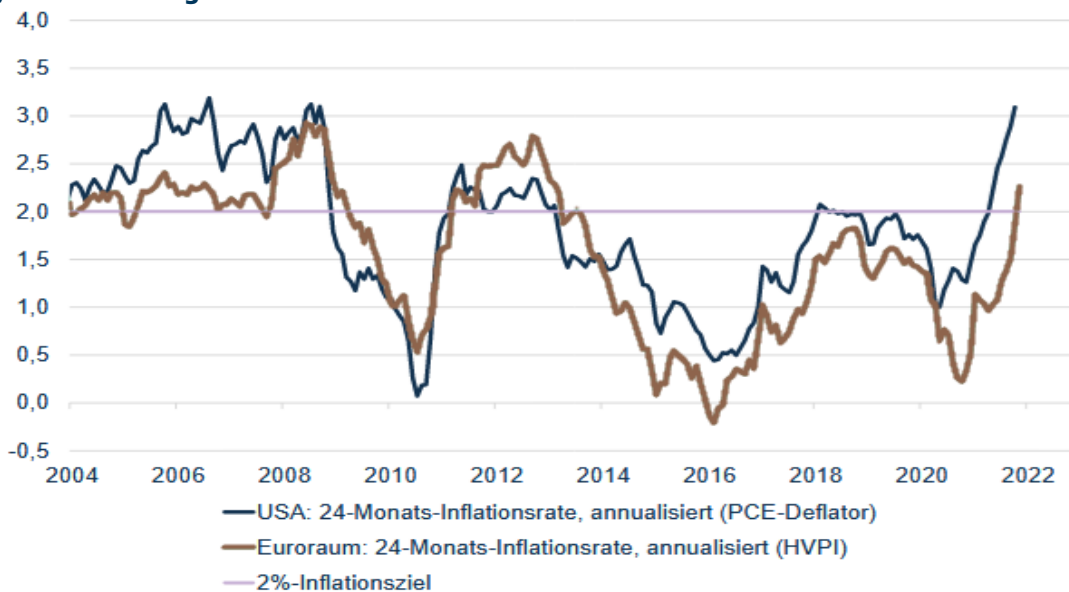
Hohe Inflationsdaten diesseits und jenseits des Atlantiks, eine robuste Wirtschaftsleistung und die Erwartung einer wieder restriktiveren Geldpolitik bereiteten ein schwieriges Umfeld für festverzinsliche Anlagen. Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen (-0,18%) sowie zehnjähriger US-Treasuries (+1,51%) schlossen zum Ultimo höher als zu Beginn des Jahres 2021. Dieser moderate Anstieg führte z.B. bei der 10-jährigen Bundesanleihe bereits zu einer Wertentwicklung von -3,9% im abgelaufenen Jahr.

Die Kerninflationsrate in den USA markierte im November 2021 mit 4,9% den höchsten Stand der vergangenen 30 Jahre. Mittlerweile sehen die Notenbanken die Inflationsentwicklung nicht mehr als transitorisch an. So hat z.B. die US-Notenbank auf der anschließenden FOMC-Sitzung wenig überraschend die Einschätzung eines „temporären“ Anstiegs der Inflation fallengelassen, allerdings ohne die derzeitige Inflation als „permanent“ anzusehen. Der Höhepunkt der Inflation wird vermutlich im Verlauf des aktuellen Quartals erwartet, danach sollten die Mehrzahl der Lieferkettenprobleme behoben sein, Nachholeffekte abebben und Basiseffekte aus dem vergangenen Jahr für eine Entspannung bei der Preisentwicklung sorgen. Aber eine längere Periode erhöhter Inflation von ca. 2% - 3% ist durchaus möglich.

So befinden sich die Notenbanken aktuell „zwischen den Stühlen“: Einerseits müssen sie stärker auf den Inflationsanstieg reagieren, andererseits kann es weiter zu pandemiebedingten (Omikron-Variante) wirtschaftlichen Einschränkungen kommen. Auch besteht das Risiko, dass sich eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für gewisse Wirtschaftszweige negativ auswirkt und ansteigende Zinsen die Schuldentragfähigkeit einiger Länder gefährden. Wir erwarten in diesem Umfeld zwar höhere Kapitalmarktzinsen, die die zehnjährigen Staatsanleihen in Deutschland vermutlich auf +0,2% und die amerikanischen Pendanten auf über 2% klettern lassen, aber letztendlich bleibt uns mittelfristig das Niedrigzinsniveau weiter erhalten.

Das Risiko deutlich höherer Renditen liegt besonders in den USA, falls eine Kombination aus Vollbeschäftigung und einer anhaltend überhöhten Güternachfrage die Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2022 und möglicherweise darüber hinaus hochhält. Dies gilt es im Auge zu behalten und entsprechend zu reagieren.

Betrachtung der Inflation (annualisiert) im 24-Monatszeitraum, um coronabedingte „Ausreißer“ zu glätten



Quelle: Bloomberg

5.2 Unternehmensanleihen: Gestiegenes „Carry“ bereitet gute Grundlage für 2022

Auch für Unternehmensanleihen war es mehrheitlich ein schwieriges Jahr. In den vergangenen 12 Monaten lag die Wertentwicklung von EUR-Anleihen mit einem durchschnittlichen Rating von AA, bei -1,9%, für Anleihen mit einem A-Rating bei -1,5% und mit einem BBB-Rating bei -0,6%. Lediglich Anleihen schwächerer Bonitäten konnten eine positive Entwicklung verzeichnen. Neben steigenden Zinsen weiteten sich insbesondere in den letzten Wochen des alten Jahres die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen guter Bonitäten im Vergleich zum Anfang Jahr aus. Aktuell notieren sie leicht höher als der Durchschnitt der letzten 5 Jahre. Bei einer robusten konjunkturellen Entwicklung im Jahr 2022, die mit weiter sehr niedrigen Ausfallraten – die Ratingagentur Moody's rechnet mit nur +2% für den europäischen Hochzinsmarkt – einhergehen sollte, haben die Renditeaufschläge durchaus moderates Einengungspotenzial. Zusätzlich bietet das technische Umfeld für Unternehmensanleihen eine gewisse Unterstützung, selbst wenn die EZB erwartungsgemäß ihr Anleiheankaufprogramm im Verlauf des Jahres reduziert. Aufgrund von Vorzieheffekten in den letzten zwei Jahren ist mit einer moderaten Emissionstätigkeit zu rechnen. So erwartet bspw. die ING für das laufende Jahr ein Nettoangebot, also die Differenz zwischen fälligen und neu emittierten Anleihen, von nur knapp 70 Mrd. EUR. Dies wäre ein Zehnjahrestief. Selbst bei den verminderten Anleiheaufkaufprogrammen der EZB (PEPP endet im März 2022) wird sie vermutlich immer noch knapp 100 Mrd. EUR an Unternehmensanleihen aufkaufen, welches das Nettoangebot mehr als kompensieren würde.

Für das aktuelle Jahr wird die Einzeltitelauswahl entscheidend sein. So sollten aufgrund einer möglichen Wachstumsabschwächung in China sehr exportstarke Branchen und Rohstoffproduzenten untergewichtet und vermehrt Unternehmen mit stabiler Umsatzentwicklung bevorzugt werden. Auch werden wir den Anteil an variabel verzinslichen Anleihen („Floater“) bei sich bietenden Investmentmöglichkeiten weiter ausbauen.

Auch wenn das Jahr 2021 schwierig für Renteninvestments war, hat sich die Ausgangslage für das Jahr 2022 leicht verbessert. Betrug die durchschnittliche Rendite der Anleiheportfolien vor einem Jahr noch ca. +1,5%, starten wir nun ins neue Jahr mit ca. +2,5% (bei vergleichbarer Bonität).



6. Währungen

An den Devisenmärkten verlor die europäische Gemeinschaftswährung gegenüber fast allen Währungen an Kaufkraft. So werteten das Britische Pfund (+6,4%), der Schweizer Franken (+4,2%), die Norwegische Krone (+4,5%) und der Dollarblock (USD +7,4%, AUD +1,4%, CAD +8,2%) auf. Nur vereinzelt, wie gegenüber dem Japanischen YEN (-1,6%) oder der Schwedischen Krone (-2,4%), konnte der Euro leicht zulegen. Die Gründe hierfür lagen in der sich ausweitenden Zinsdifferenz, da die EZB deutlich zurückhaltender agierte als viele andere Notenbanken, obwohl auch in der Eurozone die Verbraucherpreisentwicklung deutlich erhöht war. Der EUR/USD beendete das Jahr bei 1,1370, was einem Plus von 7% entspricht. Mehrheitlich pendelte das Währungspaar in der von uns erwarteten Handelsspanne von 1,15-1,25.

Auch wenn zurzeit vieles für eine anhaltende USD-Stärke spricht, erwarten wir eine neue Handelsspanne von EUR/USD 1,10 – 1,20 und somit ein begrenztes Potenzial für den USD. Stärkere Portfoliobewegungen zu Lasten amerikanischer Aktien in Richtung Europa könnten dazu führen, dass der Euro im Jahresverlauf wieder etwas an Boden gut macht.

7. Gold

Der Goldpreis schloss das vergangene Jahr mit einer Performance von +3,5% in EUR ab. Die Corona-Krise ließ Gold anfänglich auf einen neuen Jahreshöchststand von USD 1.949 steigen, in der Folgezeit stagnierte das Edelmetall aber und erlebte im November deutliche Kursverluste. Das gesamte Jahr stand ganz im Zeichen der Corona-Pandemie und der lockeren Geldpolitik.

So dürften höhere Inflationsraten auch im Jahr 2022 positive Auswirkungen auf den Goldpreis haben, da das Edelmetall als Inflationsschutz gilt. Aus diesem Grund könnte sich im ersten Halbjahr die leichte Aufwärtstendenz aus dem Dezember fortsetzen. Solange es weiterhin hohe Inflationsraten gibt, bleibt Gold vermutlich das Mittel der Wahl. Allerdings muss auch auf die Entwicklung des USD geschaut werden. Gold wird bevorzugt in den USA gehandelt - ein starker Dollar macht Gold für Investoren außerhalb Amerikas teurer und unattraktiver.

Neben der Inflation und dem Dollar hat noch eine weitere Komponente Auswirkungen auf den Goldpreis, welche sich 2022 belastend auf die Preisentwicklung auswirken dürfte: Eine straffere Geldpolitik der Notenbanken. Steigende Zinsen wirken sich negativ auf den Goldpreis aus. Da eine Anlage in das Edelmetall keine Zinsen abwirft, wird diese unattraktiver, wenn andere Opportunitäten wie z.B. festverzinsliche Anlagen wieder mehr Rendite einbringen.

Positiv könnte zum Jahresbeginn die Goldschmuck-Saison in den Schwellenländern wirken. Ähnlich wie im Jahr 2021 könnte der Goldpreis durch die Hochzeitssaison in Indien sowie durch Zeremonien anlässlich des chinesischen Neujahrs angetrieben werden. Während es der Goldpreis saisonal im Herbst und Sommer eher schwerer hat, ist der Winter traditionell eine gute Zeit für das Edelmetall.

Auch wenn die Aussichten für das Gesamtjahr gemischt ausfallen, ist Gold als Absicherung eines Portfolios weiterhin sinnvoll. Es gehört wegen seines Absicherungscharakters in ein diversifiziertes Depot. Wir erwarten einen Goldpreis, der sich wieder in Richtung von USD/Unze 1.900 zum Jahresende bewegen könnte. Gold bleibt daher für uns eine gute Diversifizierung. Es stellt zudem eine Absicherung für die nicht auszuschließenden geopolitischen Krisen dar.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.