

Frankfurt am Main, den 12. Februar 2022

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung und Thesen 2022

Jüngste Entwicklungen

- Der Dezember war an den Kapitalmärkten von einer versöhnlichen Stimmung geprägt. Während der globale Industrieländerindex, der *MSCI World*, den Monat mit +4,4% (seit Jahresbeginn +31,1%, jeweils in EUR) abschloss, blieb der globale Schwellenländerindex, der *MSCI Emerging Markets*, mit +0,3% nahezu unverändert und beendete das Jahr mit einem Plus von +4,9%, deutlich abgeschlagen im Vergleich zu den entwickelten Märkten. Der US-amerikanische *S&P 500* entwickelte sich mit +5,6% (+26,9%) äußerst erfreulich. Der europäische *Euro Stoxx 50* konnte mit einem Plus von +2,9% (+21,0%) nicht ganz mithalten, ebenso wenig der deutsche *Dax* +2,7% (+15,8%) und der japanische *Topix* +3,1% (+13,1%, jeweils in lokaler Währung).
- Die freundliche Stimmung wurde hauptsächlich durch die Neueinschätzung der Auswirkungen der Omikron-Variante getrieben, die in Südafrika moderater auszufallen schien als zunächst befürchtet. Dies begünstigte konjunktursensible Substantitel, insbesondere Energie- und Transportunternehmen, sowie Banken. Wachstumstitel blieben nicht nur im Berichtsmonat, sondern auch im Jahresverlauf gegenüber Substantiteln zurück (+0,8% bzw. 26,0% vs. +5,2% bzw. 28,7%, jeweils bezogen auf die Indexfamilie *MSCI ACWI*, in EUR).
- Gebremst wurde die Entwicklung von Wachstumstiteln in diesem Umfeld durch einen deutlichen Anstieg der kurzfristigen Zinsen im Dezember. So stieg insbesondere die Rendite der zweijährigen *US Treasuries* bedeutend von +0,45% auf +0,75% und markierte zum Ultimo damit ein Jahreshoch (nach einem Wert von 0,11% zum Jahresbeginn). Eine ähnliche Entwicklung zeigten die zweijährigen deutschen Bundesanleihen, deren Rendite zum Jahresende bei -0,64% notierte (nach -0,77% zum Monats- und -0,72% zum Jahresbeginn).
- Der Zinsanstieg reflektierte die weiterhin anziehende Inflation. Im Euroraum lag der Wert im Dezember mit 5,0% auf dem höchsten Niveau seit Juli 2008 (mit 4,2%). Die im Jahresverlauf ansteigende Teuerung führte zu einer Inflation für das Gesamtjahr von 2,6%, dem höchsten Wert seit 2011 (in Deutschland zum Vergleich 5,3% im Dezember und 3,1% im Gesamtjahr). Gefördert von weiter sinkender Arbeitslosigkeit, verzeichneten die USA mit 7,0% die höchste Inflation seit 39 Jahren. Wesentliche Treiber hierbei waren auch die weiterhin steigenden Energiepreise, die sich im Jahresverlauf um 52% (Öl der Sorte Brent, in USD) bzw. 366% (Gas der Sorte *Nat Gas EU Dutch TTF*, in EUR) erhöhten.
- Damit einher ging eine insgesamt stabile, sich tendenziell abkühlende Erwartung der weiteren konjunkturellen Entwicklung. Unter dem Eindruck von Materialmangel zeigten sowohl der deutsche ifo-Geschäftsklimaindex als auch der US-amerikanische Einkaufsmanagerindex einen moderaten Rückgang im Vergleich zum Vormonat (von 97,7 auf 96,5 Punkte bzw. von 57,2 auf 56,9 Punkte). Dessen ungeachtet zogen die Renditen der langfristigen Staatsanleihen leicht an (die zehnjährigen US-amerikanischen *Treasuries* von +1,43% auf +1,54%, die deutschen Bundesanleihen von -0,34% auf -0,20%). Damit stiegen die langfristigen Zinsen in bedeutenden Währungsräumen wie den USA, dem Euroraum und Großbritannien im Jahresverlauf weniger als die kurzfristigen.
- Plausibel vor dem Hintergrund steigender Zinsdifferenzen erscheint in diesem Zusammenhang der Rückgang im Außenwert des Euro. Im Jahresverlauf verlor die Gemeinschaftswährung gegenüber wichtigen Währungen an Wert, etwa gegenüber dem US-Dollar (-6,9%), dem Schweizer Franken (-4,0%) und dem chinesischen Yuan (-9,3%). Wie sehr dies für die Rendite von EUR-Investoren ins Gewicht fiel, zeigt ein Vergleich des globalen Aktienindex *MSCI ACWI* in lokaler Währung und in Euro. Wies der Index in lokaler Währung für das Jahr 2021 einen Zuwachs von 20,9% aus, lag die Rendite für EUR-Investoren währungsbedingt deutlich höher bei 27,5%. Erwähnung verdient in

diesem Zusammenhang, dass der Preis von Gold trotz steigender Inflation im Jahresverlauf um ca. 4% nachgab (von USD 1.887 pro Feinunze am Jahresanfang auf USD 1.806 am Jahresende).

- Maßgeblich geprägt von der allmählichen Normalisierung der Weltwirtschaft im zweiten Jahr der Pandemie und begünstigt durch relative geopolitische Stabilität, bot das Jahr 2021 überdurchschnittliche Renditen im Aktienmarkt. Auch bedingt durch Lieferengpässe infolge der Pandemie übertraf die Inflationsdynamik die Erwartungen vieler Marktteilnehmer. Steigende Zinsen erschwerten Investoren in den Rentenmärkten nicht nur den realen, sondern auch den nominalen Werterhalt. Dass konjunktursensible Substanztitel im Zuge der oft zitierten sogenannten Rotation einen höheren Wertzuwachs auswiesen als Wachstumstitel, markiert einen Meilenstein: Von 2017 bis 2020 hatten sich Wachstumstitel nämlich dynamischer entwickelt.

Unsere Einschätzung

- Während die jüngste Entwicklung insgesamt unserer Erwartung entsprach, überraschte uns die Dynamik der Inflations- und Zinsentwicklung. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie, insbesondere der Omikron-Variante, scheinen begrenzt zu bleiben. Inzwischen halten wir die weitere Entwicklung der Inflation und damit verbundene geldpolitische Signale nun für das größte Risiko für die weitere Entwicklung der Finanzmärkte.
- Unser Ausblick auf das Jahr 2022 lässt sich in zwei Aussagen zusammenfassen:
 1. **„Die Weltwirtschaft und das Marktumfeld sind robuster als es scheinen mag,“** insbesondere durch
 - die Erwartung eines weltwirtschaftlichen Wachstums von mindestens 4,5%, tendenziell über dem langfristigen Wachstumstrend;
 - die insbesondere in den USA sowie anderen Volkswirtschaften eingeleitete geldpolitische Normalisierung, die in den USA auf eine sukzessive Erhöhung der Leitzinsen auf ca. 2,5% bis 2024 hinausläuft;
 - die zwar hohen, doch im Vergleich mit anderen Vermögensklassen, nicht überhöhten Bewertungen der Aktienmärkte, wurden sie durch überproportional gestiegene Unternehmensgewinne doch zuletzt tendenziell günstiger;
 - den Abbau von Tendenzen der Überhitzung in einigen Volkswirtschaften, insbesondere den USA, indem private Haushalte ihre Schulden reduzierten und mehr sparten.
 2. **„Fünf Themen bergen allerdings erhebliche Risiken,“** nämlich
 - Hartnäckigkeit der Inflation, bedingt insbesondere durch die Lohn-Preis-Spirale in den USA und anhaltend steigende Preise in den Immobilienmärkten, die deutlichere geldpolitische Maßnahmen erfordern würden;
 - eine strukturelle Energiekrise, charakterisiert durch ein begrenztes Angebot bei steigender Nachfrage, mit anhaltendem Preisdruck auf die Energie- und Strompreise;
 - China, dessen Rolle für die Weltwirtschaft sowohl bei Lieferketten als auch als Absatzmarkt geschwächt werden könnte durch die *Zero-Covid*-Politik und den Primat des binnenwirtschaftlichen Wachstums;
 - Engpässe im Zuge der synchronen Transformation des Großteils der Weltwirtschaft (ca. 70% des globalen Bruttosozialproduktes), durch das gemeinsame Ziel, die Klimaneutralität binnen weniger Jahre zu erreichen;
 - geopolitische Risiken, neben dem Nuklearprogramm im Iran und dem Konfliktpotential zwischen China und Taiwan insbesondere eine mögliche Eskalation zwischen Russland und der Ukraine.

- In unserer Strategie setzen wir weiterhin auf Aktien als wesentliche Renditequelle bei wachsender Gewichtung von Substantiteln und höherer Selektivität. Im Rahmen unserer sogenannten „Hantel-Strategie“ verlieren Renten weiter an Bedeutung, zugunsten anderer Engagements wie insbesondere Gold und Rohstoffe.

Unsere Positionierung

In unserer Positionierung veranlassten wir im Berichtszeitraum die folgenden Anpassungen:

- taktische Gewinnmitnahmen bei Rohstoffen und Minen-Unternehmen;
- Aufstockung von Engagements zur Absicherung gegenüber einer konjunkturellen Abkühlung.

Ausblick | Unsere Thesen für 2022

1. **Weltwirtschaft | Wachstum:** Für die Weltwirtschaft erwarten wir 2022 ein Wachstum von mindestens 4,5%, über dem langfristigen Potenzialwachstum.
2. **Wirtschaft Euroraum | Wachstum:** Das Wachstum im Euroraum wird im Jahr 2022 über dem Wachstum der Weltwirtschaft liegen. Diese Erwartung begründet sich insbesondere im Nachholbedarf im Zuge der Pandemie und der erwarteten Dynamik in Spanien, Portugal und Italien.
3. **Wirtschaft China | Wachstum:** Das Wachstum Chinas wird hinter den vorangegangenen Jahren zurückbleiben und maximal 5,0% betragen.
4. **Weltwirtschaft | Energiekrise:** Wir erwarten, dass eine strukturelle Energiekrise die Preise für Rohöl und Gas weiterhin hoch halten wird und die Preise zum Jahresende maximal 10% niedriger als zum Beginn des Jahres notieren werden (also Rohöl der Sorte Brent mindestens bei USD 70,16 (31.12.2021: USD 77,95) und Gas der Sorte *Nat Gas EU Dutch TTF* bei mindestens EUR 74,60 (31.12.2021: EUR 82,89)).
5. **Welthandel:** Wir erwarten auch im Jahr 2022 einen Anstieg im Welthandel, der über dem Wachstum der Weltwirtschaft liegen wird, und damit eine weitergehende internationale Verflechtung.
6. **Inflation:** Wir erwarten, dass sich die Inflation im Laufe des Jahres abschwächen wird und die Werte im Dezember 2022 sowohl in Deutschland als auch in den USA bei mindestens 2,0% unter den Werten des Dezembers 2021 liegen werden (also bei höchstens 3,3% bzw. 5,0%).
7. **Geldpolitische Rahmenbedingungen:** In den USA erwarten wir mindestens vier Zinserhöhungen im Verlauf des Jahres (insgesamt um mindestens 1,0%), in Europa von Seiten der EZB dagegen höchstens eine.
8. **Währungen | US-Dollar:** Gegenüber dem Euro wird der US-Dollar allenfalls moderat aufwerten und zum Jahresende nicht unter 1,10 notieren (Wert zum 31.12.2021: 1,14).
9. **Währungen | Gold:** Der Goldpreis wird sich positiv entwickeln und zum Jahresende bei mindestens USD 2.000 notieren (Preis/Feinunze 31.12.2021: USD 1.806).

10. **Langfristiges Zinsniveau:** In den USA werden die langfristigen Zinsen steigen und die zehnjährigen *US Treasuries* zum Jahresende bei mindestens 2,5% rentieren (31.12.2021: +1,6%). Die deutschen zehnjährigen Bundesanleihen werden im Jahresverlauf bei mindestens +0,5% notieren (31.12.2021: -0,23%).
11. **Geopolitische Risiken:** Geopolitische Risiken werden im Laufe des Jahres 2022 aus Sicht der Finanzmärkte bedeutender werden und der *Blackrock Geopolitical Risk Indicator* (<https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/interactive-charts/geopolitical-risk-dashboard>) zum Jahresende über dem Wert vom 1. Januar 2021 notieren.
12. **Aktienmärkte | Entwicklung:** Wir erwarten, dass der globale Aktienindex *MSCI ACWI* zum Jahresende einen Kursanstieg zwischen 8% und 12% aufweisen wird. Diese Erwartung begründet sich auf einem Anstieg der Unternehmensgewinne von ca. 10% bei ungefähr gleichbleibendem Bewertungsniveau.
13. **Aktienmärkte | Asien:** Die Aktienmärkte der asiatischen Schwellenländer werden im Jahr 2022 eine Wertentwicklung von mindestens 4% über der Wertentwicklung des *MSCI World* verzeichnen (*MSCI Asia Pacific ex Japan* vs. *MSCI World*, jeweils in EUR.)
14. **Aktienmärkte | Schwankungsanfälligkeit:** Für den Weltaktienmarkt erwarten wir eine höhere Schwankungsanfälligkeit als im Jahr 2021 und einen unterjährigen Kursrückgang (sogen. *maximum drawdown*) -von mindestens 10%, bezogen auf zwischenzeitliche Höchststände des *MSCI World* (in Euro).
15. **Aktienmärkte | Style:** Im Umfeld steigender Zinsen werden sogenannte Substantitel (das Segment *Value*) eine höhere Wertentwicklung als Wachstumsunternehmen aufweisen (das Segment *Growth*, jeweils bezogen auf die Indizes der *MSCI ACWI*-Familie, in Euro)

Rückblick | Unsere Thesen für 2021

1. **Weltwirtschaft | Wachstum:** Für die Weltwirtschaft erwarten wir 2021, dass das Wachstum den Einbruch des Vorjahres (nach jüngster Schätzung des IWF um -3,5%) wettmacht und die Weltwirtschaft um mindestens 5% wachsen wird. Dies wird von den robusten Entwicklungen in den USA und in Asien getragen. In Europa wird das Wachstum dagegen nicht ausreichen, um den Einbruch im Jahr 2020 aufzuholen. **[bestätigt]**
2. **Wirtschaft Europa und Deutschland | Wachstum:** Die Entwicklung der europäischen Wirtschaft wird mindestens 2 Prozentpunkte hinter den USA und mindestens 6 Prozentpunkte hinter Asien zurückbleiben. Bedingt durch die politischen Maßnahmen zur Bekämpfung der Pandemie wird die deutsche Volkswirtschaft tendenziell stagnieren (Wachstum < 1 %). **[nicht bestätigt]**
3. **Welthandel:** Im Gegensatz zu den vergangenen Jahren wird die Weltwirtschaft sich im Jahr 2021 wieder stärker verflechten: Der Welthandel wird stärker wachsen als die Weltwirtschaft. **[bestätigt]**
4. **Inflation:** Die Inflation in Deutschland wird im Jahresverlauf moderat steigen. Gegenüber dem Vorjahr (2020: 0,5%) erwarten wir einen Anstieg um mindestens 1%. **[bestätigt]**

5. **Geldpolitische Rahmenbedingungen:** Weder im Euroraum noch in den USA erwarten wir eine Erhöhung der Leitzinsen. **[bestätigt]**
6. **Währungen | US-Dollar:** Gegenüber dem Euro wird der US-Dollar allenfalls moderat abwerten und zum Jahresende nicht über 1,25 notieren. **[bestätigt]**
7. **Währungen | Gold:** Der Goldpreis wird sich weiterhin robust entwickeln und zum Jahresende bei mindestens USD 2.000 pro Feinunze notieren. **[nicht bestätigt]**
8. **Kreditrisiken:** In Europa erwarten wir für Hochzinsanleihen steigende Risikoaufschläge, in den USA dagegen sinkende. **[nicht bestätigt]**
9. **Langfristiges Zinsniveau:** In den USA werden die langfristigen Zinsen steigen und die zehnjährigen *US Treasuries* zum Jahresende bei mindestens 2,0% rentieren (31.12.2020: +0,91%). **[nicht bestätigt]** Die deutschen Bundesanleihen werden dagegen weiterhin negativ rentieren (31.12.2020: -0,57%). **[bestätigt]**
10. **Aktienmärkte | Entwicklung:** Gemessen am erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) werden Aktien im Jahr 2021 teurer werden. Wir erwarten, dass das KGV des weltweiten Aktienindex *MSCI ACWI* (in EUR) von 20 (Stand: 31.12.20) um 10% steigen wird. **[nicht bestätigt]**
11. **Aktienmärkte | Schwellenländer:** Aktien in Schwellenländern werden sich auch im Jahr 2021 stärker entwickeln als die Aktien in Industrieländern (*MSCI Emerging Markets* vs. *MSCI World*, jeweils in EUR). **[nicht bestätigt]**
12. **Aktienmärkte | Schwankungsanfälligkeit:** Für den Weltaktienmarkt erwarten wir eine geringere Schwankungsanfälligkeit als im Jahr 2020 und einen unterjährigen Kursrückgang (sogen. *maximum drawdown*) innerhalb des langfristigen Durchschnitts, also von maximal 15%. **[bestätigt]**
13. **Aktienmärkte | Wachstumsunternehmen:** Unseres Erachtens werden sich Wachstumsunternehmen auch im Jahr 2021 dynamischer entwickeln als der allgemeine Aktienmarkt. Gegenüber dem *Value*-Segment erwarten wir eine Mehrrendite von mindestens 10% zum Jahresende (*MSCI ACWI Growth* vs. *MSCI ACWI Value*). **[nicht bestätigt]**
14. **Währungen | Kryptowährungen:** Aufgrund des steigenden Zuspruchs, insbesondere von institutionellen Investoren werden sich Kryptowährungen weiter positiv entwickeln. Für die fünf bedeutendsten Währungen (gemessen an der Marktkapitalisierung: Bitcoin, Ethereum, Tether, Litecoin, Ripple) erwarten wir einen Kursanstieg von jeweils mindestens 20%. **[bestätigt]**

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 Marktbericht 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 Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichts oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.