

Kapitalmarktansblick 2022



Inhalt

1. Vorwort und Rückschau	2	5. Ausblick Goldmarkt	27
2. Konjunkturperspektiven 2022	4	6. Ausblick Rohstoffmarkt allgemein	29
3. Ausblick Aktienmarkt	8	7. Impressum	33
4. Ausblick Rentenmarkt	19		



1 Vorwort und Rückschau

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

mit 2021 stand ein weiteres Jahr voll im Zeichen der Corona-Pandemie – auch wirtschaftlich und an den Anlagemärkten. Zwar endeten in den Frühjahrsmonaten in den meisten Ländern die vorerst letzten wirtschaftlich weitreichenden Lockdown-Maßnahmen. Dennoch wurde die wirtschaftliche Erholung im zurückliegenden Jahr coronabedingt gedämpft, vor allem durch Lieferengpässe und damit einhergehende, teils steile Preissteigerungen. Letztere haben in der zweiten Jahreshälfte sogar dazu geführt, dass ein bis zuletzt auf immer verschwunden geglaubtes Phänomen wieder in aller Munde war – die Inflation. In den USA ist die jährliche Teuerung mit 7 % auf den höchsten Stand seit 1982 gestiegen – eine Entwicklung, die die meisten Prognosen deutlich übertroffen hat.

Die Aktienmärkte ließen sich hiervon allerdings kaum beeindrucken und lieferten nach einem etwas nervöseren zweiten Halbjahr noch immer eine hervorragende Jahresperformance ab.

Anleihen taten sich im Umfeld steigender Preise und mit Blick auf eine zu erwartende straffere Zins- und Geldpolitik in den USA schwer. Hier konnte in der Regel nur mit risikoreicheren Papieren eine positive Rendite erzielt werden.

Der Goldpreis enttäuschte angesichts der anhaltenden Unsicherheiten rund um Corona und die anziehenden Inflationsraten. Breit gestreute Rohstoffanlagen glänzten hingegen mit deutlich zweistelligen Zuwachsraten, besonders angetrieben durch die Energiepreisentwicklung, zum Beispiel bei Rohöl und Gas.

Euro-Anleger erhielten im abgelaufenen Jahr Rückenwind vom US-Dollar. Gegenüber dem Euro konnte er rund 7 % zulegen, so dass Kapitalanlagen mit Dollarbezug davon profitierten.

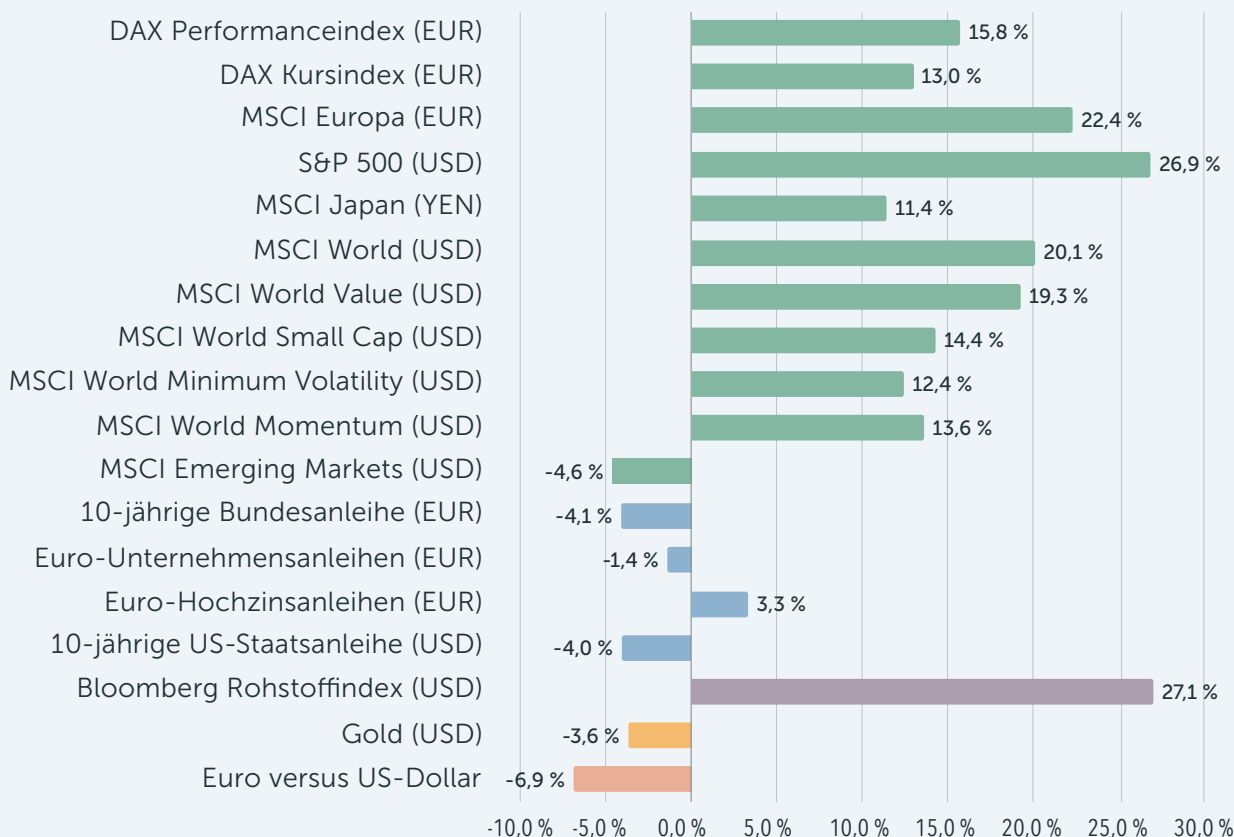
Die anschließende Grafik veranschaulicht Ihnen ausgewählte Kapitalmarktrenditen. In den nachfolgenden Kapiteln beleuchten wir dann für Sie zunächst die Konjunkturperspektiven sowie ausgewählte Anlageklassen im Hinblick auf die aktuellen Rahmenbedingungen und Aussichten.

Wir wünschen Ihnen eine erkenntnisreiche Lektüre sowie ein gesundes und erfolgreiches Börsenjahr 2022!



Kapitalmarktbilanz eines weiteren Corona-Jahres

Ausgewählte Wertentwicklungen in 2021



Stand: 31.12.2021

Hinweise: Die Aktienindizes sind in ihrer üblichen Ausprägung dargestellt, d. h. – bis auf den DAX Performanceindex – ohne Berücksichtigung von Dividenden.

Die Wertentwicklungen im Anleihebereich beinhalten Zinserträge und Kursgewinne. Die Wertentwicklungen der Euro-Unternehmensanleihen (Rating AAA bis BBB-) und Hochzinsanleihen (Rating BB+ oder schlechter) basieren auf repräsentativen Indexentwicklungen (Markt iBoxx EUR Liquid Corporates Large Cap Index bzw. Bloomberg Barclays Euro High Yield Bond Index).

Der Rohstoffindex basiert auf sog. Index-Futures, die die speziellen „Rollkosten“ des Terminmarktes beinhalten, die auch ein Privatanleger bei der Investition in Rohstoffindizes tragen muss.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

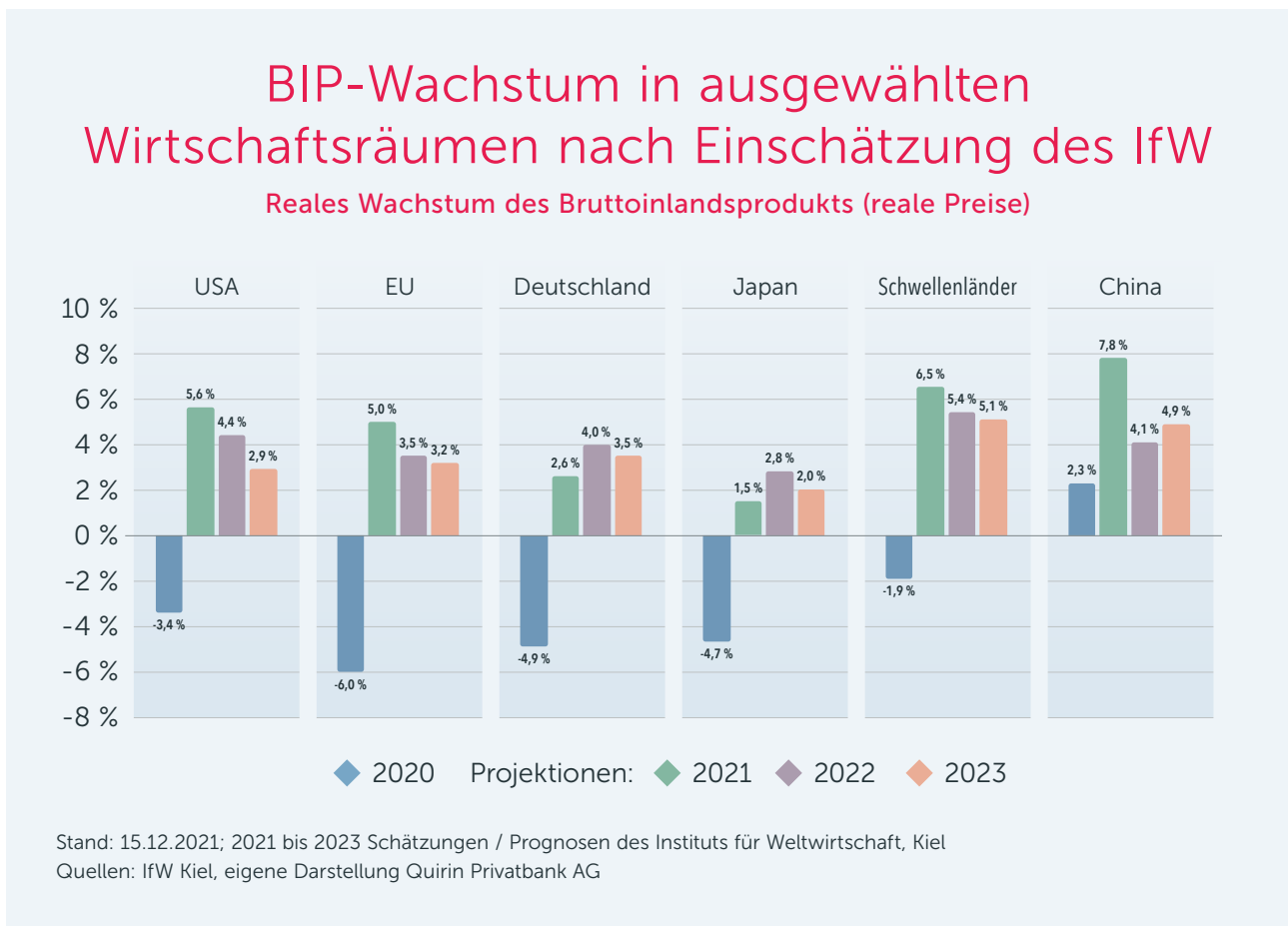
Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.



2 Konjunkturperspektiven 2022

Auch im neuen Jahr stehen alle Betrachtungen hinsichtlich der konjunkturellen Perspektiven unter dem Vorbehalt der weiteren Entwicklung im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie. Auch wenn derzeit vieles auf eine sich abflachende Infektionsdynamik – insbesondere im 2. Halbjahr 2022 – hindeutet, können überraschende Verschärfungen der Situation (Auftauchen neuer Varianten) jederzeit wieder zu weltweiten konjunkturellen Rückschlägen führen.

Aussichten für die großen Wirtschaftsräume im Überblick



USA



◆ Konjunktur

In 2022 dürften die konjunkturellen Zeichen weiter auf Wachstum stehen. Derzeit sehen einige Prognosen den Zuwachs des realen BIPs (Bruttoinlandsprodukt) noch bei über 5 % und damit kaum niedriger als im abgelaufenen Jahr (2021: geschätzt rund 5 ½ %). Dies kann sich allerdings dann als



Trugschluss erweisen, falls globale Lieferengpässe weiter anhalten sollten. Auch ist der Effekt der langsam abklingenden staatlichen coronabedingten Stützungsmaßnahmen noch nicht klar absehbar. Wir gehen vorsichtigerweise, wie das oben zitierte IfW, von einem Wachstum von deutlich unter 5 % in 2022 aus, was wir aber letztlich immer noch als kräftig bezeichnen würden.

◆ Inflation/Geldpolitik

Die US-amerikanische Notenbank (Fed) hat für den Fall einer weiteren konjunkturellen Erholung und damit einhergehendem Preisdruck bereits angekündigt, in voraussichtlich drei (kleinen) Schritten die Leitzinsen bis Ende 2022 zu erhöhen (aktuelle Spanne: 0 bis 0,25 %). Das sollte sich tendenziell dämpfend auf die Inflation auswirken. Zudem könnte bereits eine leichte Stabilisierung der (derzeit vielfach noch stärker gestörten) Lieferketten hierzu beitragen. Wir gehen auch angesichts des Wegfalls des Basiseffekts und einiger Sondereffekte im Jahresverlauf von deutlich rückläufigen Inflationsraten im Bereich von 3 % aus (nach zuletzt +7 % im Dezember 2021) – trotz bereits zu verzeichnender Lohnsteigerungen auf breiterer Front, die tendenziell inflationsfördernd wirken.

Euro-Zone



◆ Konjunktur

Das BIP-Wachstum in der Euro-Zone dürfte auch im Jahr 2022 für die einzelnen Mitgliedsstaaten erneut sehr heterogen ausfallen. Ein unterschiedlich ausgeprägtes Infektionsgeschehen (und unterschiedliche Impfquoten) in den Euro-Ländern, unterschiedliche wirtschaftspolitische Antworten hierauf und jeweils verschiedene Wirtschaftsstrukturen sind der Grund. Insgesamt wird das Wachstum weiter hinter dem der USA zurückbleiben. Vor allem das aktuelle Corona-Infektionsgeschehen stellt für etliche Staaten der Euro-Zone ein Abwärtsrisiko dar.

◆ Inflation

Auch in der Euro-Zone sollten sich im Laufe des Jahres 2022 die Inflationsraten, die jüngst kräftig angezogen haben (Dezember 2021: +5 %), spürbar zurückbilden, was sich auch aus den aktuellen Daten zu den längerfristigen Inflationserwartungen der Kapitalmarktteilnehmer ablesen lässt, die derzeit weiter stabil bei knapp 2 % liegen. Dies weniger vor dem Hintergrund einer geldpolitischen Straffung durch die EZB (Drosselung der Anleihekäufe) als vielmehr angesichts eines Fortfalls von Sondereffekten sowie einer allgemeinen Normalisierung der aktuell verzerrten Angebots- und Nachfragesituation.

Anders als in den USA ist es in weiten Teilen der Euro-Zone zudem noch nicht zu nennenswerten Lohnsteigerungen auf breiterer Front gekommen – folglich droht bis dato keine inflationsfördernde Lohn-Preis-Spirale. Bleibt dies so, könnte die Inflation in der Euro-Zone sogar im Extremfall wieder auf unter 2 % sinken.



Japan



◆ Konjunktur

Die wirtschaftliche Dynamik sollte in Japan auch 2022 weiterhin eher schwach ausfallen. Nachdem schon die im Zusammenhang mit den Olympischen Sommerspielen erwartete Sonderkonjunktur in 2021 aufgrund der coronabedingt starken Besuchsbeschränkungen weitgehend ausblieb, bleiben die Aussichten eher trübe. Risikofaktoren für Japans Konjunktur sind die gestörten internationalen Lieferketten und vor allem die mangelnde Verfügbarkeit von IT-Chips sowie anderen elektronischen Bauteilen. Beides kann die wirtschaftliche Erholung der entsprechenden – für Japan so immens wichtigen – Industriebereiche noch erheblich verzögern.

◆ Inflation

Anders als im Rest der Welt mit einem tendenziell eher inflatorisch geprägten Umfeld gelingt es der Geldpolitik in Japan bislang nicht, eine konjunkturunterstützende Inflationsrate zu etablieren. Zwar erreichten die Preissteigerungsraten zuletzt immerhin positive Ausprägungen (Dezember 2021: +0,6 %), dies aber nur geringfügig und eben voraussichtlich nur vorübergehend. Da die Geldpolitik im neuen Jahr auch in Japan vermutlich nicht noch einmal expansiver werden wird, sollte sich an der Null- und Negativinflation in Japan bis auf Weiteres kaum etwas ändern.

Schwellenländer



◆ Konjunktur

China als dominierende Volkswirtschaft der Schwellenländer wird im Jahr 2022 voraussichtlich schwächer wachsen als im vergangenen Jahr. Ein Abebben der Corona-Aufholeffekte gepaart mit den anhaltenden gesamtwirtschaftlichen Herausforderungen – Stichworte: stärkere Hinwendung zum Binnenmarkt, Krise des heimischen Immobiliensektors – drücken das Wachstum. Generell stehen die Prognosen unter dem Vorbehalt der weiteren Entwicklungen rund um Corona und die Verschuldungskrise vieler chinesischer Unternehmen wie z. B. des Immobilienriesen Evergrande. Konkurse nennenswerten Ausmaßes könnten das chinesische Wirtschaftswachstum empfindlich treffen. Die gesamte Region Asien befindet sich praktisch im Sog der unsicheren Entwicklung Chinas.

Auch in anderen wichtigen Schwellenländern erweist sich der ursprünglich geplante Wachstumspfad als zu ambitioniert. Zentrale Faktoren für die zuletzt ernüchternde Entwicklung sind die Ausbreitung der Delta-/Omikron-Varianten des Coronavirus sowie die vielerorts schleppende Impfkampagne.

Der üblicherweise stärkere Wachstumsvorsprung gegenüber den Industrieländern dürfte so vorerst dünner bleiben.



◆ Inflation

Auch in den Schwellenländern sind die jüngsten globalen Preisauftriebstendenzen spürbar, auch wenn sie dank eines kräftigeren Lohnwachstums für die Konsumenten weniger nachteilig durchschlagen. Letzteres gilt allerdings nicht flächendeckend für alle Schwellenländer. Negativ ragt hier die Türkei mit galoppierender Inflation (Dezember 2021: +36 %) und kollabierender Heimatwährung (-40 % ggü. Euro in 2021) heraus, was auch durch die jüngsten Stützungsmaßnahmen nicht spürbar abgemildert werden konnte.

Wegen der in den Emerging Markets weit verbreiteten Orientierung am US-Dollar haben die lokalen Notenbanken meist wenig Spielraum, um eigenständig im Interesse des Heimatmarktes zu agieren. Zusätzlich könnte die angepeilte Zinsstraffung in den USA die Wechselkurse vieler Schwellenländerdevisen negativ beeinflussen und in der Folge die Inflation weiter anheizen. Eine spürbare Beruhigung des Preisauftriebs ist deshalb eher nicht zu erwarten.



Fazit

2022 sollte unseres Erachtens von einer weiteren, aber nunmehr moderateren konjunkturellen Aufwärtsbewegung sowie von rückläufigen Inflationsraten geprägt sein. Bei einem derartigen Szenario würde sich insbesondere für die Aktienmärkte ein weiterhin günstiges Umfeld ergeben. All dies steht jedoch nach wie vor unter dem Vorbehalt der weiteren Corona-Entwicklung – diese Einschränkung muss man leider fast schon routinemäßig nachschieben. Die weltweit fortschreitenden Impfkampagnen wecken aber zumindest die Hoffnung auf eine Rückkehr zur Normalität in absehbarer Zeit. Wenn diese Hoffnung nicht enttäuscht wird, wäre das sicherlich das Positivste, was das neue Jahr im Gepäck hätte.



3 Ausblick Aktienmarkt: Vorsichtiger Optimismus

Grundsätzliche Überlegungen

- ♦ Im abgelaufenen Jahr erfuhren die Aktienmärkte kräftigen Rückenwind von nie dagewesenen wirtschaftlichen Unterstützungsmaßnahmen und dem anhaltenden Nullzinsniveau. Beide Effekte dürften sich im neuen Jahr etwas abschwächen. Der Effekt der staatlichen coronabedingten Hilfen wird nach und nach abklingen und speziell die US-amerikanische Notenbank (Fed) dürfte aller Voraussicht nach erste Zinsschritte nach oben einleiten und bei den Anleiheaufkäufen merklich zurückrudern, was das Zinsniveau ebenfalls leicht anheben soll (Näheres dazu siehe auch Kapitel 4 Ausblick Rentenmarkt). Insgesamt dürfte sich das globale Wirtschaftswachstum in diesem Umfeld abschwächen, zumal zumindest in den ersten Monaten des Jahres die Lieferkettenproblematik noch anhalten sollte. Überdurchschnittliche Wirtschaftswachstumsraten, die die Aktienmärkte unterfüttern, kommen u. E. in 2022 aber dennoch zustande (siehe auch Kapitel 2 Konjunkturperspektiven).

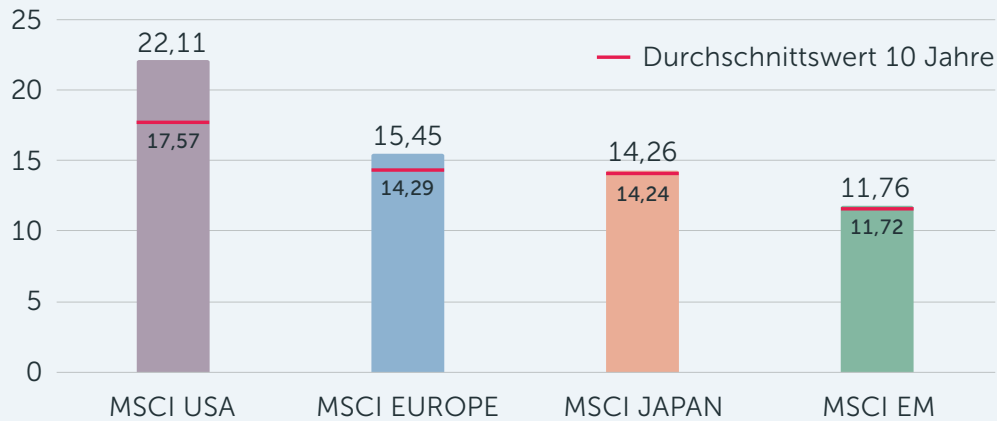
Steigende Leitzinsen sind im Grunde erst einmal negativ für die Aktienmärkte, wirken sie sich doch auch auf die Kreditseite aus und verteuern die Refinanzierung von Unternehmen und Staaten. Zudem erscheinen neu aufgelegte Anleihen attraktiver und stellen damit tendenziell mehr Konkurrenz zur Aktienanlage dar. Das Zinsniveau dürfte aber trotz der voraussichtlichen Fed-Aktivitäten vorerst auf einem so niedrigen Niveau verbleiben, dass daraus kein starker Störfaktor für die Aktienbörsen resultiert. Auch die von uns erwarteten rückläufigen Inflationsraten sollten dem Aktienmarkt guttun.

- ♦ Die Unternehmensgewinne werden nach Auffassung der Analystengilde nach der sprunghaften Erholung im abgelaufenen Jahr weiter steigen, aber mit einer deutlich geringeren Dynamik als im Jahr 2021. Nachdem die Gewinne in den einzelnen Anlageregionen im Jahr 2020 zwischen 10 und 20 % eingebrochen waren, sind sie im letzten Jahr um 30 bis 40 % in die Höhe geschneilt. Für 2022 bewegen sich die Erwartungen zwischen 5 und 8 % – eine Einschätzung, der wir uns anschließen können.
- ♦ Die meisten Aktienmärkte sind gemessen an den zur Orientierung gerne genutzten Bewertungskennziffern (Kurs-Gewinn- und Kurs-Buchwert-Verhältnis; kurz KGV und KBV) zwar höher bewertet als im 10-Jahres-Schnitt, doch Euphorie oder gar Kaufhysterie – wie sie vor Trendwenden nach unten meist vorherrschen – sind in keiner relevanten Anlageregion zu beobachten.
- ♦ Ein genereller Aspekt sollte zudem nicht aus den Augen verloren werden: Die Börsenhistorie hat eindrucksvoll gezeigt, dass die Nachhaltigkeit von Aufwärtstrends oftmals unterschätzt wurde und Wendephasen nach unten auch von noch so erfahrenen Börsenexperten viel zu früh ausgerufen wurden. Ein legendäres Beispiel war die Aussage des damaligen US-Notenbank-Chefs Alan Greenspan, der bereits 1996 und damit 4 Jahre zu früh vor einer extremen Übertreibung am US-Aktienmarkt (und indirekt auch an allen anderen globalen Börsen) warnte. Auch die jetzige, seit Jahren laufende Haussephase kann deutlich länger Bestand haben, als dies von vielen Experten allgemein erwartet wird.



Fundamentale Bewertung ausgewählter Aktienmärkte

Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) auf Basis von durchschnittlichen Analystenschätzungen für die nächsten 12 Monate versus Durchschnitt der letzten 10 Jahre dieser KGVs (berechnet für MSCI-Indizes)



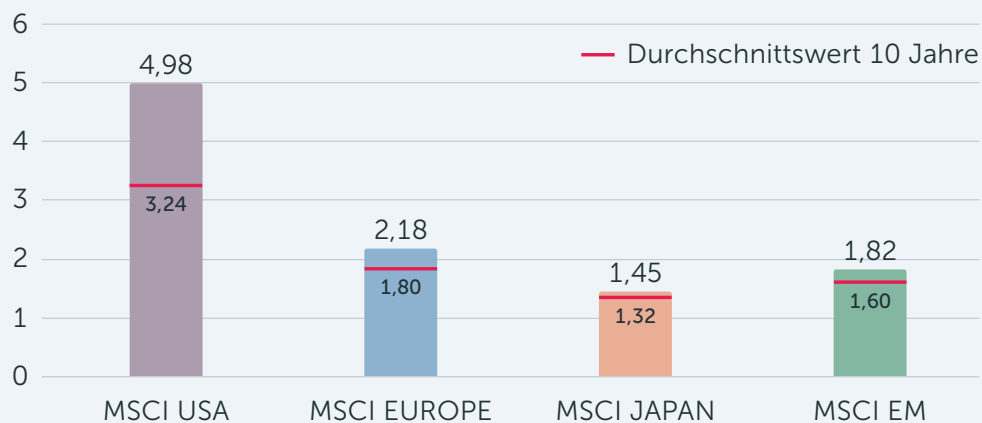
Hinweise: Das KGV setzt den Aktienkurs ins Verhältnis zum erzielten Unternehmensgewinn (pro Aktie). Je niedriger die Kennziffer, umso preiswerter erscheint die Aktie oder – wie in der vorliegenden Übersicht – ein ganzer Aktienmarkt, für den sich ein KGV auch berechnen lässt. Kurs-Gewinn-Verhältnisse können auf Basis von in der Vergangenheit tatsächlich erzielten Gewinnen oder – wie in der vorliegenden Übersicht – auf Basis von künftig erwarteten Gewinnen (auf Basis durchschnittlicher Analystenschätzungen) errechnet werden.

Stand: 05.01.2022

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Entwicklungen.

Aktuelle Kurs-Buchwert-Verhältnisse (KBV) versus Durchschnitt der letzten 10 Jahre (berechnet für MSCI-Indizes)



Hinweise: Das KBV setzt den Aktienkurs ins Verhältnis zum aktuellen bilanziellen Eigenkapital, sprich Buchwert (pro Aktie). Je niedriger die Kennziffer, umso substanzstärker und preiswerter erscheint die Aktie oder – wie in der vorliegenden Übersicht – ein ganzer Aktienmarkt, für den sich ein KBV auch berechnen lässt.

Stand: 05.01.2022

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG



Ein spezieller Blick auf die aus unserer Sicht wichtigsten Anlageregionen

USA



- ♦ Richtungsweisend für alle Aktienmärkte ist, wie seit vielen Jahrzehnten, die Entwicklung an der Wall Street. Die wirtschaftliche Dynamik wird in den USA wohl im Vergleich zum Vorjahr abnehmen. Ge- paart mit spürbar rückläufigen Inflationsraten und anhaltenden Niedrigzinsen bleibt das Marktumfeld aber grundsätzlich weiter freundlich für die Aktienmärkte.

Der US-Aktienmarkt ist gemäß den genannten Parametern (KGV, KBV) im Regionenvergleich traditio- nell am höchsten bewertet. Die höhere Bewertung steht insbesondere auf zwei Pfeilern.

Erstens: Die Aktienanlage spielt bei den US-Sparern eine bedeutende Rolle, ganz im Gegensatz zu anderen Industrieländern. Zweitens: Der riesige amerikanische Aktienpool mit innovativen und wachstumsstarken Unternehmen wirkt wie ein Magnet auf internationale Anlagegelder. Allerdings haben sich die Kennzahlen von den Durchschnittswerten der vergangenen 10 Jahre (siehe Grafik) schon recht deutlich nach oben abgesetzt.

Das ist im hohen Maße den US-Mega-Technologieaktien (wie z. B. Alphabet, Amazon, Meta Plat- forms, ehemals Facebook) mit ihrer Billionen-Dollar-Börsenbewertung geschuldet. Sie sind auch maßgeblich für die überdurchschnittliche Wertentwicklung der US-Indizes in 2021 verantwortlich. Viele Aktien aus anderen Branchen haben sich im abgelaufenen Jahr (genauer gesagt seit Februar letzten Jahres) per saldo gar nicht nach oben bewegt.

Die in marktbreiten Indizes vergleichsweise hoch gewichteten Technologieaktien werden früher oder später einmal stärker korrigieren. Die Gewinnsteigerungsraten rechtfertigen hohe Kurs-Gewinn-Verhält- nisse nur dann, wenn diese hoch bleiben. Sobald die Dynamik nachlässt und die Gewinne weniger wach- sen, findet die hohe Bewertung ihr Ende und die Aktienkurse kommen parallel zum KGV unter Druck.

Neben der Enttäuschung hoher Anlegererwartungen in puncto Geschäftszahlen kann auch eine stärkere Regulierung zum Kursdruck bei Technologieaktien führen. Im US-Kongress wird bereits seit einiger Zeit diskutiert, das eine oder andere Megaunternehmen aufgrund der monopolähnlichen Marktmacht in Einzelteile zu zerschlagen, um den Wettbewerb anzukurbeln. So wie 1911 Rockefel- lers Standard Oil, die vom Obersten Gerichtshof der Vereinigten Staaten zu einem unangemessenen Monopol erklärt und unter den Befugnissen des Sherman Antitrust Act aufgelöst und in 34 unabhän- gigen Einzelunternehmen weitergeführt wurde.

Größere Sorgen bereitet uns eine mögliche Schwächephase im Technologiebereich allerdings nicht, weil es noch viele Branchen mit deutlich moderaterer Bewertung gibt, die im Zuge eines Favoriten- wechselfs die Entwicklung der breit gestreuten US-Aktienindizes stabilisieren könnten.

- ♦ Politisch gesehen dürften die „Halbzeitwahlen“ in den USA interessant werden. Joe Biden könnte die Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses verlieren. Er müsste dann, wie seinerzeit Donald Trump, teilweise über Dekrete weiterregieren, was seine Handlungsfähigkeit deutlich einschränken würde. Das könnte die Märkte für kurze Zeit verunsichern. Größere Kurskorrekturen halten wir aber in diesem Zusammenhang für sehr unwahrscheinlich.



- ◆ Insgesamt befindet sich der US-Aktienmarkt aktuell auf dünnerem Eis als andere Anlageregionen – wieder einmal, muss man konstatieren, denn das war in den letzten Jahren oftmals der Fall. Meist strafte die US-Märkte skeptische Stimmen dann mit einer überdurchschnittlichen Performance Lügen. Die Widerstandsfähigkeit von US-Aktien, resultierend aus hoher Innovationskraft und Flexibilität, wird gerne unterschätzt. Von daher bleiben US-Aktien trotz der kritischen Aspekte ein essenzieller Bestandteil eines globalen Aktienportfolios.





Europa



- ♦ Wie in allen relevanten Wirtschaftsräumen stehen auch in Europa voraussichtlich geringe Wachstumsraten auf dem Programm, die zunächst auch weiter hinter der US-Entwicklung zurückhinken. Die Wirtschaft wurde in 2021 teilweise geöffnet und nahm nach dem Rezessionsjahr 2020 wieder Fahrt auf. Dennoch bestehen weiterhin gravierende Probleme, das Vor-Corona-Niveau wieder zu erreichen. Die Industrieproduktion wird immer noch ganz erheblich durch die Lieferkettenprobleme belastet. Viele Unternehmen können die Nachfrage noch nicht bedienen, da wichtige Zwischenprodukte fehlen.

Im Zusammenspiel mit rückläufiger Inflation und unverändertem Nullzinsumfeld bleibt die Gemengelage aber auch in Europa weiter positiv.

- ♦ In Europa sind die Aktienmärkte angesichts der im letzten Jahr kräftig gestiegenen Kurse moderat bewertet – ein Vorteil gegenüber US-Aktien.
- ♦ Gefahren lauern an der politischen Front. Der Ukraine-Konflikt droht zu eskalieren. Wenn Putin seine an der Grenze gesammelten Truppen ins Land schickt und einen Krieg anzettelt, dürfte das insbesondere die europäischen Aktienmärkte verunsichern. Die Lage wird noch zusätzlich verschärft durch die aktuellen Unruhen in Kasachstan. Ein „heißer“ Schlagabtausch Russlands mit dem Westen ist zwar nicht zu befürchten, da dieser klar zu verstehen gab, sich nicht an einer kriegerischen Auseinandersetzung zu beteiligen, doch die angedrohten Sanktionen werden nicht nur Russland ganz empfindlich treffen, sondern auch die europäischen Handelspartner.

Die schärfste Waffe des Westens wäre übrigens der Ausschluss Russlands vom internationalen Zahlungssystem Swift. Dies würde das russische Bruttoinlandsprodukt um schätzungsweise 5 bis 6 % nach unten drücken, ganz zu schweigen von der internationalen Isolation Putins, der sich dann verstärkt anderen Autokratien zuwenden müsste, insbesondere China.

- ♦ Alles in allem können wir uns auch für die europäischen Aktienmärkte im angebrochenen Jahr eine positive Performance vorstellen, für ein spürbares Überflügeln von US-Aktien dürfte es aber auch diesmal nicht reichen.



Aktienmarkt Europa

MSCI Europa – 20-Jahres-Zeitraum



Stand: 31.12.2021

Hinweise: Kursentwicklung in Euro inkl. Dividenden, logarithmierte Darstellungsweise.

Bei der logarithmischen Darstellung zeigen die Kurse gleiche vertikale Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Eine Kursbewegung von 100 auf 200 entspricht der gleichen Wegstrecke wie der Anstieg von 200 auf 400. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Ereignisse.



Schwellenländer



- ◆ Konjunkturell und mit Blick auf Inflation und Geldpolitik haben viele Schwellenländer auch im neuen Jahr noch verstärkt mit Belastungsfaktoren zu kämpfen (siehe auch Kapitel 2 *Konjunkturperspektiven*) – insbesondere auch China als maßgeblicher Bestandteil vieler Schwellenländeraktienindizes (Anteil am MSCI Emerging Market Index: rund 35 %).
- ◆ Mit Blick auf die Bewertung ist das KGV der Schwellenländer im Verhältnis zu den übrigen Wirtschaftsregionen absolut gesehen mit Abstand am günstigsten. Auch im Kontext des historischen Vergleichs sind Schwellenländeraktien keinesfalls zu teuer.
- ◆ Chinas brodelnde Tech-Szene hat Anlegern über Jahre hinweg eine traumhafte Performance beschert, doch ist der Hochgeschwindigkeitszug im letzten Jahr auf schwere regulatorische Hindernisse gestoßen. Die Kurse einiger großer Tech-Konzerne, wie Alibaba oder Tencent, sind mächtig unter Druck geraten. Hier geht es um das Aufbrechen monopolistischer Strukturen sowie um stärkere Verbraucher- und Arbeiterrechte, aber auch um Datenkontrolle. Auch aus den USA erhalten Chinas Tech-Granden derzeit Gegenwind. Die USA wollen das Engagement ihrer Anleger gegenüber undurchsichtigen chinesischen Unternehmen begrenzen. Das Potenzial, eine globale Aktienkrise auszulösen, haben diese Entwicklungen unserer Einschätzung nach zwar nicht, der chinesische Aktienmarkt dürfte in 2022 aber noch mit diesen Umständen zu kämpfen haben.
- ◆ Auch am chinesischen Immobilienmarkt kriselt es. Als im Sommer erstmals über die Pleite des größten chinesischen Immobilienkonzerns Evergrande spekuliert wurde, machte das Wort von einem möglichen „Lehman-Moment“ die Runde. Ähnlich wie beim Untergang der Investmentbank Lehman Brothers, so lautete die Befürchtung, könnte auch dieses Mal eine Schockwelle die Finanzmärkte in der ganzen Welt treffen. Nun wurde die Insolvenz des chinesischen Immobilienkonzerns in den letzten Wochen immer wahrscheinlicher. An den Börsen dieser Welt ist von einem neuen Lehman-Moment glücklicherweise aber nichts zu sehen. Kein Crash, keine neue Finanzkrise, gar nichts. Wie kann das sein? Ist Evergrande mit einer Schuldenlast von rund 320 Milliarden Dollar doch einer der höchstverschuldeten Konzerne der Welt. Auch ausländische Investoren haben ihm über Anleihen 19,2 Milliarden Dollar geliehen. Das ist eine stattliche Summe und für viele der Betroffenen schmerzhaft. Es ist andererseits angesichts der Größe des internationalen Anleihemarktes aber auch eine Summe, die das Finanzsystem nicht zum Einsturz bringt. Noch immer sind ausländische Anleger in China eher selten vertreten, was sie jetzt vor Kettenreaktionen schützt. Für Beruhigung hat auch die Regierung gesorgt: Zwar will sie den Giganten wahrscheinlich nicht retten, aber allen Immobilienkäufern und Handwerkern im Lande, die gegenüber Evergrande in Vorkasse getreten sind, helfen. Das mindert die negativen Auswirkungen auf Chinas Wirtschaftswachstum, denn immerhin ist der Immobiliensektor der wichtigste im Land der Mitte.
- ◆ Bremsend wirkt die jüngste US-Dollarstärke. Die Schwellenländer insgesamt sind mit über 2 Billionen Dollar in der amerikanischen Währung verschuldet. Der Zins- und Tilgungsaufwand in der Regionalwährung gerechnet nimmt mit einem weiter anziehenden Dollar zu, was einige Schuldner nur schwer verkraften könnten. Am ehesten noch die rohstoffexportierenden Länder. In der weiteren Dollarkursentwicklung stecken also Risiken, aber auch Chancen für die Schwellenländer. In welche Richtung der Greenback im neuen Jahr ausschlagen wird, ist allerdings nicht kalkulierbar.



- ◆ Grundsätzlich haben Schwellenländer insgesamt gute mittelfristige Perspektiven, vor allem Asien kann punkten. Die Bevölkerung ist im Vergleich der Industrieländer sehr jung. In Asien gibt es 800 Mio. Millennials (um die Jahrtausendwende geborene Menschen) gegenüber 66 Mio. in den USA und 60 Mio. in der EU. Diese Generation ist auf dem Weg, sich zur größten Konsumentengruppe der Welt zu entwickeln, oftmals angetrieben von Optimismus und Ehrgeiz. Hinzu kommt: Die hohe Bevölkerungskonzentration in Asien bietet einen fruchtbaren Boden für das Wachstum. In der Region gibt es inzwischen über 300 Städte mit einer Bevölkerung von über einer Million. Zum Vergleich: In den USA sind es 10, in Europa 18. Dadurch entsteht ein positiver Kreislauf von Skaleneffekten, der zu schnelleren, kostengünstigeren und innovativeren Produkten und Dienstleistungen führt. Langfristig sollte sich das auf die Gewinndynamik und Innovationskraft der Unternehmen auswirken.
- ◆ Die in 2021 gezeigte relative Schwäche von Schwellenländeraktien könnte unter den geschilderten Umständen zunächst noch anhalten. In einem strategisch langfristigen Aktienportfolio dürfen sie aber keinesfalls vernachlässigt werden.

Schwellenländer-Aktienmarkt

MSCI Emerging Markets – 20-Jahres-Zeitraum



Stand: 31.12.2021

Hinweise: Kursentwicklung in US-Dollar inkl. Dividenden, logarithmierte Darstellungsweise.

Bei der logarithmischen Darstellung zeigen die Kurse gleiche vertikale Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Eine Kursbewegung von 100 auf 200 entspricht der gleichen Wegstrecke wie der Anstieg von 200 auf 400. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Ereignisse.



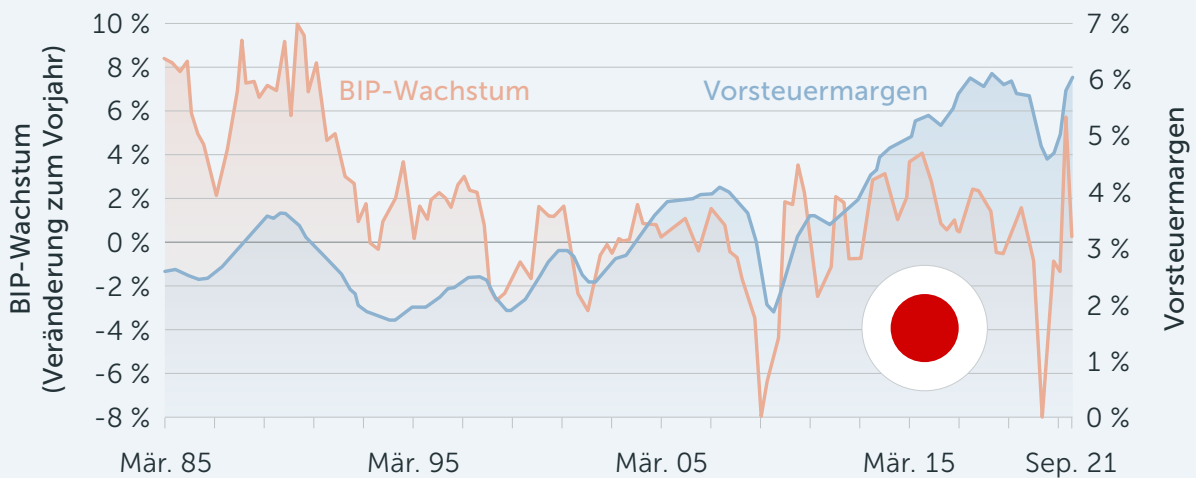
Japan



- ♦ Japans Aktienmarkt billigen wir seit längerer Zeit überdurchschnittliches Potenzial zu, das sich aber in den letzten Jahren noch nicht so recht entfalten konnte. Im abgelaufenen Jahr hatte dies vor allem zwei Gründe: Erstens hat die Abkühlung Chinas die exportorientierte Wirtschaft Japans in Mitleidenschaft gezogen. Zweitens hat Japans Regierung unter dem mittlerweile abgesetzten Premier Yoshihide Suga im Frühjahr zu lange gezögert, ein effizientes Covid-Impfprogramm zu starten.
- ♦ Wie im Kapitel 2 beschrieben startet Japan auch ins neue Jahr mit konjunkturellen Hypothesen. Geldpolitisch werden die Aktienmärkte in Nippon aber weiterhin gut unterstützt.
- ♦ Die Aktienmarktbeurteilung eröffnet Kursspielraum nach oben.
- ♦ Ein gewichtiges Argument pro Japan-Aktien bleiben die Unternehmen. Nach 25 Jahren Restrukturierung sind die Bilanzen der japanischen Konzerne kerngesund, trotz des Abbaus von Cash-Beständen im Zuge der Coronakrise. Die Unternehmensmargen befinden sich auf Rekordhoch (siehe nachfolgende Grafik). Sobald die weltweite Pandemie nachhaltig eingedämmt werden kann, ist Japan als klassisches Exportland einer der Hauptprofiteure.
- ♦ Die in Privatanlegerdepots oftmals vernachlässigten Japaninvestments sollten in einem gut ausdiversifizierten Depot nicht fehlen.

Unternehmensgewinne begünstigen Japans Aktien

Vorsteuer margins außerhalb des Finanzsektors und BIP-Wachstum (Veränderung zum Vorjahr) auf Rekordhoch



Stand: September 2021; Quellen: Nikko Asset Management, Börsen-Zeitung, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG



Aktienmarkt Japan

MSCI Japan – 20-Jahres-Zeitraum



Stand: 31.12.2021

Hinweise: Kursentwicklung in Yen inkl. Dividenden, logarithmierte Darstellungsweise.

Bei der logarithmischen Darstellung zeigen die Kurse gleiche vertikale Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Eine Kursbewegung von 1.000 auf 2.000 entspricht der gleichen Wegstrecke wie der Anstieg von 2.000 auf 4.000. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Ereignisse.



Fazit

Eine Wiederholung der herausragenden Performance des Aktienjahrs 2021 zu erwarten, wäre vermessen. Dennoch überwiegt auch im neuen Jahr die Zuversicht, dass ein breit gestreutes Aktienengagement am Jahresende nochmals Pluszeichen verzeichnet. Taktgeber bleibt natürlich vorerst Corona mit all seinen anhaltenden Unsicherheiten. Die globale Forschungsdynamik gibt jedoch Anlass zur Hoffnung, dass das Virus letztlich nachhaltig zurückgedrängt werden kann und dass das Ganze in dem häufig zitierten endemischen Zustand mündet – zum Wohle von Mensch, Wohlstand und Wirtschaft. Dafür wird es im Jahr 2022 sicher noch stärkere Initiativen zur Erhöhung der globalen Impfquote brauchen, die sich aber aktuell bereits vielerorts entfalten.

Das Interesse an Aktien dürfte auch allein deshalb grundsätzlich hoch bleiben, weil es weiterhin so gut wie keine ausreichend liquiden Anlagealternativen gibt. Die zunehmende Erkenntnis, dass Zinsanlagen (vor allem klassische Spar- und Termineinlagen) nach Abzug der Inflationsrate zu erheblichen Kaufkraftverlusten führen, überzeugt immer mehr Anleger – nicht nur private, sondern auch kapitalkräftige Vorsorgewerke und Pensionskassen – davon, den Fokus verstärkt in Richtung Aktienanlagen zu rücken. Dieser potenzielle Nachfragepool stärkt die Aktienkursentwicklung. Aufwärtstrends sind meist nur dann stärker gefährdet, wenn es eine Überinvestition in Aktien gibt. Dies ist aber bei Weitem nicht der Fall.

Auch auf die Gefahr hin, uns zu wiederholen: Essenziell bleibt die Einsicht, dass ein international breit gestreutes Aktiendepot langfristig immer steigt. Wenn es überhaupt eine Prognose gibt, die Einfluss auf eine Anlageentscheidung haben sollte, dann diese. Nämlich auf die Entscheidung, überhaupt am Aktienmarkt zu investieren. Die Aussage, dass ein international breit gestreutes Aktiendepot langfristig steigt, ist auch ökonomisch bestens unterfüttert. Denn mit einer solchen Investition wird aus dem Anlegervermögen Produktivkapital und man partizipiert am globalen Wirtschaftswachstum. Das allgemeine Wachstum wird im Endeffekt von allen Unternehmen durch Forschung, Entwicklung, Produktion und Dienstleistung generiert, was sich über kurz oder lang auch in steigenden Unternehmensgewinnen und Aktienkursen niederschlägt. Langfristig sind steigende Aktienmärkte also völlig logisch und keine Hexerei.

Welche Börsen in 2022 die Favoritenrolle einnehmen werden, ist wie immer sehr schwer, wenn nicht sogar unmöglich einzuschätzen. Dies unterstreicht unseren Ansatz, global möglichst diversifiziert und prognosefrei zu investieren.



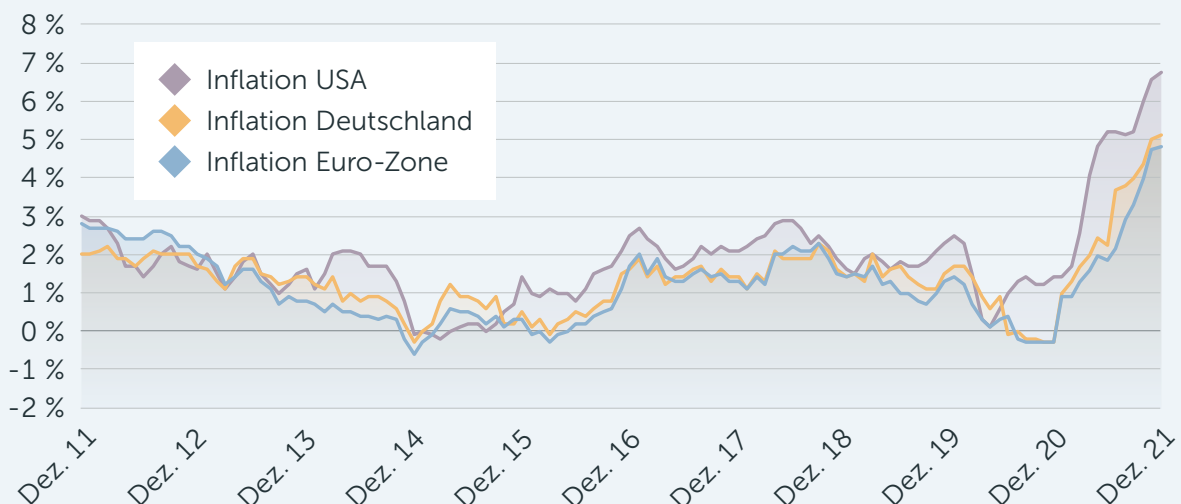
4 Ausblick Rentenmarkt: Im Bann von Inflation und Notenbanken

- ♦ Die weitere Entwicklung an der Inflationsfront und die Straffung der Geldpolitik durch die großen Notenbanken dürfte die Anleiheinvestoren 2022 umtreiben.

Die große Frage ist auch im neuen Jahr, ob es sich bei den zuletzt aus dem Ruder gelaufenen Inflationsraten nur um ein vorübergehendes Phänomen handelt oder ob sich die hohen Teuerungsraten dauerhaft verfestigen werden. Die Antwort auf diese Frage ist entscheidend dafür, wie stark die Zentralbanken gegensteuern werden – erste Maßnahmen haben sie bereits Mitte Dezember letzten Jahres angekündigt.

Die US-Notenbank (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) haben das Inflationsproblem lange als eher „temporär“ eingestuft. Die Fed ist mittlerweile allerdings etwas zurückgerudert und will nicht mehr vollkommen ausschließen, dass sich die Inflation in den USA als hartnäckiger als ursprünglich gedacht erweist. Die EZB hält dagegen weiterhin daran fest, die Inflation als temporär zu bezeichnen. Sie betont zudem stets die Unterschiede zu den USA. Sie fühlt sich in ihrer sehr behutsamen Vorgehensweise durch die weiter hohe Konjunkturunicherheit bestärkt, die durch die Coronavirus-Mutation Omikron zuletzt noch zugenommen hat.

Inflationsentwicklung der letzten 10 Jahre in ausgewählten Wirtschaftsräumen



Inflationsraten (VPI Deutschland; HVPI Euro-Zone; CPI USA) vom Dezember 2011 bis Dezember 2021 (jüngste Dezember-Werte basieren auf vorläufigen Schätzungen von destatis, Eurostat bzw. dem U.S. Bureau of Labor Statistics), monatliche Daten, jeweils im Vergleich zum Vorjahr.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

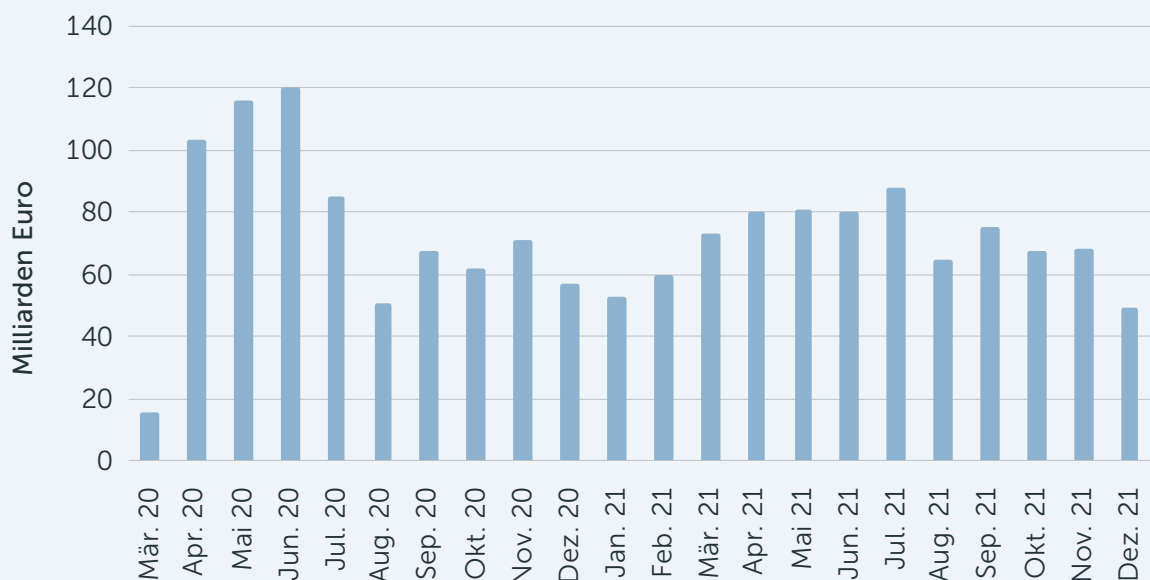


◆ **EZB lässt Notprogramm auslaufen – Zinserhöhung aber nicht in Sicht**

Die Europäische Zentralbank wird Ende März ihr in der Pandemie aufgelegtes billionenschweres Anleihekaufprogramm beenden. In den ersten drei Monaten dieses Jahres werden die krisenbedingten Zukäufe noch fortgesetzt – allerdings in niedrigerem Tempo als zum Jahresende 2021. Die durch die immensen EZB-Aufkäufe erzeugte Nachfrage trägt maßgeblich dazu bei, dass die Zinsen bzw. Renditen im Euro-Raum seit geraumer Zeit auf extrem niedrigem Niveau verharren und in den Kernländern sogar negativ sind.

Damit es nach dem Entzug der auf insgesamt 1,85 Bio. € angelegten Krisenhilfe des Notprogramms „PEPP“ (**P**andemic **E**mergency **P**urchase **P**rogramme) nicht zu Marktturbulenzen – sprich stärker fallenden Anleihenkursen und im Gegenzug spürbar steigenden Renditen – kommt, schafft die EZB über eine neue Justierung des schon älteren und noch größeren allgemeinen Ankaufprogramms namens „APP“ (**A**ssset **P**urchase **P**rogramme) einen teilweisen Ausgleich: Die Ankäufe in diesem Programm im Volumen von zuletzt 20 Mrd. € pro Monat werden im zweiten Quartal 2022 auf 40 Mrd. € verdoppelt und im dritten Quartal dann auf 30 Mrd. € zurückgefahren. Ab Oktober soll das Ankauftempo dann wieder auf 20 Mrd. € gesenkt werden – und so lange beibehalten werden, wie es zur Förderung der Konjunktur notwendig ist. Die Anleihekäufe werden also fortgesetzt, aber in deutlich niedrigerem Umfang. Mit dem bald auslaufenden „PEPP“- und dem „APP“-Programm beliefen sich die Anleihekäufe auf zuletzt zusammen knapp 70 Mrd. € pro Monat.

EZB-Anleihekäufe im Rahmen des Corona-Hilfsprogramms („PEPP“)



Nettosumme der monatlichen Anleihekäufe im Rahmen des sogenannten „PEPP“ (**P**andemic **E**mergency **P**urchase **P**rogramme) in Milliarden Euro (Gesamtvolumen 1.850 Milliarden Euro, das bislang noch nicht ganz ausgeschöpft ist)

Quellen: EZB, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

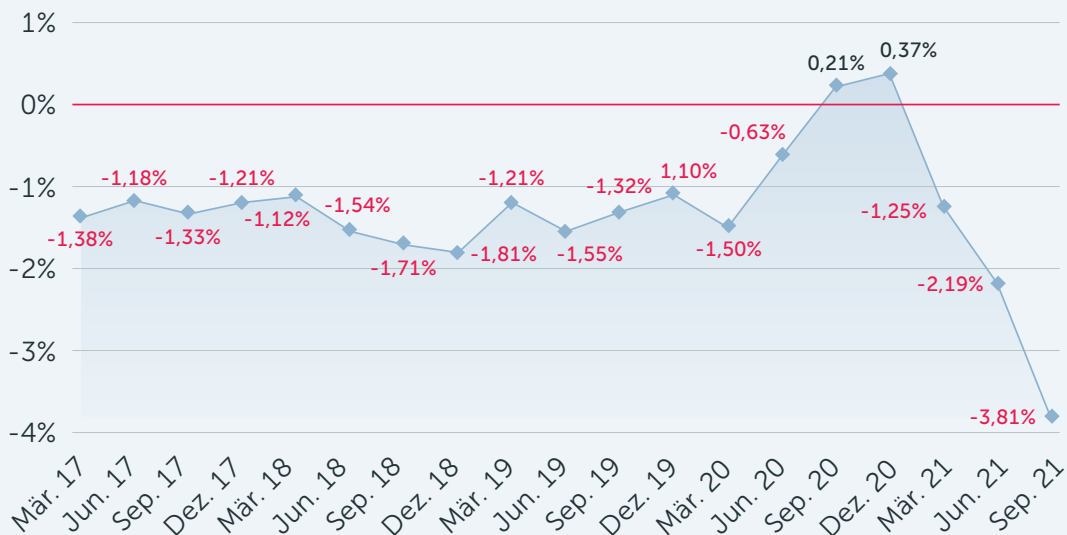


Ein Ende des APP-Programms stellt die EZB nicht in Aussicht. Da dies als Voraussetzung für mögliche Zinserhöhungen gilt, erscheinen höhere Leitzinsen in diesem Jahr als eher unwahrscheinlich. Und das, obwohl die Währungshüter in diesem Jahr mit einer Preissteigerung von 3,2 % rechnen – wie wir finden, doch etwas überraschend, da man in der im September 2021 vorgelegten Prognose noch von 1,7 % ausgegangen war. Für 2023 sagt die EZB nun eine Inflationsrate von 1,8 % im gemeinsamen Währungsraum voraus. In 2021 lag die Teuerungsrate der EZB zufolge voraussichtlich bei durchschnittlich 2,6 %. Zur Erinnerung: Ziel der EZB ist eine „symmetrische“ Teuerungsrate von 2 %. Mit solch einem „symmetrischen“ Inflationsziel ist die Notenbank nicht mehr unmittelbar zum Reagieren gezwungen, sollten die Inflationsraten zeitweilig nach oben oder nach unten von dem prozentualen Ziel abweichen.

Den Leitzins für den Euro-Währungsraum hält die EZB bis auf Weiteres auf dem Rekordtief von null Prozent und Geschäftsbanken müssen nach wie vor 0,5 % Zinsen zahlen, wenn sie Geld bei der Notenbank parken. Beides sind schlechte Nachrichten für Millionen von Sparern, die ihr Geld auf Giro-, Spar- oder Festgeldkonten parken. Nicht nur, dass diese Konten weiterhin nahezu unverzinst bleiben, obendrein verliert dieses Vermögen durch die stark gestiegene Inflation immer stärker an (realem) Wert. Der sogenannte „Realzins“ (Zinsertrag nach Abzug der Inflation) ist also negativ.

Durchschnittliche Realverzinsung in Deutschland

auf Basis von Durchschnittsbeständen auf deutschen Girokonten, Tages- und Festgeldkonten sowie Sparkonten



Stand: 30.09.2021

Der Realzins gibt die Verzinsung nach Abzug der durchschnittlichen Inflationsrate wieder.

Quellen: Barkow Consulting, comdirect, Deutsche Bundesbank, destatis, EZB, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG



Es ist grundsätzlich nachvollziehbar, dass es die EZB – im Gegensatz zur amerikanischen Fed – beim Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik nicht sonderlich eilig hat, denn das Wirtschaftswachstum und die Inflation in der Euro-Zone waren zuletzt geringer als in den USA. Aber auch in der Euro-Zone werden die Preise in diesem Jahr vermutlich stärker steigen, als es das (symmetrische) EZB-Ziel von 2 % eigentlich erlaubt.

Die Europäische Zentralbank sollte u. E. zumindest einen etwas konkreteren Plan auf dem Weg zu einem Ende aller Anleihekäufe definieren – ein Instrument, das im Übrigen für Krisenzeiten konzipiert wurde. Die EZB darf mit ihren Anleihekäufen nicht in Richtung (verdeckter) Finanzierung der Haushaltsdefizite etlicher Euro-Länder driften und so zu viel Geld in Umlauf bringen. Richtig ungemütlich würde es an den Märkten nämlich werden, wenn die EZB irgendwann stärker als erwartet gegensteuern müsste, weil die Inflation wider Erwarten noch länger auf hohem Niveau verharrt.

♦ **US-Notenbank beendet Anleihekäufe – Leitzins könnte nach Auslaufen des Kaufprogramms angehoben werden**

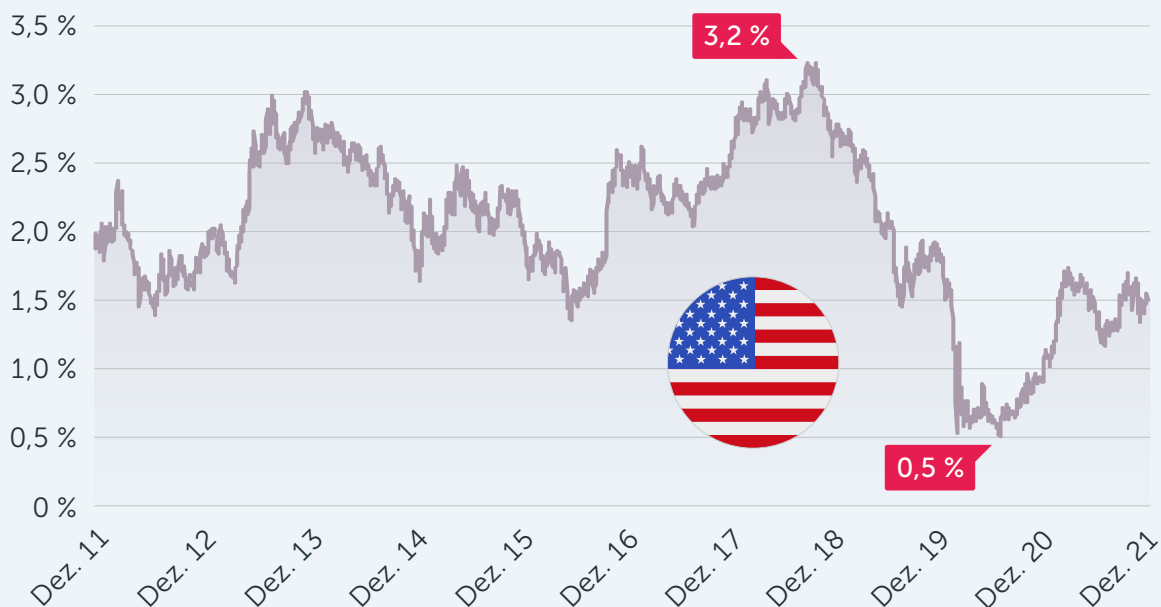
Um die höchste Inflation seit fast 40 Jahren einzudämmen, wird die amerikanische Notenbank Fed ihre konjunkturstützenden Wertpapierkäufe (bislang 120 Mrd. US-Dollar monatlich) doppelt so schnell wie zunächst erwartet herunterfahren (monatlich um 30 Mrd. statt der zuvor angekündigten 15 Mrd. Dollar). Somit schränkt sie die Wertpapierkäufe bereits im März 2022 dergestalt ein, dass nur noch Gelder aus fälligen Anleihen reinvestiert werden. Wir gehen davon aus, dass die Fed – so wie aktuell von ihr geplant – den Leitzins (aktuell: 0 bis 0,25 %) im kommenden Jahr in drei (kleinen) Schritten anheben wird. Ende 2022 wird das Zielband für den Leitzins dann bei vermutlich 0,75 bis 1,00 % liegen.

Die Fed will mit ihren Ankündigungen vor allem auch die Gemüter beruhigen. Denn die enormen Preissteigerungen von zuletzt 7 % im Dezember 2021 beginnen zusehends, die Stimmung der für die US-Wirtschaft so immens wichtigen Konsumenten zu dämpfen, weil ihre Kaufkraft trotz steigender Löhne eher ab- als zunimmt.

Die angekündigten Maßnahmen – wenn sie denn im Laufe des Jahres so umgesetzt werden – dürften dann auch für steigende Renditen am US-Anleihemarkt sorgen. Der Renditeanstieg sollte sich allerdings in Grenzen halten, da viele Marktteilnehmer angesichts hoher Inflationsraten bereits seit längerem mit einer schärferen Gangart der US-Notenbank gerechnet haben. Folge: Die Rendite der richtungweisenden 10-jährigen US-Staatsanleihe hat bereits im Vorfeld der (weitestgehend erwarteten) Maßnahmen angezogen – von 0,93 % zu Jahresbeginn 2021 auf 1,46 % Mitte November letzten Jahres (Zeitpunkt der Bekanntgabe der erwähnten Straffungsmaßnahmen). Per Jahresende lag die Anleiherendite bei 1,51 %.



Rendite 10-jährige US-Staatsanleihe in den letzten 10 Jahren



Stand: 31.12.2021

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Entwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.

Die Fed ist allerdings für ihre Zurückhaltung in Sachen Zinserhöhung bekannt. In der Vergangenheit hat die Fed sehr viele Aspekte in ihr Kalkül einbezogen ... und diese ließen die Währungshüter ein ums andere Mal dann – entgegen ursprünglicher Bekundungen – doch wieder sehr zurückhaltend agieren. Nach der Immobilien- und Finanzmarktkrise beispielsweise wartete die Fed unter Ben Bernanke und später unter der heutigen US-Finanzministerin Janet Yellen sehr lange mit der ersten Zinsanhebung – immer unter Verweis auf neue Gegebenheiten, die ein Risiko darstellten.

Und davon sah insbesondere Yellen einige. An erster Stelle stand seinerzeit – wie jetzt auch – die konjunkturelle Verfassung der USA, sprich Arbeitsmarktsituation, Wirtschaftswachstum und Inflation. Anders als hierzulande sind diese Aspekte allerdings auch explizit Teil des Mandats der US-Notenbank. Hinzu kamen in den Vorjahren aber auch geopolitische Spannungen – die aktuell auch wieder zu beobachten sind –, die sie zur Zurückhaltung veranlassten. Es war zudem die Lage auf den Finanzmärkten, die seinerzeit als nicht stabil genug für Zinsanhebungen erachtet wurde.

Diese in der jüngeren Vergangenheit zu beobachtende Zögerlichkeit könnte die US-Zentralbank auch dieses Mal wieder an den Tag legen, bewirkt beispielsweise durch die Virus-Mutation Omikron. Eine rasche und aggressive Ausbreitung – also hohe Infektionszahlen und schwerere Erkrankungen – könnten neuerliche Maßnahmen in den USA (bis hin zu Lockdowns) erforderlich machen. Dies wäre dann sicherlich kein Umfeld, um die Geldpolitik zu straffen.



Einschätzung der einzelnen Anleihe-segmente

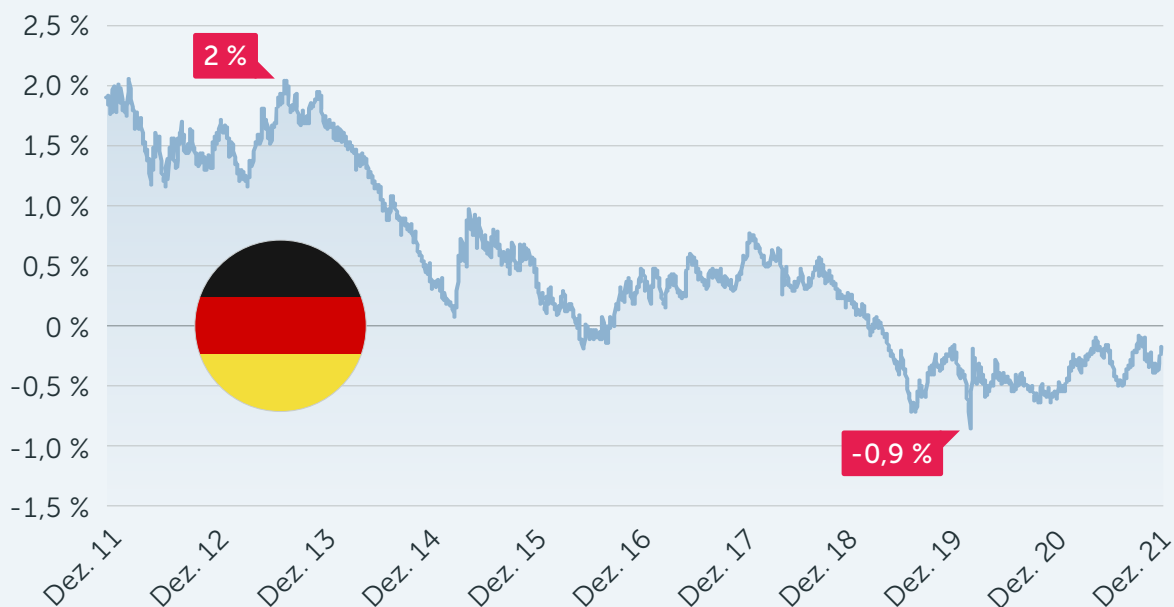
♦ Euro-Staatsanleihen unattraktiv ... es sei denn ...

Der (geplante) Ausstieg der Notenbanken aus der ultralockeren Geldpolitik, die auch nach dem Wegfall von Sonderfaktoren (vorerst) immer noch vergleichsweise hohen Inflationsraten und die mutmaßliche Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs in diesem Jahr dürften für steigende Renditen (und dementsprechend fallende Kurse) bei Euro-Staatsanleihen sorgen.

Wir erwarten, dass die für den Euro-Raum richtungweisende 10-jährige Bundesanleihe im Laufe des Jahres in den positiven Renditebereich drehen wird (aktuelle Rendite: -0,18 %). Ähnlich wie bei den US-Staatsanleihen sollte sich der Renditeanstieg aber in Grenzen halten – dafür dürfte die EZB mit ihren unverändert großvolumigen Anleihekäufen und den Reinvestitionen aus fälligen Anleihen sorgen.

Wenn allerdings zunehmende Sorgen rund um die Omikron-Virusvariante (oder neu hinzutretende Varianten) zu einer erhöhten Risikoaversion der Investoren führen, dürfte sich der „sichere Hafen“ Bundesanleihe wieder steigender Beliebtheit erfreuen. Mit der Folge, dass uns Minusrenditen für die erwähnte 10-jährige Bundesanleihe doch noch länger erhalten bleiben werden.

Rendite 10-jährige Bundesanleihe in den letzten 10 Jahren



Stand: 31.12.2021

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Entwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.



◆ **Konjunkturelle Belebung sollte Unternehmensanleihen (Investment Grade & High Yield) stützen**

Unternehmensanleihen leiden naturgemäß auch unter einem generell steigenden Zinsniveau. Gegen einen stärkeren Anstieg der Renditen in diesem Segment spricht unseres Erachtens aber die gute operative Entwicklung vieler Unternehmen. Trotz gestiegener Energiepreise und Engpässen bei Vorprodukten ist es der Wirtschaft gelungen, die Umsätze und Gewinne deutlich zu steigern.

Hinzu kommt: Dank der im vergangenen Jahr ergriffenen Kostensenkungsmaßnahmen, einer Priorisierung höhermargiger Produkte sowie aufgestauter Nachfrage bei den Konsumenten liegen die Gewinnmargen im Durchschnitt sogar über dem Vorkrisenniveau. Sofern die Firmen die Gewinne nicht nur für Ausschüttungen an Aktionäre oder teure Zukäufe verwenden, sondern auch den Abbau der Verschuldung im Blick haben, sollten die bilanziellen Risiken 2022 tendenziell abnehmen.

Letzteres sollte sich auch in einer fortgesetzten positiven Ratingentwicklung widerspiegeln. Bereits jetzt gibt es bei Unternehmensanleihen deutlich mehr Hoch- als Herabstufungen – mit positiven Auswirkungen auf die entsprechenden Anleihekurse. Außerdem werden in den nächsten 12 Monaten vermutlich deutlich mehr High-Yield-Anleihen (Hochzinsanleihen: Rating unterhalb von BBB-) in das Investment-Grade-Universum (Rating AAA bis BBB-) hochgestuft als noch 2021. In jedem Fall muss bei High-Yield-Anleihen aber aufgrund erhöhter Ausfallrisiken auf eine möglichst breite Streuung geachtet werden – über unterschiedliche Länder, Branchen und Laufzeiten hinweg.

Zur Einordnung: Das Renditeniveau von auf Euro lautenden Investment-Grade-Unternehmensanleihen liegt aktuell bei durchschnittlich 0,40 % p. a. und das von High-Yield-Anleihen bei rund 3 % p. a.

◆ **Schwellenländeranleihen vorerst weiter belastet**

Die stark gestiegene Schwellenländerinflation, die 2021 das Wachstum vieler Schwellenländer regelrecht abgewürgt hat, zwang die dortigen Zentralbanken zu relativ aggressiven Zinserhöhungen. Die Coronakrise hat zudem in vielen Schwellenländern – allerdings nicht nur dort – zu deutlich gestiegenen Schuldenquoten von Staaten und Unternehmen geführt. Steigende Leitzinsen erschweren die wirtschaftliche Lage vor allem in Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa zusätzlich. Der Umstand, dass bei den Leitzinserhöhungen noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht sein könnte, und die drohende Gefahr von Bonitätsverschlechterungen bilden kein besonders attraktives Umfeld für ein Investment in Schwellenländeranleihen.



Fazit

Spürbar höhere Inflationsraten als in den letzten Jahren und die eingeleitete Straffung der Geldpolitik in vielen Regionen der Welt lassen vermuten, dass 2022 ein eher schwieriges Anleihejahr werden dürfte. Nicht nur die Anleihemärkte müssen lernen, zukünftig mit weniger Liquiditätszufuhr durch die Notenbanken zurechtzukommen. Ein Umstand wird sich gegenüber dem letzten Jahr nicht ändern: Um eine Anleiherendite von spürbar über der Nulllinie zu erzielen, muss der Anleger zwangsläufig stärker ins Risiko gehen (sehr lange Anleihelaufzeiten wählen, Abstriche bei der Bonität des Anleiheschuldners machen oder auf Fremdwährungsanleihen ausweichen) ... was jedoch nicht jedermanns Sache sein dürfte.

Trotz der eher gedämpften Aussichten an den Anleihemärkten und des immer noch vorherrschenden Niedrigzinsumfeldes bleiben Anleihen (breit gestreut nach Ländern, Emittenten, Laufzeiten und Bonitäten) aufgrund ihrer speziellen Eigenschaften (kalkulierbare Zahlungsströme, weniger schwankungsanfällig) zur Stabilisierung eines breit aufgestellten Portfolios ein unverzichtbarer Depotbestandteil. Sie bilden einen Sicherheitspuffer mit Blick auf die deutlich schwankungsfreudigeren Aktien.



5 Ausblick Goldmarkt

- ♦ **Steigende Zinsen – negative Realzinsen:** Es gilt als ausgemacht, dass zumindest die US-amerikanische Notenbank im kommenden Jahr mit Leitzinserhöhungen beginnen wird (siehe auch Kapitel 4 Ausblick Rentenmarkt). Steigende Zinsen sind in der Regel Gift für den Goldpreis, denn sie erhöhen die Attraktivität von Anleiheinvestments gegenüber dem unverzinsten gelben Edelmetall. Allerdings erfolgen die Anpassungen vom Nullniveau aus, so dass der Konkurrenzdruck von der Anleihe Seite noch recht überschaubar bleiben dürfte, zumal die realen Renditen am US-Anleihemarkt – also nach Abzug der Inflationsrate – kurz- bis mittelfristig negativ oder zumindest nahe der Nulllinie verharren dürften. In Europa gilt dies wegen des sehr wahrscheinlich erst später einsetzenden Zinserhöhungszyklus umso mehr. Insofern dürfte auch im Jahr 2022 von den internationalen Anleihemärkten kein allzu belastender Faktor für den Goldpreis ausgehen.
- ♦ **Krisen-Cocktail:** Gold wird oftmals als Krisenmetall bezeichnet. Der Goldpreis profitierte in der Historie oft in Phasen mit starken wirtschaftlichen oder politischen Störfaktoren. Von daher wird Gold die Eigenschaft des „sicheren Hafens“ zugeschrieben oder es wird als „Krisenmetall“ betitelt. In der ersten Phase der Coronakrise noch stark gesucht, enttäuschten Goldinvestments per saldo seit Mitte letzten Jahres, obwohl die Unsicherheiten rund um das Virus noch allenthalben hoch waren und bis heute sind. Ein Garant für anhaltende Kurssteigerungen sind Krisenphasen also keinesfalls. Angesichts des Ausmaßes der Coronakrise hat sich Gold seit Anfang 2020 insgesamt erstaunlich schwach entwickelt.

Stand heute sieht es dank zahlreicher Impfstoffe und verstärkter Kampagnen danach aus, dass Corona im Jahr 2022 in vielen Teilen der Welt noch einmal beherrschbarer wird. Zwar ist die neueste Variante offensichtlich ansteckender als die bisherige Delta-Variante, jedoch scheinen sich die schwerwiegenden Verläufe in Grenzen zu halten. Eine erneute dramatische Kriseneskalation erscheint derzeit eher unwahrscheinlich, ausgeschlossen ist sie aber natürlich nicht.

Unter Krisenaspekten sollte man allerdings die Lage in der Ukraine und in Kasachstan nicht aus den Augen verlieren. Sollte sich die dortige Situation verschärfen und Russland möglicherweise militärisch eingreifen, ergäbe sich damit ein neuer Krisenherd vor der Haustür Westeuropas. Eine solche Entwicklung wird das Goldinteresse der Anleger vermutlich wieder verstärkt anfachen.

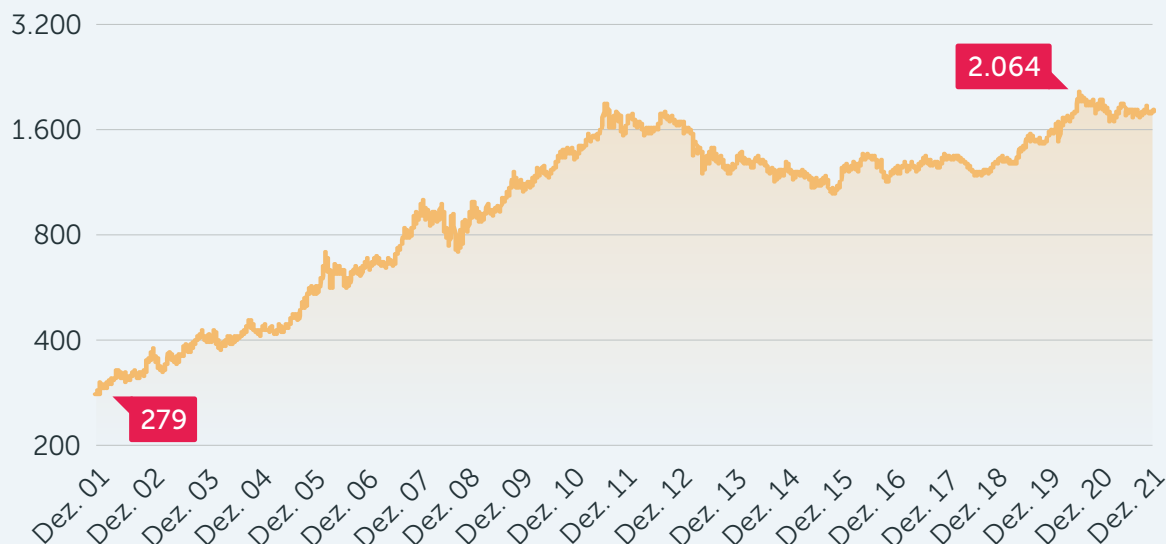
Insgesamt haben die Kapitalmärkte nach wie vor mit einer ganzen Reihe von Unsicherheiten zu kämpfen, was den Goldpreis tendenziell zumindest vor stärkeren Abwärtskorrekturen schützen dürfte.

- ♦ **Steigende Staatsschulden:** Die krisenbedingt massiv gestiegenen internationalen Staatsschulden werden – zumindest kurzfristig – nicht nennenswert abgebaut. Im Gegenteil, es ist durchaus denkbar, dass internationale Konjunkturprogramme und somit auch die Schuldenstände im Jahr 2022 noch weiter ausgebaut werden. Sofern mit steigenden Schuldenständen Bedenken hinsichtlich der Geldwertstabilität bei den Marktteilnehmern zunehmen, dürfte dies die Entwicklung des Goldpreises stützen.
- ♦ **Inflation:** Der Mythos, dass Goldanlagen ein starker und verlässlicher Inflationsschutz sind, wurde im letzten Jahr einmal mehr widerlegt. Der von uns erwartete Rückgang der Inflationsraten in den USA und der Euro-Zone dürfte den Goldpreis u. E. nicht nennenswert bewegen.



Noch keine Befreiung aus der langen Seitwärtsphase

Goldpreisentwicklung – 20-Jahres-Zeitraum



Stand: 31.12.2021

Hinweise: Kursentwicklung in US-Dollar, logarithmierte Darstellungsweise.

Bei der logarithmischen Darstellung zeigen die Kurse gleiche vertikale Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Eine Kursbewegung von 400 auf 800 entspricht der gleichen Wegstrecke wie der Anstieg von 800 auf 1.600. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Ereignisse.



Fazit

Nach einem Verlustjahr (in Dollar gerechnet) gehen wir im neuen Jahr von wieder steigenden Goldnotierungen aus, wobei das Aufwärtspotenzial begrenzt erscheint. Andere risikobehaftete Anlagen, wie Aktien, finden nach wie vor ein relativ freundliches Marktumfeld vor, allen Unsicherheiten zum Trotz. Zudem stellen auch Kryptoanlagen mittlerweile eine gewisse Konkurrenz dar. Auch sie werden mittlerweile von Teilen der Anlegerschaft als „Fluchtwährung“ für den Krisenfall angesehen – trotz des virtuellen und noch deutlich spekulativeren Charakters.

Abschreiben sollte man Goldinvestments aber nicht. Vor dem Hintergrund des aus unserer Sicht begrenzten Abwärtsrisikos, der anhaltenden Belastungsfaktoren in Wirtschaft und Politik und der markant niedrigeren Schwankungsintensität im Vergleich zu Kryptowährungen ist gegen eine überschaubare Beimischung des gelben Edelmetalls nach wie vor nichts einzuwenden.



6 Ausblick Rohstoffmarkt allgemein

- ♦ **Starke Preisentwicklungen in 2021:** Nach Preiseinbrüchen auf breiter Front zu Beginn der Pandemie im Jahr 2020 stiegen in der Folgezeit viele Rohstoffpreise im Einklang mit der sich dynamisch erholenden Konjunktur und verstärkt durch Lieferengpässe wie Phönix aus der Asche. Ein Preisaufschwung, der sich auch im abgelaufenen Jahr fortsetzte, allerdings mit kurzen Unterbrechungspausen, z. B. während des Frühjahrs-Lockdowns oder der Verbreitung der Omikron-Variante.

Wohin steuert der (Rohstoff-)Tanker im Jahr 2022?

- ♦ **Nachlassende Lieferengpässe dürften eine grundsätzliche Beruhigung einläuten:** Eines haben wir aus den Lockdowns gelernt. Die Wirtschaft unter Viruseinfluss ähnelt einem riesigen Containerschiff – einmal jäh gestoppt, braucht es lange, um wieder reibungslos an Fahrt zu gewinnen. Trotz der erfreulichen BIP-Wachstumsraten ächzt die Wirtschaft immer noch unter Lieferengpässen und Kapazitätsmängeln. Diese Effekte werden sich unserer Einschätzung nach im neuen Jahr sukzessive auflösen und die Angebotsseite bei den Rohstoffen entspannen – mit entsprechend dämpfender Wirkung auf die Preisentwicklungen.
- ♦ **Energiepreisentwicklung keine Einbahnstraße mehr:** Im Verlauf des Jahres 2022 dürfte sich die Weltwirtschaft weiter von den bisherigen Corona-Schäden erholen. Das würde auch die Öl- und Gaspreise unterstützen. Nochmals erheblich steigende Preise erwarten wir aber speziell beim Ölpreis kurzfristig nicht mehr, selbst bei anhaltend stockenden Lieferketten nicht. Denn die Preisspitzen im letzten Jahr waren gar nicht so sehr von echten Lieferengpässen getrieben, sondern verstärkt auch von strategischen Vorgehensweisen der Marktteilnehmer, insbesondere der OPEC. Letztere drehte den Ölhahn phasenweise bewusst nicht stärker auf, um das Preislevel hochzuhalten. Für solche Aktionen hat die OPEC wieder mehr Spielraum, seit die US-Fracking-Industrie von Joe Biden verstärkt an die Kette genommen wird. Die besonders umweltbelastenden US-Fracker hatten in den letzten Jahren Marktanteile durch günstiges Ölangebot gewonnen. Den Aufschwung abwürgen wird die OPEC aber sicher nicht. Aktuell normalisiert sich die Versorgungslage und dieser Trend wird u. E. anhalten.

Sollten sich die politischen Konflikte zwischen den USA und Russland zuspitzen, könnte dies aber nochmal zu unvermitteltem Preisauftrieb führen, insbesondere auch bei den europäischen Gaspreisen. Die ohnehin stockende Entwicklung bei der Nord-Stream-2-Pipeline wird sich dann noch länger hinziehen oder steht dann gänzlich auf der Kippe. Getrieben durch die Klimapolitik, dürften sich die Gaspreise in Europa – trotz einer mittlerweile verbesserten Angebotslage – vorerst noch nicht entspannen. Bei den US-Gaspreisen war im Zuge einer Auflösung von Lieferketten- und Kapazitätsproblemen zuletzt schon eine spürbare Preisabkühlung zu beobachten.

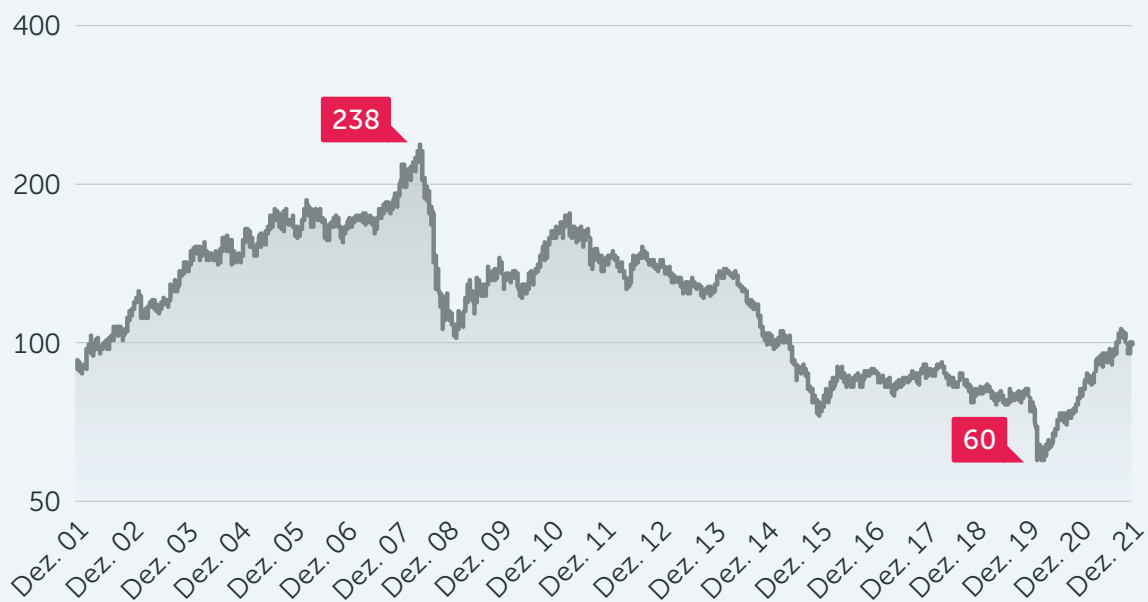
- ♦ **Industriemetalle profitieren noch vom Aufschwung:** Die anhaltenden Nachholeffekte auf der Nachfrageseite sollten die Preise von Industriemetallen auch in 2022 stützen. Positiv wirken dabei insbesondere auch die verstärkten Anstrengungen vieler Staaten, die teilweise marode Infrastruktur zu erneuern. Zudem haben die großen Minenkonzerne in den letzten Jahren (zu) wenig in neue Förderprojekte investiert, was die Angebotsseite verknappt.



- ◆ **Agrarrohstoffe bleiben eine „Black Box“:** Bei landwirtschaftlichen Gütern wird eine längerfristige Preisprognose zusätzlich durch den Umstand erschwert, dass die Angebotshöhe von Ernteerträgen und damit von Wetterbedingungen abhängig ist. Mit der Zuverlässigkeit von Wetterprognosen über einen längeren Zeitraum hinweg hat sicherlich schon jeder einmal Erfahrungen gemacht. Von daher bleibt der Agrarsektor im Rohstoffbereich der mit Abstand spekulativste.

Rasante Rallye nach jahrelanger Enttäuschung

Allgemeine Rohstoffpreisentwicklung anhand des Bloomberg Commodity Index – 20-Jahres-Zeitraum



Stand: 31.12.2021

Hinweise: Kursentwicklung in US-Dollar inkl. Dividenden, logarithmierte Darstellungsweise.

Bei der logarithmischen Darstellung zeigen die Kurse gleiche vertikale Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Eine Kursbewegung von 50 auf 100 entspricht der gleichen Wegstrecke wie der Anstieg von 100 auf 200. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Der über die diversen Rohstoffsegmente breit gestreute Index basiert auf sog. Futures, die die speziellen „Rollkosten“ des Terminmarktes beinhalten, die auch ein Privatanleger bei der Investition in Rohstoffindizes tragen muss.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Ereignisse.



Fazit

Die Wertentwicklung vieler Rohstoffe im Jahr 2021 war beachtlich. Diese starken Preisanstiege begrenzen aber unserer Meinung nach die Chancen im Jahr 2022. Im Rahmen von Entspannungen auf der Angebotsseite rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung des breiten Rohstoffmarktes – dies unter hohen Schwankungen, weil die Märkte mittlerweile nicht nur weiter von Corona, sondern auch verstärkt durch politische Entwicklungen geprägt sind.

Rohstoffmärkte und auch die dazugehörigen Investments sind inhaltlich sehr komplex. Zudem kann für sie – anders als für Aktien und Anleihen – auch keine wissenschaftlich nachgewiesene Risikoprämie erwartet werden. Sie sollten von daher allenfalls als kleine spekulative und idealerweise breit gestreute Beimischung genutzt werden.



Das Autoren-Team



Prof. Dr. Stefan May
Leiter Anlagemanagement



Philipp Dobbert
*Chefvolkswirt und stv. Leiter
Vermögensverwaltung*



Arndt Kussmann
Leiter Portfoliokonzepte



Andreas Naujeck
Senior Analyst



Michael Kling
Senior Analyst



Guido Schäfers
Senior Analyst



7 Impressum

Erscheinungsdatum

14.01.2022

Herausgeber

Quirin Privatbank AG
Kurfürstendamm 119
10711 Berlin

Telefon: +49 (0)30 890 21–300
Telefax: +49 (0)30 890 21–301
Internet: www.quirinprivatbank.de

Redaktion

Prof. Dr. Stefan May (Leiter Vermögensverwaltung)
Philipp Dobbert (Chefvolkswirt und stv. Leiter Vermögensverwaltung)
Arndt Kussmann (Leiter Portfoliokonzepte)
Andreas Naujeck (Senior Analyst)
Michael Kling (Senior Analyst)
Guido Schäfers (Senior Analyst)

Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

Angaben der wesentlichen Informationsquellen

Die den dargestellten Analysen zugrundeliegenden Informationen, Daten, Kennzahlen und Kurse wurden aus der Datenbank der vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG sowie Veröffentlichungen aus Börse, Wirtschaft und Politik (Bloomberg, dpa und der allgemeinen Wirtschaftspresse) entnommen.

Die in diesem Bericht gegebenen Informationen beruhen auf Quellen, die die Ersteller für zuverlässig halten, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Die Quirin Privatbank AG übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen. Alle Informationen und Meinungen sowie die angegebenen Preise können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden. Die in dem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen basieren auf öffentlich zugänglichen Quellen, die jedoch zeitweiligen Veränderungen unterliegen.

Disclaimer/rechtliche Hinweise

Der Beitrag ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Er enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Erläuterungen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Die Informationen wurden einzig zu Informations- und Marketingzwecken zur Verwendung durch den Empfänger erstellt und können keine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung ersetzen.

Die Informationen stellen keine Anlage- Rechts- oder Steuerberatung, keine Anlageempfehlung und keine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräußerung dar. Die Vervielfältigung und Weiterverbreitung ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise.



klug anlegen. besser leben.