LBBW

Bereit für Neues

LBBW Research auf Twitter
https://twitter.com/lbbw_research

LBBW auf Twitter
https://twitter.com/lbbw

LBBW auf Facebook
https://www.facebook.com/LBBW.Stuttgart/

LBBW auf LinkedIn
https://de.linkedin.com/company/lbbw

LBBW auf Xing
https://www.xing.com/company/lbbw

LBBW auf YouTube
https://www.youtube.com/user/LBBWDirekt

11/21 29 tcf

Landesbank Baden-Württemberg
www.LBBW.de
kontakt@LBBW.de

Hauptsitze

Stuttgart
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart
Telefon 0711 127-0

Karlsruhe
Ludwig-Erhard-Allee 4
76131 Karlsruhe
Telefon 0721 142-0

Mannheim
Augustaanlage 33
68165 Mannheim
Telefon 0621 428-0

Mainz
Rheinallee 86
55120 Mainz
Telefon 06131 64-0

LBBW

Bereit für Neues

Ein starkes Team: ökonomische und grüne Nachhaltigkeit!

Wie entwickelt sich die Weltwirtschaft?
Wirtschaftsausblick
Seite 08 – 24 ➜

Wichtige Ereignisse 2022.
Seite 25 ➜

Nachhaltigkeit
Seite 26 – 35 ➜

Unsere Prognosen für 2022.
Seite 36 – 59 ➜

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

es freut uns sehr, Ihnen an dieser Stelle unseren Jahresausblick 2022 zu überreichen. Er trägt den Titel »Ein starkes Team: ökonomische und grüne Nachhaltigkeit!«.

Nachhaltigkeit wird die nächsten Jahre prägen. Dabei bedeutet sie mehr als Klimaschutz. Es geht ebenso um die öffentlichen Finanzen, um die Freiheit von inflationären Verspannungen und um Wachstum. Nachhaltigkeit ist ein umfassendes Konzept.

In der vorliegenden Publikation finden Sie unsere Erwartungen an die Entwicklungen der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte im kommenden Jahr.

Ihr LBBW Research-Team

Der LBBW Research-Jahresausblick in zehn überschaubaren Thesen.

1

Weltwirtschaft: Trotz vieler Störfeuer auf Erholungskurs.

2

Lieferketten: Lagerbestände der Unternehmen vielfach auf Rekordtiefs; Auffüllen der Bestände dürfte eine starke Nachfrage entfalten.

3

Nachhaltigkeit: Ein allumfassendes Konzept prägt die Politik, der Europäischen Union nicht weniger als der neuen deutschen Bundesregierung.

4

Inflation: Sie steht zwar kurz vor einem zyklischen Hoch, wird aber bis auf Weiteres nicht wieder auf Vor-Corona-Niveau absinken.

5

Geldpolitik: US-Notenbank beginnt mit einem »Tapering«; EZB-Leitzinswende dürfte auch 2022 kein Thema sein.

6

Rentenmarkt: Hohe Bewertungen sollten sich auch 2022 nur schleichend abbauen.

7

Devisenmarkt: US-Dollar einstweilen weiter gut unterstützt.

8

Rohöl: Angebotsüberschuss am Markt absehbar; Rohölpreisanstieg dürfte langsam auslaufen.

9

Immobilien: Preisentwicklung darf sich nicht von der fundamentalen Entwicklung abkoppeln!

10

Asset Allocation: Bewertungen der Aktien erscheinen »gedehnt«, trotzdem sind Alternativen rar gesät!

Inhalt

01 Editorial
Seite 06 →

02 Wirtschaftsausblick
Seite 08 →

02.1 Weltwirtschaft
Seite 10 →

02.2 Vereinigte Staaten.
Seite 13 →

02.3 Asien
Seite 15 →

02.4 Vereinigtes Königreich.
Seite 18 →

02.5 Schweiz
Seite 19 →

02.6 Euroraum
Seite 20 →

02.7 Deutschland
Seite 22 →

02.8 Wirtschaftsentwicklung: unsere Szenarien.
Seite 24 →

03 Kalender wichtiger Ereignisse 2022.
Seite 25 →

04 Spezialthemen
Seite 26 →

04.1 Die Inflation ist da.
Seite 28 →

04.2 Nachhaltigkeit erobert den Bondmarkt.
Seite 30 →

04.3 Megatrend Gesundheit.
Seite 33 →

05

Unsere Prognosen für 2022.
Seite 36 ➜

05.1 Unsere Prognosen im Detail.
Seite 38 ➜

05.2 EZB, Fed und Bank of England.
Seite 39 ➜

05.3 Rentenmärkte
Seite 42 ➜

05.4 Devisenmärkte
Seite 44 ➜

05.5 Rohstoffmärkte
Seite 46 ➜

05.6 Immobilienmärkte
Seite 48 ➜

05.7 Aktienmärkte
Seite 51 ➜

05.8 Krypto-Währungen
Seite 57 ➜

05.9 Asset Allocation.
Seite 58 ➜

Disclaimer | Impressum
Seite 60 ➜

01 Editorial

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

im Jahr 2022 sollten die schlimmsten wirtschaftlichen und sozialen Verwerfungen der Corona-Krise endlich hinter uns liegen. Dann werden auch wieder langfristige strategische Überlegungen in den Fokus wirtschaftspolitischer Debatten rücken. In einem Punkt herrscht diesbezüglich seltene Einmütigkeit: Eine Zukunftsstrategie für Deutschland soll nachhaltig sein! Aber was bedeutet das überhaupt? Und wie ist mit möglichen Konflikten zwischen verschiedenen Nachhaltigkeitszielen umzugehen? Mit solchen komplexen Fragen wird sich nicht nur die Wirtschaft auseinandersetzen müssen. Darauf muss auch die neue Bundesregierung Antworten geben.

Das Bündnis der Ampelparteien verbreitet Aufbruchstimmung. Das ist gut, aber nicht genug. Die Wirtschaft benötigt nun Planungssicherheit und nachvollziehbare Leitlinien, welche Vision die Politik bei der Umsetzung gesellschaftlicher Nachhaltigkeitsstrategien verfolgt. Das erfordert politische Klarheit und Mut. Es braucht aber auch ein unzweideutiges Bekenntnis dazu, dass ohne eine leistungsfähige Wirtschaft alle weiteren Ziele verfehlt werden dürften.

Der Begriff Nachhaltigkeit ist seit einigen Jahren allgegenwärtig. Er ist mittlerweile sogar derartig geläufig, dass er in eine Worthülse wohlfeiler Beliebigkeit abzudriften droht. Jeder ist dafür, aber jeder meint auch etwas anderes damit. Für manche bedeutet Nachhaltigkeit vor allem, dass wir ein intaktes Weltklima und natürliche Ressourcen hinterlassen, damit auch nachkommende Generationen in den Genuss eines gesunden Lebens und materieller Sicherheit kommen können. Andere dagegen meinen mit Nachhaltigkeit, dass Staatsfinanzen auf einem soliden Fundament ruhen und unsere Kinder und Enkel keinen überbordenden Schuldenberg erben sollen. Weitere Interpretationen von Nachhaltigkeit kursieren ebenfalls in der Diskussion.

In der politischen Debatte scheint bisweilen die Wahrnehmung vorzuherrschen, dass diese verschiedenen Facetten der Nachhaltigkeit nicht nur miteinander vereinbar sind, sondern sich sogar gegenseitig befördern werden, nach der Devise »Klimaschutz schafft Wachstum und Steuereinnahmen«. In einigen Bereichen ist diese hoffnungsfrohe Erwartung vermutlich auch berechtigt.

Zugleich bedarf es einer klaren Prioritätensetzung, falls es einmal zu einem Zielkonflikt kommen sollte. Derartige Spannungen zwischen ökonomischer und ökologischer Nachhaltigkeit sind aber zu erwarten. Ein Beispiel hierfür sind die sprunghaft angestiegenen Preise für Energieträger im Herbst 2021. Das macht Investitionen in erneuerbare Energien zwar attraktiver, droht aber zugleich auch die ohnehin schon schwächelnde Erholung abzuwürgen, was Bremsspuren im Bundeshaushalt hinterlassen wird. Politik, Wirtschaft und Gesellschaft müssen lernen, solche Konflikte umsichtig und undogmatisch zu lösen.

In Deutschland wie anderswo wird der Privatsektor die treibende Kraft der Transformation unserer Wirtschaft sein. Dieser zentralen Rolle kann er aber nur dann gerecht werden, wenn die Politik ein kluges und verständliches Rahmenwerk vorgibt. Was sollte deshalb im Aufgabenheft der neuen Bundesregierung stehen? Zunächst einmal sollte alles unternommen werden, damit Wirtschaft und Beschäftigung an Fahrt gewinnen. Nach unserer Schätzung beläuft sich das Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft auf wenig mehr als 1 % jährlich. Mit solch anämischen Wachstumsraten wird es schwierig werden, die Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Und zwar ganz gleich, ob der Begriff auf die Staatsfinanzen oder unsere Umwelt bezogen wird. Natürlich ist Wachstum nicht alles. Aber ohne eine florierende Wirtschaft ist fast alles nichts.

Insofern finden sich im Sondierungspapier der sich selbst als »Fortschrittskoalition« bezeichnenden Ampelparteien zahlreiche positive Initiativen, denen freilich noch mit konkreten Maßnahmen Leben eingehaucht werden muss. Der Ruf nach Entbürokratisierung der öffentlichen Verwaltung, beschleunigte Digitalisierung, Flexibilisierung in der Arbeitswelt sowie Gründungs- und Innovationsförderung stimmen hoffnungsfroh. Sie sind aber auch vergleichsweise wenig kontrovers.

Das wirklich dicke Brett liegt anderswo: Wie können Zukunftsinvestitionen in Digitalisierung und Klimaschutz (= ökologische Nachhaltigkeit) mit soliden Staatsfinanzen (= finanzpolitische Nachhaltigkeit) versöhnt werden? Das Sondierungspapier der Ampel bleibt diesbezüglich im Ungefähren. Es besteht die Gefahr, dass die vereinbarten finanzpolitischen Leitlinien (Schuldenbremse beibehalten, keine Steuererhöhungen) zulasten des für die wirtschaftliche Transformation notwendigen Investitionsprogramms gehen wird. Denn ob nach Jahren zurückhaltender Finanzpolitik noch ausreichend Einsparpotenziale und Mut zu Subventionsstreichungen vorliegen, muss sich erst noch erweisen.

Die Nachhaltigkeit des Staatshaushaltes ist nicht in Gefahr. Selbst nach dem heftigen Corona-Schock liegt die öffentliche Verschuldung bei ungefähr 70 % des BIP, unter dem Niveau von 2009. Die Zinslast ging im selben Zeitraum von 2,6 % des BIP auf 0,6 % zurück. Auch unter Berücksichtigung der früher oder später zu erwartenden Zinswende sind die öffentlichen Finanzen in vergleichsweise robuster Verfassung.

Dagegen ist der Grad der Zielverfehlung bei den selbst gesteckten und vom Bundesverfassungsgericht eingeforderten Klimazielen beträchtlich. Auch im Vergleich mit den EU-Partnerländern steht Deutschland schlecht da: Der CO_2-Verbrauch pro Kopf liegt nicht nur deutlich über dem europäischen Durchschnitt, er geht auch langsamer zurück als anderswo. 23 EU-Mitgliedsländer haben in der vergangenen Dekade mehr Staatsausgaben für Umweltschutz eingesetzt (in % des BIP) als Deutschland.

Und kaum irgendwo ist seit der Finanzkrise in ähnlich geringem Maße in die öffentliche Infrastruktur investiert worden. Wettbewerbsrisiken für deutsche Unternehmen werden wachsen, wenn nicht zügig damit begonnen wird, verloren gegangenes Terrain wieder aufzuholen. Die Perspektive einer kurzfristigen Schuldenreduktion darf nicht erkauft werden mit einer Stagnation des langfristigen Wachstumspotenzials.

Für den vorliegenden Ausblick auf das Jahr 2022 haben unsere Analystinnen und Analysten die Perspektiven für die wichtigsten Volkswirtschaften und Kapitalmarktsegmente auch durch das Prisma der Nachhaltigkeit beleuchtet. Ich wünsche Ihnen eine anregende und erkenntnisreiche Lektüre, und dass 2022 ein von positiven Überraschungen und Erfolgserlebnissen geprägtes Jahr werden möge.

Bleiben Sie uns gewogen, vor allem aber gesund und guten Mutes!

Ihr

Dr. Moritz Kraemer

Chefvolkswirt und
Leiter des Konzernbereichs Research

02

Wirtschaftsausblick

Wirtschaftsausblick

Das Jahr 2021 geht zu Ende. Corona weicht vielerorts zurück, ohne in Gänze zu verschwinden. Die Hinterlassenschaften wiegen schwer. Die Wirtschaftspolitik hielt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den zurückliegenden Quartalen hoch, auf Kosten eines immensen Preisdrucks jetzt und einer nunmehr höheren Verschuldung. Am aktuellen Rand streuen Angebotsengpässe Sand in das Getriebe des Wirtschaftslebens rund um den Globus. Die Chancen stehen gut, dass diese Schwierigkeiten in überschaubarer Zeit überwunden werden. Bei alledem sollten tunlichst keine weiteren schweren Prüfungen für die Weltwirtschaft hinzukommen!

5,0 %

Prognose des LBBW Research zum Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Leistung Deutschlands 2022 – genauso hoch wie die entsprechende Prognose zur Volksrepublik China.

02.1 Weltwirtschaft: der lange Schatten der Pandemie.

Lieferengpässe und Delta-Variante bremsen Erholung.

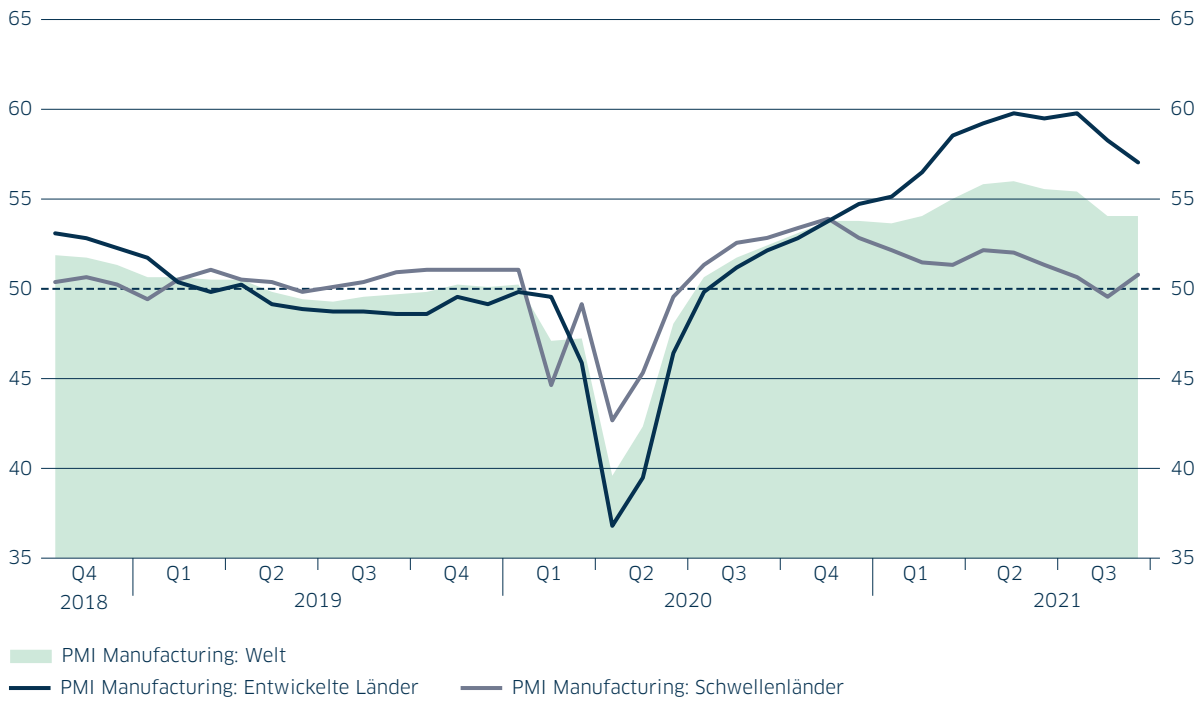
- Knappheit bei Vorprodukten bremst weltwirtschaftliche Erholung
- Rigide Corona-Eindämmungsstrategie Chinas verschärft Lieferengpässe
- Weltwirtschaft bleibt trotz alledem auf Erholungskurs

Matthias Krieger

Erst Nachfrage-, nun Angebotsprobleme.

Nach dem pandemiebedingten schweren Einbruch Anfang des vergangenen Jahres hatte die Weltwirtschaft etwa ab Mitte der zweiten Jahreshälfte 2020 wieder signifikant Fahrt aufgenommen. Am aktuellen Rand haben dann die Einkaufsmanagerindizes speziell für das Verarbeitende Gewerbe erneut nach unten gedreht. Zwar bewegen sich diese Stimmungsindikatoren im Falle der Industriestaaten nach wie vor deutlich oberhalb der kritischen Marke von 50 Zählern; die Erholung dürfte hier also andauern, wenngleich mit verminderter Dynamik. Bei den Schwellenländern hat der Frühindikator hingegen, gleichfalls von oben kommend, bereits wieder die 50er-Marke touchiert. Dies ist insbesondere auf eine zuletzt eher »durchwachsene« Entwicklung in China zurückzuführen (siehe auch Beitrag »02.3 Asien«).

Welt, Industrie- und Schwellenländer: Indizes für die Stimmung unter den Einkaufsmanagern im Verarbeitenden Gewerbe.



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Die extrem ansteckende Delta-Variante des Corona-Virus führte in der Volksrepublik, in Verbindung mit einer dort äußerst rigide gehandhabten »Zero-Covid-Strategie«, immer wieder zu Abriegelungen ganzer Städte bis hin zur zeitweisen Schließung wichtiger Seehäfen. Unmittelbar traf dies die chinesische Wirtschaft; mittelbar brachte dieses Vorgehen darüber hinaus die internationalen Zulieferketten gehörig aus dem Takt. Unter einem Mangel an Vorprodukten und Energierohstoffen leiden derzeit große Teil des Produzierenden Gewerbes weltweit. Inzwischen arbeiten die chinesischen Containerhäfen zwar wieder; ein neuer Covid-Fall könnte aber jederzeit zu erneuten Störungen führen. Gemäß den Vorgaben der chinesischen Führung hat beispielsweise bereits ein einziger Covid-Fall in einem Hafen dessen weitgehende Schließung zur Folge.

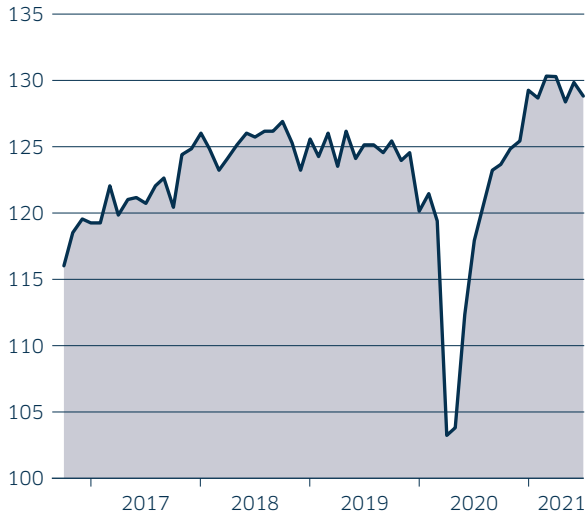
Diese eher kürzerfristigen logistischen Probleme im Seehandel sind das eine. Etwas anderes, weil gravierender in den Auswirkungen und vor allem auch dauerhafter, ist ein gegenwärtig zu beobachtender, weltweiter Mangel an Halbleitern. In langen Lockdown-Phasen seit Anfang 2020 bildete sich ein gehöriger Nachholbedarf nach Gütern aller Art. Zusätzlich trieb die Pandemie die Digitalisierung im globalen Rahmen voran. In der Folge wuchs rund um den Globus die Nachfrage nach Computer-Chips kräftig an. Hiermit können es die zugehörigen, vorhandenen Produktionskapazitäten aktuell nicht aufnehmen. In der Folge verfügen zwar viele Unternehmen, in Europa und in Übersee, über volle Auftragsbücher; sie können aber die Aufträge wegen fehlender Bauteile nur eingeschränkt abarbeiten. Dies dämpft den Produktionsanstieg signifikant und bremst die Erholung der gesamten Weltwirtschaft.

Betroffen von der Halbleiterknappheit sind zunächst insbesondere Staaten mit Produkten im oberen Segment der Wertschöpfungskette. In Deutschland sind beispielsweise die Kernbereiche Automobil und Maschinenbau stark betroffen. Da der Produktionsausfall dann, in einer zweiten Runde, zu einem geringeren Bedarf an sonstigen Vorprodukten bis hin zu Rohstoffen führt, sind letztlich alle Wertschöpfungsketten negativ tangiert. Branchenvertreter der Halbleiterindustrie sehen die Talsohle zwar erreicht, bis die gesamte Nachfrage bedient werden kann, dürfte aber noch gehörige Zeit ins Land gehen. Auch 2022 könnte die Industrie noch unter einer Knappheit an Mikrochips leiden. Dies mag den Produktionsanstieg in einigen Sektoren weiter dämpfen, damit das Güterangebot hier verknappen und somit auch das Preisniveau in diesen Bereichen eher hochhalten.

Bei alledem: Erholung der Weltwirtschaft dürfte andauern.

Bei alledem sollte sich die Erholung der Weltwirtschaft in den anstehenden Quartalen fortsetzen. Denn: Letztlich ist die aktuelle Angebotsknappheit vor allem Folge einer weltumspannend, überaus starken Nachfrage im Nachgang der Pandemie. Unsere These lautet: Diese Nachfrage wird die Weltwirtschaft nach aller Erfahrung weiter stützen. Das Welthandelsvolumen hat sich bereits kräftig erholt. Es liegt derzeit trotz Lieferengpässen über den Werten aus der Zeit vor Beginn der Pandemie. Dies mag zwar zum Teil als lediglich temporäres »Überschießen« gewertet werden, für einen erneuten Rücksetzer unter die Werte aus der Zeit vor 2020 spricht derzeit aber wenig. So ist die Fiskalpolitik der meisten Staaten nach wie vor akkommodierend angelegt, ebenso die Geldpolitik. Darüber hinaus stützt der Digitalisierungsboom entsprechende Industrien, und schließlich dürfte das Megathema Klimaschutz über viele Jahre hohe Nachfrage generieren.

Welthandelsvolumen, real (Index; 2010 = 100).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

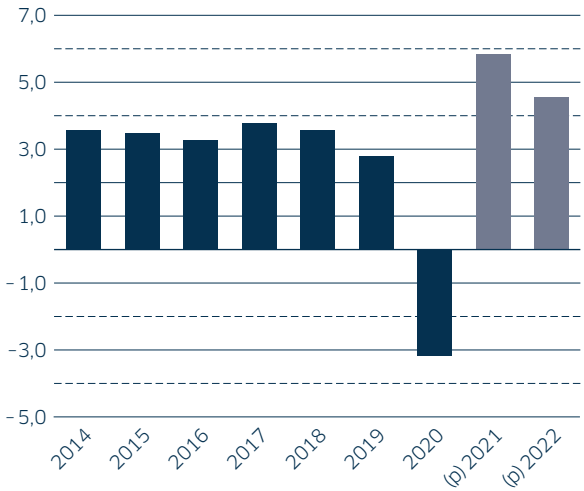
Derweil dürften dem Dienstleistungssektor, der besonders unter wiederholten Lockdowns zu leiden hatte, steigende Impfquoten weltweit zugutekommen. Dies sollte mithelfen, die Weltwirtschaft wieder auf Kurs zu bringen bzw. dort zu halten. Die Schwellenländer leiden aufgrund der dort noch immer relativ niedrigen Impfquoten weiterhin stärker unter der Pandemie als die Industriestaaten. Die fortgeschrittene »Durchimpfung« in den Industrieländern setzt aber Kapazitäten frei und dürfte so auch in den Emerging Markets für ein steigendes Impftempo sorgen. Darüber hinaus werden jetzt Produktionskapazitäten für Impfstoffe in den Schwellenländern selbst aufgebaut, so in Südafrika. Von einer allgemein hohen Nachfrage nach Zulieferungen aller Art profitieren derweil speziell die in die globalen Wertschöpfungsketten stark integrierten Emerging Markets in Süd- und Ostasien; stark gestiegene Rohstoffpreise helfen Rohstoffexporteuren speziell in Lateinamerika und in Afrika.

»Stark gestiegene Staatsschulden könnten zu einem konjunkturellen Problem heranwachsen, wenn die Notenbanken wegen anhaltend hoher Inflationsraten früh im Zyklus ihre Zinsen anheben müssten.«

Matthias Krieger, Senior Economist

Das größte Risiko für unser Basisszenario einer fortschreitenden weltwirtschaftlichen Erholung 2022 bleiben Mutationen des Corona-Virus, die den Impfschutz unterlaufen. Für diesen Fall könnten erneut flächendeckende Lockdowns am Horizont aufscheinen. Darüber hinaus muss sich erst noch zeigen, wie sich die exorbitante Ausweitung der Staatsverschuldung in vielen Ländern auf die jeweilige Konjunktur auswirken wird. Verschiedene Notenbanken könnten sich aufgrund dauerhaft doch höher als derzeit erwarteter Inflationsraten aufgerufen fühlen, Zinserhöhungen vorzunehmen, was nicht zuletzt die öffentlichen Budgets belasten würde.

Weltproduktion und zugehörige LBBW-Prognosen (BIP, Veränderung in % Y-Y).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Aus Sicht der Emerging Markets dürfte sich beim Blick voraus positiv auswirken, dass diese in ihrer großen Mehrheit mit moderaten Staatsschuldenquoten in die jüngste Krise gingen und der Großteil dieser Schulden inzwischen in Landeswährung denominiert ist. Schieflagen großer Unternehmen, insbesondere solcher mit hoher Fremdwährungsverschuldung, könnten gleichwohl zu Verwerfungen führen – ein Punkt, dem zukünftig wieder mehr Beachtung geschenkt werden muss.

Das weltweite Zinsniveau dürfte noch mindestens zwei Jahre auf extrem bis sehr niedrigem Niveau verharren. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für die aufstrebenden Volkswirtschaften akut nicht mit neuerlichen Schuldenkrisen. Die größte wirtschaftliche Dynamik wird nach unserem Dafürhalten auf Sicht weiter die Region Asien/Pazifik entfalten. Unsere Prognose für den Zuwachs der Weltproduktion 2022 liegt bei 4,6 %.

02.2 Vereinigte Staaten.

Veritabler Preisdruck in der Frühphase des Zyklus.

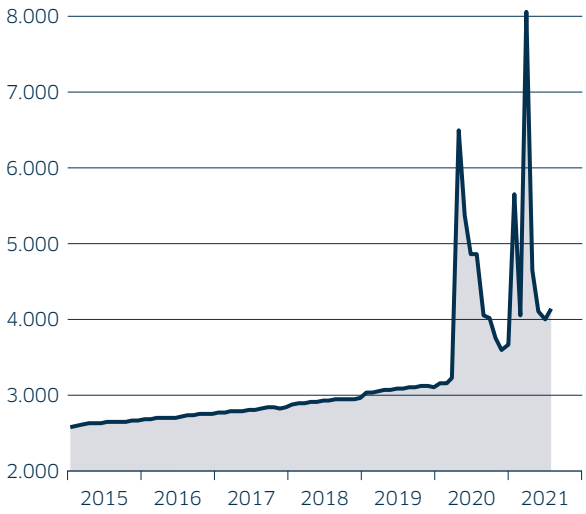
- Realwirtschaft dürfte 2022 etwas an Schwung verlieren
- Inflation auf über 5 % emporgeschossen; Aufhol- und Sondereffekte hier maßgeblich
- Bei alledem: auch die »unterliegende« Inflation zuletzt mit Aufwärtstrend

Dirk Chlench

US-Wirtschaft lässt Corona-Einbruch hinter sich.

Die US-Wirtschaftsleistung schnellte in der ersten Jahreshälfte 2021, nicht zuletzt infolge üppig dimensionierter Rettungspakete und einer Lockerung der Corona-Restriktionen, mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von 6,4 % empor. Damit erreichte sie wieder ihr Vorkrisenniveau. Es liegt auf der Hand, dass ein solch hohes Tempo nicht von Dauer sein wird. Für das auslaufende Jahr insgesamt zeichnet sich eine Zuwachsrate von 5,5 % ab.

Sozialleistungen des Staates an natürliche Personen (in Mrd. US-Dollar).



Hinweis:
Saisonbereinigte Monatswerte, auf das Jahr hochgerechnet

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Im Jahr 2022 sollte sich die Expansion fortsetzen, wenn auch mit weniger Schwung. Erneut dürfte der persönliche Verbrauch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stützen. Lange Monate der Anti-Corona-Einschränkungen führten auf Seiten der privaten Haushalte zu einem beträchtlichen Nachholbedarf. In Verbindung mit einem regelrechten »Geldregen« aus Washington liegt die Sparquote in den Vereinigten Staaten am aktuellen Rand deutlich höher als üblich. Nach unserer Überschlagsrechnung ergibt sich eine kumulierte Überersparnis in Höhe von rund 2,3 Bio. US-Dollar. Eine in großen Schritten voranschreitende Erholung am US-Arbeitsmarkt, eine Hausse am Aktienmarkt sowie eine nordwärts gerichtete Preisentwicklung bei Wohnimmobilien dürften die US-Konsumenten dazu bewegen, ihre Überersparnis im Verlauf des Jahres 2022 zumindest teilweise abzubauen. Auch erwarten wir ein reges Wachstum der Lohn- und Gehaltssumme; ein nunmehr wieder angespannterer Arbeitsmarkt und eine politische Agenda in Richtung Umverteilung spielen hier die wesentliche Rolle.

Vor dem Hintergrund einer anhaltend hohen Konsumnachfrage dürften die Unternehmen ihre Investitionen in Ausrüstungen weiter ausweiten, ungeachtet einer im Raum stehenden Erhöhung des Unternehmensteuersatzes. Die Finanzierungsseite mag, angesichts gelockerter Vergaberichtlinien bei den US-Geschäftsbanken, nicht bremsen, auch nicht bei einer von uns erwarteten Aufstockung der leergefegten Lager. Allein hieraus erwarten wir einen Wachstumsbeitrag von einem Prozentpunkt. Für 2022 prognostizieren wir eine Zuwachsrate des US-Bruttoinlandsprodukts von 4,5 %.

Inflation so kräftig wie seit mehreren Jahrzehnten nicht.

Der Konsumentenpreisindex kletterte im ablaufenden Jahr mit Jahresraten jenseits der 5 % nach oben. Die Teuerung heizten speziell auch pandemiebedingte Aufhol- und Sondereffekte an, so bei Flugtickets, Hotelübernachtungen und Gebrauchtwagen. Die Inflationsrate wird gemäß unserer Prognose für das Gesamtjahr 2021 bei 4,4 % zu liegen kommen, nach lediglich 1,2 % im Jahr 2020.

Im neuen Jahr sollten die genannten Aufhol- und Sondereffekte auslaufen oder sich sogar umkehren. Zudem wird sich nach unserer Prognose Energie nicht noch einmal so kräftig verteuern wie im zu Ende gehenden Jahr. Aus diesen beiden Effekten erwarten wir eine deutliche Entlastung beim Preisdruck.

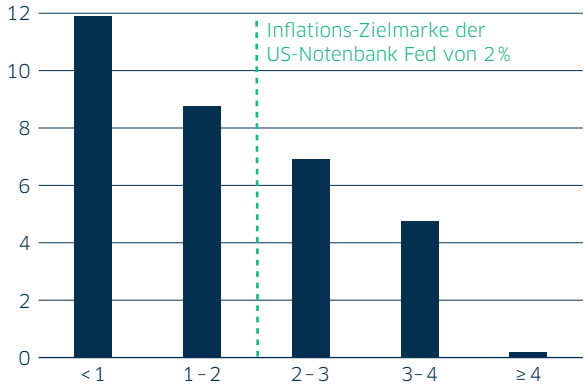
»Die US-Inflationsrate dürfte 2022 zwar fallen, aber deutlich über dem Fed-Inflationsziel von 2 % verbleiben.«

Dirk Chlench, Senior Economist

Bei alledem ist die erhöhte Inflation nicht ausschließlich auf Sonderfaktoren zurückzuführen. Verwiesen sei auf den Konsumentenpreisindex »Trimmed-Mean CPI«, ermittelt von der Federal Reserve Bank of Cleveland. In diesen fließen die jeweils größten und niedrigsten Preisveränderungen nicht ein. Diese Inflationsmesszahl soll der Idee nach den »unterliegenden« Preisdruck abbilden. Am aktuellen Rand werden für diese Zeitreihe immerhin 3,2 % gemeldet – gleichfalls höher als die 2 % in der Jahresrate, welche die US-Notenbank anstrebt.

Inflationstreibend kommt hinzu, dass die US-Wirtschaftsleistung im kommenden Jahr mit den erwähnten 4,5 % erneut stärker zulegen dürfte als das Potenzial. Die langfristige »Reisegeschwindigkeit« der Vereinigten Staaten verorten wir bei 1,6 % pro Jahr. Angesichts der aktuellen Wachstumsaussichten dürfte sich der Auslastungsgrad der insgesamt zur Verfügung stehenden

Reale Kursentwicklung des S&P 500 (in %).



Kursentwicklung des S&P 500, real über 12 Monate, untergliedert in Abhängigkeit von der vorherigen Inflation

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Kapazitäten der US-Unternehmen weiter erhöhen. Dabei gingen in der Vergangenheit Phasen einer Überauslastung mit einem beschleunigten Preisauftrieb einher.

Die Anzahl der Beschäftigten lag in den Vereinigten Staaten zuletzt zwar noch immer um rund fünf Millionen unter ihrem Vorkrisenniveau, gleichwohl klagen viele Unternehmer darüber, keine geeigneten Arbeitnehmer zu finden. Viele Ältere scheinen die Pandemie zum Anlass genommen zu haben, aus dem Erwerbsleben auszuscheiden. So trug wohl die jüngste Hausse am Aktienmarkt dazu bei, dass Aktienbestände, angespart für die Altersvorsorge, über Erwarten anwuchsen, was den Schritt ins Rentnerdasein erleichtert haben dürfte.

Die Knappheit am Arbeitsmarkt macht sich in höheren Lohnzuwächsen bemerkbar, insbesondere im Niedriglohnsektor. Unterstützung bekommt die Arbeitnehmerschaft aus Washington. Die neue US-Administration hat sich der Aufgabe verschrieben, die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer zu stärken, und hierfür schon verschiedene Initiativen gestartet. Die Unternehmensseite versucht derweil, höhere Lohnkosten mittels höherer Absatzpreise auf die jeweiligen Abnehmer überzuwälzen: Eine Lohn-/Preis-Spirale zeichnet sich ab – sehr früh im Konjunkturzyklus.

In einer Gesamtschau wird die US-Inflationsrate nach unserer Prognose zwar von 4,4 % im Jahr 2021 auf 3,5 % im Jahr 2022 zurückgehen, gleichwohl bleibt sie damit erhöht und über dem Inflationsziel der US-Notenbank.

02.3 Asien

Gemischtes Bild bei positiver Tendenz.

- Chinas Wachstum wird sich voraussichtlich deutlich verlangsamen
- Japans Wirtschaft wird 2022 nur unterdurchschnittlich zulegen
- Ostasien dürfte auch 2022 die wachstumsstärkste Region der Welt sein

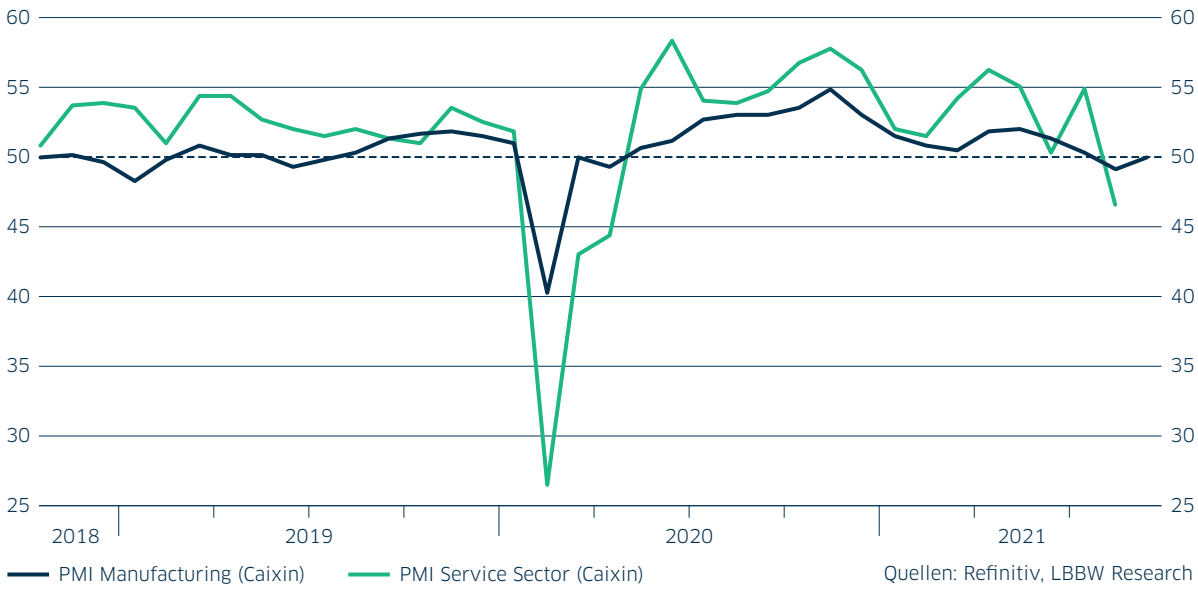
Matthias Krieger

Volksrepublik China.

Die Volksrepublik hatte als erstes Land die Auswirkungen der Corona-Pandemie zu spüren bekommen und schwenkte dann als erstes wieder auf Wachstumskurs ein. Aktuell stottert der Wirtschaftsmotor der größten Volkswirtschaft Asiens, was auf ein ganzes Bündel an Ursachen zurückzuführen ist. So wirken rigide Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Delta-Variante belastend. Aus Furcht vor einem erneuten flächendeckenden Ausbruch der Pandemie fährt China eine extreme Eindämmungsstrategie. Selbst die Infektion eines einzigen Hafenarbeiters zog schon die zeitweise Schließung des größten Terminals eines der größten Containerhäfen der Welt nach sich. Das kompromisslose Vorgehen verursacht immer wieder Lieferprobleme, unter denen Unternehmen auf der ganzen Welt leiden. Daneben belasten Verschuldungsprobleme großer Land- und Immobilienentwickler (»Evergrande«), Überkapazitäten im Bausektor, eine hohe Verschuldung vieler Staatsunternehmen sowie eine Regulierungsoffensive der Regierung. Vor diesem Hintergrund fielen in China zuletzt sowohl der PMI für die Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes als auch der des Dienstleistungssektors unter die kritische Marke von 50 Punkten. Eine wirtschaftliche Abschwächung steht dem »Reich der Mitte« ins Haus.

Ein Dauerproblem bleibt die exorbitante Verschuldung diverser, meist unter staatlicher Einflussnahme stehender Unternehmen. Um die

China: Indizes für die Stimmung unter den Einkaufsmanagern im Verarbeitenden Gewerbe und unter Dienstleistern (Caixin).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Konjunktur anzukurbeln, wurden staatsnahe Unternehmen über viele Jahre zu Investitionen angehalten, so im Bausektor, und dabei von den staatlichen Banken großzügig mit Krediten versorgt. Die oft wenig rentablen Engagements rächen sich nun in Form eines zunehmenden Überschuldungsrisikos. Um Dominoeffekte zu verhindern, wird der Staat hier immer wieder tief in die Tasche greifen. Dabei dürfte inzwischen klar sein, dass dieser zukünftig nicht alle Unternehmensgläubiger kompensieren wird. Dies treibt die Risikoprämien für Unternehmenskredite nach oben, was wachstumsdämpfend wirkt. Die Potenzialwachstumsrate der chinesischen Wirtschaft wird vor diesem Hintergrund weiter fallen. Nach 7,5 % im zu Ende gehenden Jahr sehen wir für 2022 einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 5,0 % – Tendenz weiter fallend.

Mit Blick auf ein gestiegenes Pro-Kopf-Einkommen in China bleibt der Markt des Landes, auch bei einem geringeren Wachstum von Jahr zu Jahr, einer der bedeutendsten Treiber der Weltwirtschaft.

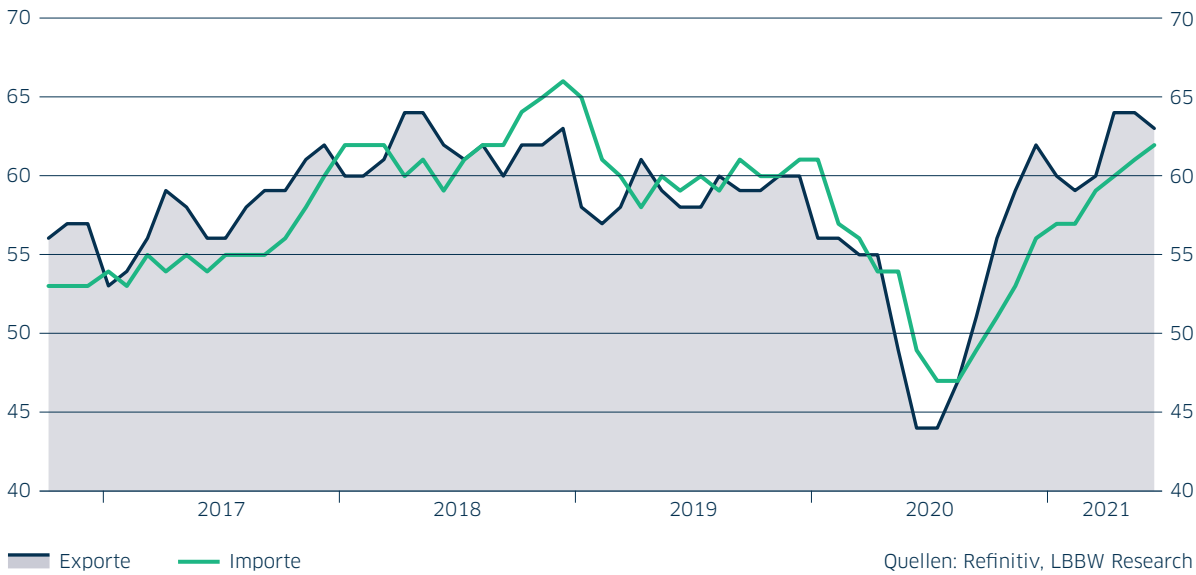
»Die Potenzialwachstumsrate Chinas dürfte tendenziell weiter fallen und sich in wenigen Jahren nahe 4 % einfinden.«

Matthias Krieger, Senior Economist

Japan

Auch in Japan liefen die Zahlen zu den Corona-Infektionen zeitweise aus dem Ruder. Vor dem Hintergrund einer extrem ansteckenden Delta-Variante litt das Land dann unter einer nur zäh vorankommenden Impfkampagne. Dies kostete am Ende Premier Yoshihide Suga sein Amt. Nachfolger Fumio Kishida verspricht nun, was alle neuen Regierungschefs in Japan versprechen: nebulöse Reformen und – natürlich – ein neues Konjunkturprogramm. Insofern steht Kishida für Kontinuität. Ob er neue Impulse bringen wird, bleibt abzuwarten. Der private Konsum erholt sich derweil eher anämisch. Auch lässt die Investitionstätigkeit der Unternehmen zu wünschen übrig. Immerhin verzeichnet der Außenhandel wieder Zuwächse: Sowohl die Exporte als auch die Importe lagen zuletzt etwas über den Vergleichswerten aus der Zeit »vor Corona«.

Japan: Exporte und Importe (gleitender Dreimonats-Durchschnitt in Mrd. US-Dollar).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

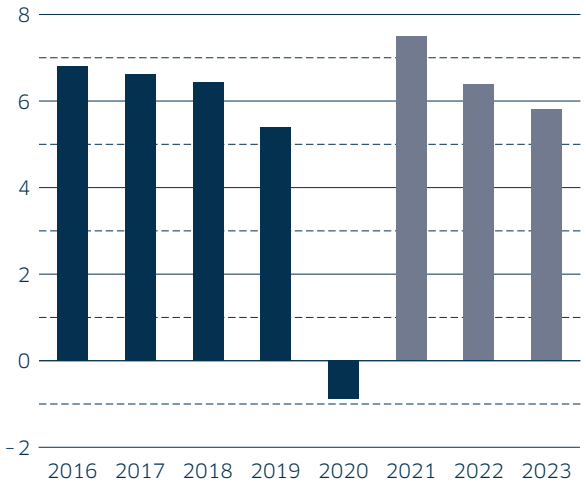
Inzwischen treibt die Regierung die Impfkampagne mit Elan voran. Mittlerweile sind über 70 % der Bevölkerung vollständig geimpft. Höhere Impfquoten als in Europa oder in den Vereinigten Staaten zeichnen sich ab, was auch der Binnenkonjunktur Auftrieb verleihen sollte. Im Zuge einer weiteren weltwirtschaftlichen Erholung sollte bis dahin vor allem der Export die Konjunktur in Japan stützen. Wir rechnen für 2022 bei alledem mit einer im Vergleich zu anderen Industriestaaten eher unterdurchschnittlichen Expansion der Volkswirtschaft um 2,4 %.

»Developing Asia« und »Newly Industrialized Economies«.

Mit Blick auf die Wachstumsdynamik stellen die ostasiatischen Schwellenländer, mit und ohne China, zusammen mit den »Newly Industrialized Economies« (NIE) Südkorea, Taiwan und Singapur seit vielen Jahren ein wirtschaftliches Kraftzentrum der Welt dar. Derzeit läuft die Wirtschaft aber auch hier stellenweise unrund, was im Wesentlichen auf immer wieder aufbrechende Infektionscluster und einen Mangel an Impfstoffen zurückzuführen ist. Letztlich handelt es sich bei den meisten Staaten der Region um Schwellenländer, die nach wie vor Defizite in Bereichen wie dem Gesundheitswesen und der staatlichen Organisation und Verwaltung aufweisen. So drohen in Indien und in Indonesien nach wie vor Rückschläge infolge der Pandemie, solange die Impfquoten deutlich niedriger liegen als in den Industrieländern. Allerdings weisen die meisten Staaten hier eine relativ junge Bevölkerung auf, die i. d. R. besser mit dem Virus zurechtkommt. Auch macht eine zunehmende »Durchimpfung« in den Industriestaaten Kapazitäten frei für eine Ausweitung der Impfungen andernorts. Darüber hinaus versucht China, sich als Schutzmacht der Region zu gerieren, die großzügig die Nachbarstaaten mit Impfstoffen versorgt. Insgesamt gesehen ist in vielen Ländern der Region auch 2022 noch mit pandemiebedingten Rückschlägen bei der wirtschaftlichen Erholung zu rechnen. Belastend kommen Zulieferprobleme hinzu, so bei Halbleitern und Kohle.

Grundsätzlich dürfte »Developing Asia«, den Blick nach vorne geworfen, bald wieder zufriedenstellende Wachstumsraten buchen. Der Internationale Währungsfonds (IWF) rechnet für die kommenden Jahre mit Werten bei um die 6 % p. a.: deutlich über dem Durchschnitt der Weltwirtschaft. Staaten wie Taiwan, Südkorea und Singapur oder auch Malaysia und die Philippinen partizipieren aufgrund dort ansässiger Elektronikunternehmen vom Digitalisierungsboom rund um den Globus. Derweil dürfte eine weltweit anhaltend hohe Nachfrage nach Zulieferungen aller Art auch anderen, in der Regel gleichfalls stark in die internationalen Wertschöpfungsketten eingebundenen Ländern der Region zugutekommen.

»Developing Asia«: Wirtschaftsleistung sowie zugehörige IWF-Prognosen (BIP, Veränderung in % Y–Y).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Die neue Megafreihandelszone **»Regional Comprehensive Economic Partnership« (RCEP)** wird hier zusätzliche Impulse liefern und die wirtschaftliche Integration der Region Asien/Pazifik vorantreiben. Zwar stellt das Abkommen eher eine Konsolidierung existierender bilateraler Freihandelsabkommen dar, sodass bei den Zöllen meist nur noch wenig Spielraum für weitere Senkungen besteht, dennoch wird es Profiteure geben, vor allem China, Japan und Südkorea. Diese konkurrieren mit europäischen und amerikanischen Unternehmen, verfügten bislang aber über keine Freihandelsabkommen untereinander. Die RCEP schafft nun einen Rahmen, innerhalb dessen zum Beispiel japanische und südkoreanische Unternehmen nahezu zollfrei nach China liefern können und umgekehrt. Der Druck auf europäische und amerikanische Konkurrenten steigt, sich noch mehr als bisher mit eigenen Produktionsstätten in Asien anzusiedeln, um Zollschranken unterlaufen und gegenüber japanischen, koreanischen und chinesischen Konkurrenten in der Region wettbewerbsfähig bleiben zu können. Diese Direktinvestitionen dürften vielen Staaten der Region zugutekommen.

02.4 Vereinigtes Königreich.

Erholung trotz leerer Supermarktregale.

- 2021 wahrscheinlich mit stärkster Expansion aller Industrieländer
- Explodierende Gaspreise treiben die Inflation an
- Bank of England im Zinserhöhungsmodus

Dirk Chlench

Noch 2020 war die Wirtschaftsleistung des Vereinigten Königreichs um rund 10 % eingebrochen: stärker als in jedem anderen Industrieland. 2021 schickt sich der Inselstaat nun an, zum Wachstumsspitzenreiter zu avancieren. Zwar schrumpfte die britische Wirtschaft im ersten Quartal erneut, dann aber setzte eine schrittweise Lockerung der Corona-Restriktionen im zweiten Quartal aufgestaute Nachfrage frei. Die Wirtschaftsleistung legte gegenüber dem Vorquartal um sage und schreibe 5,5 % zu.

Das Tempo setzte sich in der zweiten Jahreshälfte nicht in der gesehenen Art fort. Allein schon vielfältige Lieferschwierigkeiten streuten erheblich Sand ins Getriebe; die Bilder leerer Supermarktregale, nicht zuletzt Folge eines Mangels an Lkw-Fahrern, geben ein illustres Beispiel. Gleichwohl dürfte die britische Wirtschaftsleistung das Gesamtjahr 2021 mit einer Veränderungsrate von 6,4 % gegenüber dem Vorjahr abschließen: stärker als in allen anderen Industriestaaten.

2022 sollte die Erholung der britischen Wirtschaft weitergehen. Die Auftriebskräfte sind ähnlich gelagert wie andernorts: eine Übersparnis der Verbraucher aufgrund eines coronabedingt zurückgestauten Konsums, steigende Preise für Wohnimmobilien, eine Hausse am Aktienmarkt sowie leergefegte Lager der Unternehmen. Im Fall des Vereinigten Königreichs kommt eine bis Ende 2023 befristete Verbesserung der Abschreibungsbedingungen als Impuls für eine verstärkte Investitionstätigkeit hinzu. Dem steht das Risiko entgegen, dass die britische Wirtschaft aufgrund des Brexits die weltweit bestehenden Lieferkettenprobleme langsamer überwindet als vergleichbare Länder. In der Gesamtschau dürfte die britische Wirtschaft im Jahr 2022 mit einer Rate von 4,0 % zulegen.

Die Konsumentenpreise stiegen zuletzt mit einer Rate von mehr als 3 % im Vergleich zum Vorjahresmonat an. Speziell angesichts emporschießender Notierungen für Gas stehen für die kommenden Monate Werte oberhalb von 4 % ins Haus. Zusätzlichen Preisaufwärtsdruck übt ein starker Anstieg der Löhne aus. Im April 2022 wird des Weiteren ein geplanter Zuschlag zur Sozialversicherung die Unternehmen belasten. Nach unserer Prognose wird die britische Inflationsrate im Jahr 2022 auf 3,5 % ansteigen; noch 2020 standen lediglich 0,9 % zu Buche. Wir gehen davon aus, dass die Notenbank bis Jahresende 2022 ihren Leitzins auf 0,75 % heraufsetzen wird.

02.5 Schweiz

Solide Erholung schreitet voran.

- Schweizer Wirtschaft kommt glimpflich durch die Krise
- Pharmaindustrie als Stütze
- Vorkrisenniveau bei Wirtschaftsleistung bereits 2021 wieder erreicht

Dr. Katja Müller

Unaufgeregte Erholung.

Die Schweizer Wirtschaft war 2020 weniger stark eingebrochen als zunächst befürchtet. Zwar schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) coronabedingt um 2,5 %; dieser Rückgang lag aber niedriger als in den meisten anderen Industrieländern. Entsprechend geringer fällt das Aufholpotenzial aus. Eine wertvolle Konjunkturstütze stellte die gewichtige chemisch-pharmazeutische Industrie dar. Im Frühjahrsquartal 2021 kletterte deren Wertschöpfung gut 9 % über das Vorkrisenniveau. Im Zuge erlassener Corona-Lockerungen legte auch der Dienstleistungssektor und hier insbesondere das Gastgewerbe wieder zu. Positiv wirkten sich zudem die Fußball-EM und die Olympischen Sommerspiele aus; regelmäßig hat die Buchung von Lizenzeinnahmen für solche Großereignisse durch die in der Schweiz ansässigen großen Sportverbände nennenswerten Einfluss auf das BIP. Bereits im zweiten Halbjahr 2021 dürfte die Schweizer Wirtschaftsleistung wieder das Niveau aus der Zeit unmittelbar vor Ausbruch der Corona-Krise erreicht haben. Allerdings kann sich die eidgenössische Wirtschaft nicht den derzeitigen Problemen hinsichtlich Liefer- und Materialengpässen entziehen. Für das Gesamtjahr 2021 rechnen wir mit einem BIP-Zuwachs von 3,2 %.

Aufholeffekte beim privaten Konsum und bei den Investitionen dürften die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weiter prägen. Auch sollte die globale Konjunkturerholung die Exporte stützen. Einen positiven Sondereffekt auf den BIP-Zuwachs mag zudem die Fußball-WM 2022 haben. Für das anstehende Jahr rechnen wir mit einer etwas schwächeren Zunahme der Wirtschaftsleistung als 2021. Unsere Prognose für den BIP-Zuwachs 2022 lautet auf 2,9 %.

Im Frühjahr 2021 ließ die Schweiz das Rahmenabkommen mit der EU platzen. Dieser Vertrag sollte den Beziehungen zwischen den beiden Wirtschaftsräumen einen institutionellen Rahmen geben. Bislang sind diese Beziehungen über ein Geflecht bilateraler Verträge geregelt, das der Schweiz weitgehenden Zugang zum Binnenmarkt der EU gewährt und umgekehrt. Kurzfristig hat das Aus für das Rahmenabkommen für die Schweiz keine gravierenden Folgen. Allerdings drohen mittel- bis langfristig Probleme, da die bestehenden Verträge veralten und nachverhandelt werden müssen.

SNB hält Kurs.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) bleibt unbeirrt bei ihrem Kurs einer ultraexpansiven Geldpolitik. Der Leitzins verharrt seit 2015 bei rekordtiefen –0,75 %. Im Fokus der SNB steht nach wie vor der Schweizer Franken, den die Währungshüter als »hoch bewertet« ansehen. Auch im laufenden Jahr machte die Notenbank von der Möglichkeit Gebrauch, die eigene Währung durch Devisenmarktinterventionen zu schwächen. Die Verbraucherpreise ziehen zwar in der Schweiz derzeit an, aber die Teuerung liegt deutlich niedriger als im Euroraum oder in den USA. Die SNB blickt derzeit gelassen auf die Inflationsentwicklung und dürfte der EZB und der Federal Reserve den Vortritt bei Zinserhöhungen lassen.

Mit erhöhter Aufmerksamkeit beobachten die Schweizer Währungshüter aktuell den Immobilienmarkt. Hier sehen sie zunehmende Verwundbarkeit. Laut LBBW Hauspreisindikator lag die Überbewertung des Schweizer Immobilienmarktes im ersten Quartal 2021 mit gut 24 % um fast zehn Prozentpunkte höher als noch zwei Jahre zuvor.

02.6 Euroraum

Lieferengpässe hemmen den Aufschwung – auch 2022?

- Lagerbestände vielfach auf jeweiligem Rekordtief
- Gesamtwirtschaftliche Leistung dürfte auch 2022 kräftig zulegen
- Preisdruck sollte im kommenden Jahr ganz allmählich abflauen

Dr. Jens-Oliver Niklasch

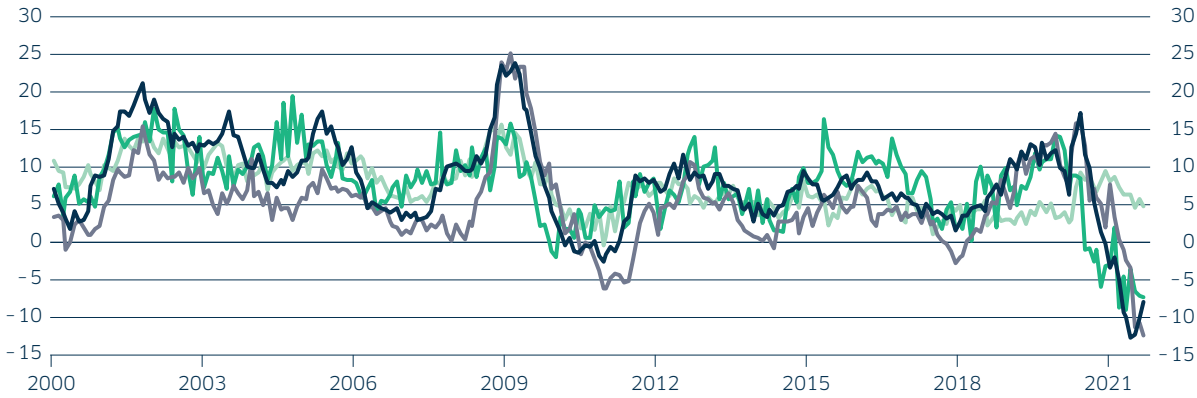
Lieferengpässe: Zusammentreffen vieler misslicher Umstände.

Lieferengpässe sind derzeit in aller Munde: das lange nicht gekannte Phänomen eines breitflächigen Defizits beim Angebot vieler Güter. Gleich mehrere Faktoren spielen hier hinein: Produktionsausfälle, verursacht durch Brände oder Stromausfälle in wichtigen Fertigungsstätten in Asien; Werkschließungen im Zuge diverser coronabedingter Lockdowns; logistische Hindernisse, sei es im Suezkanal, sei es durch Hafenschließungen in China angesichts lokaler Pandemieausbrüche. Gepaart ist all dies mit Nachfragespitzen im globalen Rahmen, nicht zuletzt durch Aufholeffekte im Zuge coronabedingt zurückgestauter Konsumausgaben und Investitionen.

Die monatliche Umfrage der EU-Kommission zu den Lagerbeständen der Unternehmen förderte jüngst überwiegend niedrige Zahlen zu den Beständen an Vorleistungen, Kapitalgütern und Gebrauchsgütern zutage; Verbrauchsgüter sind bislang in ausreichender Menge vorrätig. In diesem Zusammenhang sprach die Welthandelsorganisation zuletzt von Zeichen einer Entspannung. Demgegenüber könnte es im wichtigen Halbleiterbereich noch längere Zeit Lieferschwierigkeiten geben, möglicherweise über das Jahr 2022 hinaus.

Bei alledem erwarten wir, dass im neuen Jahr ein großer Teil der derzeit aufgelaufenen Aufträge abgearbeitet wird. Dies trifft 2022 auf einen anhaltenden, wenn auch nachlassenden Rückenwind durch die Geld- und Fiskalpolitik sowie auf einen großen statistischen Überhang von knapp zwei Prozentpunkten. In der Summe tun wir uns leicht damit, für den Euroraum sowohl für 2021 als auch für 2022 eine Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts von gut fünf Prozent zu prognostizieren.

Europäische Union: Saldo der Einschätzung zu den Lagerbeständen der Unternehmen (Monatswerte, saisonbereinigt).



Hinweis: Negative Werte geben unzureichende oder knappe Bestände an.

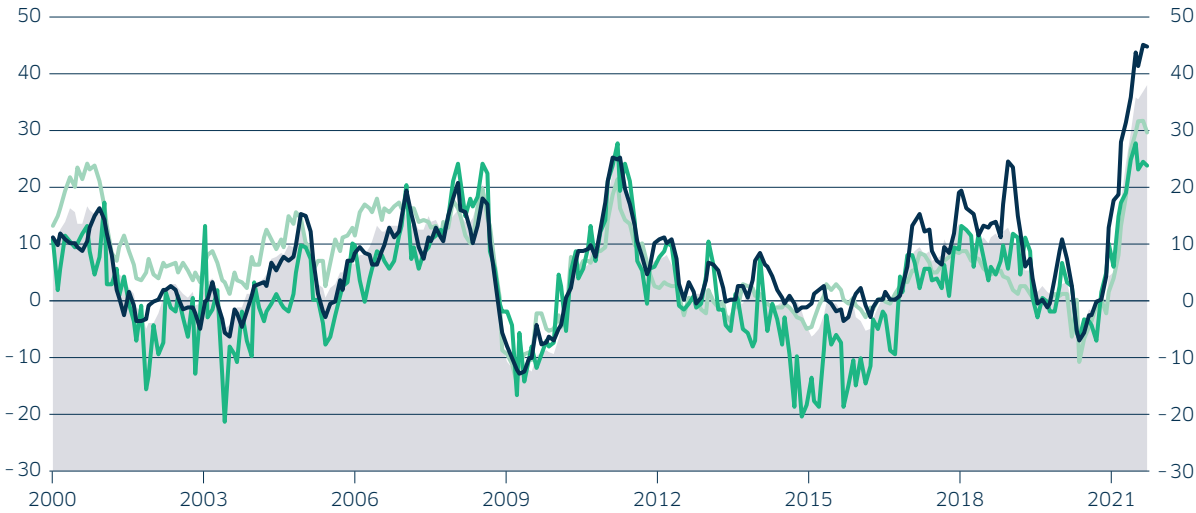
Vorleistungen | Kapitalgüter | Gebrauchsgüter | Verbrauchsgüter

Quellen:
Refinitiv, LBBW Research

»Die monatliche Umfrage der EU-Kommission zu den Lagerbeständen der Unternehmen zeigt, dass diese überwiegend knappe oder unzureichende Bestände an Vorleistungen, Kapitalgütern und Gebrauchsgütern haben.«

Dr. Jens-Oliver Niklasch, Senior Economist

Euroraum: Saldo der Erwartungen zu den Verkaufspreisen der Unternehmen (Monatswerte, saisonbereinigt).



Hinweis: Positive Werte zeigen die Erwartung steigender Absatzpreise an

Euroraum — Deutschland — Frankreich — Italien

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Inflation 2022: die große Unbekannte.

Die große Unbekannte in den Rechnungen ist die Inflation. Per Oktober 2021 zog die Inflationsrate im Euroraum auf 4,1 % an: ein Wert, der zuvor letztmalig 2008, im Umfeld der Weltfinanzkrise, erreicht worden war. Auf eine mittlere Frist sehen wir kein nennenswertes Abflauen des Drucks. Gemäß Umfragen der EU-Kommission planen saldiert nahezu 40 % der Unternehmen im Euroraum, ihre Absatzpreise zu erhöhen; in Deutschland sind es rund 45 %.

Erholt sich die Konjunktur erwartungsgemäß vom Corona-Schock, dürfte der Spielraum der Unternehmen, höhere Einstandspreise an die jeweilige Abnehmerschar überzuwälzen, weiter steigen. Für einen kurzfristigen Rückgang der Inflation sprechen indes ebenfalls gewichtige Argumente. In Deutschland fallen Anfang 2022, rechnerisch, die Effekte aus der Rückerhöhung der Mehrwertsteuersätze weg: eine Entlastung, für sich genommen, von einem halben Prozentpunkt. Überdies sollten ab Jahresbeginn, verstärkt dann ab dem Frühjahr, Basiseffekte aus starken Preissprüngen der Vergangenheit bei Energie winken. Beides zusammen dürfte zu einem leichten Rückgang der Inflation im Euroraum von 2,5 % im Jahr 2021 auf 2,4 % im Folgejahr führen. Dabei sollten in der ersten Jahreshälfte noch relativ hohe Inflationsraten dominieren.

Das Risiko für unsere Inflationsprognose liegt gleichwohl auf der Oberseite. Die Löhne und Gehälter sind erwacht; die Energiepreise haben sich noch nicht wieder beruhigt; die Pläne der EU-Kommission für einen »Green Deal« sprechen für eine Verteuerung des CO_2-Preises. Alles in allem erwarten wir auf mittlere Frist Inflationsraten oberhalb der Niveaus aus der Zeit zwischen Ausbruch der EWU-Schuldenkrise und Beginn der Corona-Pandemie.

02.7 Deutschland

Zeitenwende voraus?

- Inflation so hoch wie seit drei Jahrzehnten nicht mehr; Rückgang zeichnet sich ab
- Chipmangel bremst die Industrie
- Nachholeffekte und statistischer Überhang prägen Ausweis der Wirtschaftsleistung

Dr. Jens-Oliver Niklasch

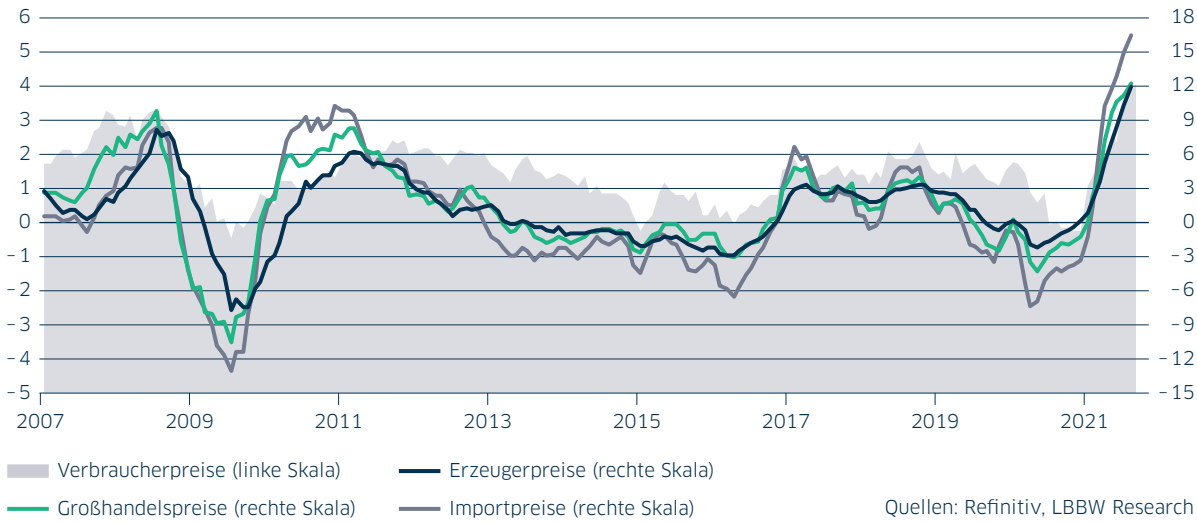
Deutschland 2022: Vieles wird sich ändern.

Im neuen Jahr wird vieles anders. Nach 16 Jahren Amtszeit tritt in Deutschland Bundeskanzlerin Angela Merkel ab. Eine neue Bundesregierung ist am Zug; sie wird viel Wert auf die Nachhaltigkeit legen.

Anders werden muss es auch in Sachen Inflation. Im ablaufenden Jahr legte deren Rate per Oktober auf ungewohnt hohe 4,5 % zu. Sonderfaktoren spielten eine Rolle: Mehrwertsteuer, Energiepreise. Wer in der Zeitreihe vergleichbare Größenordnungen wie gegenwärtig sucht, muss in die Boom-Zeit nach der deutschen Wiedervereinigung zurückgehen.

Bei alledem befindet sich die deutsche Wirtschaft nicht in einem Boom. Durch Effekte der Pandemie sind die Zuwachsraten der Wirtschaftsleistung nach oben verzerrt, die Kapazitäten unterausgelastet. Das Wort »Stagflation« macht die Runde: eine Kombination aus Inflation und schwachem Wachstum. Bei Licht besehen, ist der Auftragsbestand der Unternehmen ungewöhnlich hoch; ein Boom zum Aufholen der Pandemieverluste wäre in greifbarer Nähe. Doch eine Kombination ungünstiger Umstände führt zu einem Produktionsstau; so bremsen Engpässe an Vorleistungen, insbesondere Mikrochips, die Produktion namentlich in der Automobilindustrie. Zugleich erscheint das Risiko als real, dass bei Fortdauer der Hemmnisse zumindest eine stagflationsähnliche Situation eintritt. Setzen die Beschäftigten unter den aktuell gegebenen Vorzeichen überdurchschnittliche Lohnerhöhungen durch, könnten die Unternehmen versucht sein, diese steigenden Kosten auf ihre Kunden abzuwälzen: Eine Lohn-Preis-Spirale käme in Gang. Auslöser einer solchen Entwicklung könnte beispielsweise eine

Ausgewählte Preisindizes (Veränderung in % Y-Y; Monatswerte).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

»Man muss bis in die Boom-Zeit nach der deutschen Wiedervereinigung zurückgehen, um für Deutschland ähnlich hohe Inflationsraten wie derzeit zu finden.«

Dr. Jens-Oliver Niklasch, Senior Economist

derzeit diskutierte, deutliche Anhebung des Mindestlohns sein, wenn diese Lohndruck auf die darüberliegenden Gehaltsgruppen auslöste.

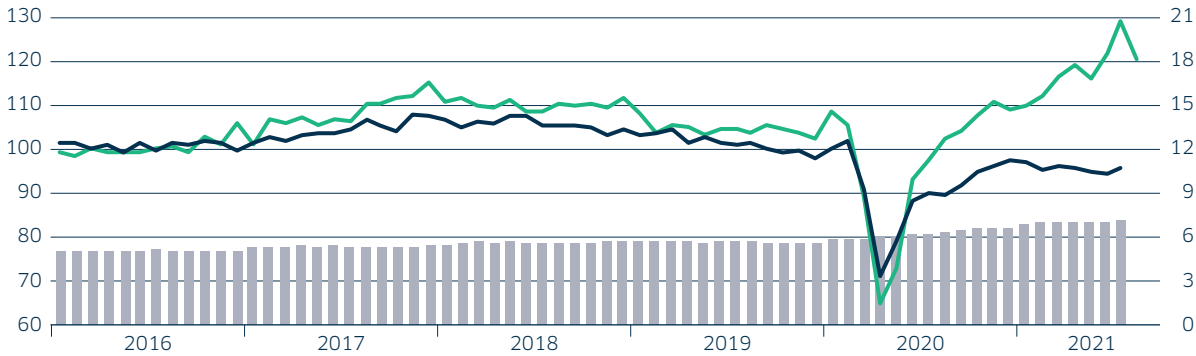
Zugegeben: Der Zusammenhang von Mindestlöhnen und Inflation ist mitnichten eindeutig. Statt Inflation kann eine Mindestlohnerhöhung auch zu steigender Arbeitslosigkeit oder zu einer Kombination aus beidem führen. Das Mindestlohngesetz gilt in Deutschland seit 2015. Bislang liegen nicht genug Erfahrungswerte vor, um hier brauchbare Prognosen abzugeben.

Die Lohnstückkosten sind seit Beginn der Pandemie zwar im Schnitt um rund 3% zum jeweiligen Vorjahresvergleichszeitraum gestiegen: stärker als mit dem Inflationsziel der EZB von 2% vereinbar. Allerdings liegt dies auch an Produktionsschwankungen im Takt der coronabedingten Lockdowns. Im zweiten Quartal 2021 stieg die Wirtschaftsleistung um 1,6% zum Vorquartal; die Lohnstückkosten legten mit 0,5% zum Vorjahreszeitraum nur geringfügig zu. Alles in allem erwarten wir keine nennenswerten Zweitrundeneffekte. Wir sehen für Deutschland einen Rückgang der Inflation nach 3,1% im laufenden Jahr auf 2,6% im Jahr 2022.

Realwirtschaft: Angebotsengpässe weichen zurück.

Der Eingang der monatlichen Neuaufträge verlief im Verarbeitenden Gewerbe bis einschließlich Juni rege und erreichte Werte weit oberhalb der Vor-Pandemie-Niveaus. Im August gab es einen herben Rückschlag, der für sich genommen nicht viel aussagte. Bei alledem hinkt die Produktion hinterher; die Niveaus aus der Zeit vor Ausbruch der Pandemie hat sie noch nicht wieder erreicht: Indiz für den inzwischen oft beklagten Mangel an Material. Unter der Annahme, dass ein Großteil der Rückstände im kommenden Jahr abgearbeitet werden kann, sowie angesichts eines hohen statistischen Überhangs von vermutlich rund 2% erwarten wir für 2022 eine Zunahme der Wirtschaftsleistung um hohe 5,0% zum Vorjahr. Hierbei sind wir uns bewusst, in einem gewissen Ausmaß dem Prinzip »Hoffnung« Raum zu geben. Die Anzahl der Erwerbstätigen dürfte 2022 zwar zunehmen, aber das Vorkrisenniveau noch nicht wieder ganz erreichen. Ende 2019 lag die Anzahl der Erwerbstätigen bei 45,2 Mio.; zur Jahresmitte 2021 waren es 44,6 Mio.

Verarbeitendes Gewerbe: Produktion und Auftragsbestand sowie dessen Reichweite (Monatswerte).



Produktion im Produzierenden Gewerbe ohne Bau und Energie (linke Skala, indexiert, Jahresmitte 2015 = 100)

Auftragseingang Verarbeitendes Gewerbe (linke Skala, indexiert, Jahresmitte 2015 = 100)

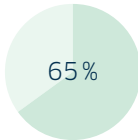
Reichweite in Produktionsmonaten (rechte Skala)

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

02.8 Wirtschaftsentwicklung: unsere Szenarien.

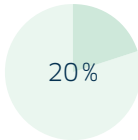
Dr. Jens-Oliver Niklasch

Hauptszenario: Inflation und solides Wachstum. 65 %



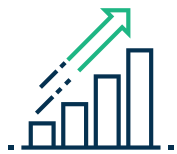
In unserem Hauptszenario bleibt die Corona-Pandemie alles in allem beherrschbar und die Weltwirtschaft auf einem soliden Wachstumspfad. Zwar ist aus den Vereinigten Staaten auf Sicht mit geringerem Rückenwind zu rechnen, sobald die Fed ihre Anleihekäufe zurückfährt und gegen Jahresende 2022 ihre Leitzinsen anhebt. Die EZB steht aber länger auf dem Gaspedal. Überdies bleibt die Fiskalpolitik im Boot: Ausgabenprogramme greifen auch 2022. Inflation ist zwar auch 2022 ein Thema, verliert aber, zumindest in Europa, in der zweiten Jahreshälfte an Brisanz. Für die Vereinigten Staaten sehen wir ein nur mäßiges Abflauen des Preisdrucks, speziell mit Blick auf einen dort angespannteren Arbeitsmarkt. In diesem Szenario erwarten wir moderat steigende Zinsen und weiter freundliche Aktienmärkte.

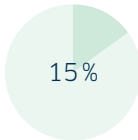
Risikoszenario: mehr Inflation, weniger Wachstum. 20 %



In diesem Szenario nimmt der Inflationsdruck weiter erheblich zu, nicht zuletzt gespeist aus erneut steigenden Energiepreisen und Zweitrundeneffekten. Eine Lohn-Preis-Spirale kommt in Gang, die eine entschiedene Reaktion der Geldpolitik provoziert. Steigende Zinsen ziehen, angesichts hoher Schuldenstände im staatlichen wie im privaten Sektor, ein »Deleveraging« und einen spürbaren Rückgang der realen Güternachfrage nach sich. Die Renditen klettern vorübergehend erheblich; die Aktienkurse geben deutlich nach.

Optimistisches Szenario: Wachstum, wenig Inflation. 15 %





Dieses Szenario setzt bei der Erfahrung aus der Corona-Pandemie an, dass das globale Wirtschaftssystem tatsächlich sehr anpassungsfähig ist. Die Industriestaaten ernten die Früchte einer beschleunigten Digitalisierung. Auch steigen die Potenzialwachstumsraten über das jeweilige Vor-Pandemie-Niveau, was die zunehmenden demografischen Kosten nennenswert kompensiert. In den Emerging Markets sorgen umfassende Impfungen für ein Ende breit angelegter Lockdowns. Die Inflationsrate in den Industrieländern fällt in den »Wohlfühlbereich« der Notenbanken zurück. Die Renditen steigen nur moderat und verträglich; die Aktienmärkte erleben eine spannungsfreie Hausse.

03 Kalender

Winter 2022

Januar	Präsidentschaftswahl in Italien
26. Januar	FOMC-Sitzung
03. Februar	EZB-Zinsentscheid
04. Februar	Eröffnung Olympische Winterspiele in Peking (bis 20. Februar)
10. März	EZB-Zinsentscheid
16. März	FOMC-Sitzung
27. März	Landtagswahlen im Saarland
Ende März	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs

Frühling 2022

Frühjahr	Parlamentswahlen in Ungarn
10. April	Präsidentschaftswahlen in Frankreich (2. Runde am 24. April)
14. April	EZB-Zinsentscheid
04. Mai	FOMC-Sitzung
08. Mai	Landtagswahlen in Schleswig-Holstein
15. Mai	Landtagswahlen in Nordrhein-Westfalen
09. Juni	EZB-Zinsentscheid
15. Juni	FOMC-Sitzung
Ende Juni	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs

Alle Angaben unter Vorbehalt und ohne Gewähr.

Sommer 2022

21. Juli	EZB-Zinsentscheid
27. Juli	FOMC-Sitzung
08. September	EZB-Zinsentscheid
11. September	Parlamentswahlen in Schweden
21. September	FOMC-Sitzung

Herbst 2022

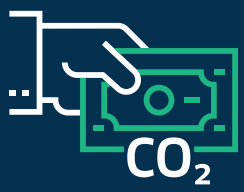
Herbst	G20-Gipfel auf Bali (Indonesien)
Herbst	Landtagswahlen in Niedersachsen
Oktober	20. Parteitag der chinesischen KP
02. Oktober	Präsidentschaftswahlen in Brasilien
27. Oktober	EZB-Zinsentscheid
Ende Oktober	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs
02. November	FOMC-Sitzung
08. November	US-Halbzeitwahlen zu Repräsentantenhaus und Senat
21. November	Eröffnung Fußball-WM in Katar (bis 18. Dezember)
14. Dezember	FOMC-Sitzung
15. Dezember	EZB-Zinsentscheid
Mitte Dezember	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs

04

Spezialthemen

Spezialthemen

Nachhaltigkeit: das Thema der Stunde! Nachhaltigkeit meint, einen Prozess von dessen Ende und von dessen Ergebnissen her zu durchdenken. Nachhaltigkeit im Großen, so im »European Green Deal« der EU-Kommission, und Nachhaltigkeit im Kleinen, so im Trend der Gesellschaft in Richtung einer immer gesünderen Lebensführung: Wir beleuchten im Folgenden die Nachhaltigkeit an drei konkreten Themenstellungen nebst zugehöriger Handlungsempfehlungen.



5 Bio. Euro

Von der Kreditanstalt für Wiederaufbau veranschlagte Summe, die notwendig ist, um Deutschland bis zum Jahr 2045 klimaneutral zu machen.

04.1 Die Inflation ist da.

Was nun? Was tun?

Antje Laschewski

Inflationsrate steigt und steigt.

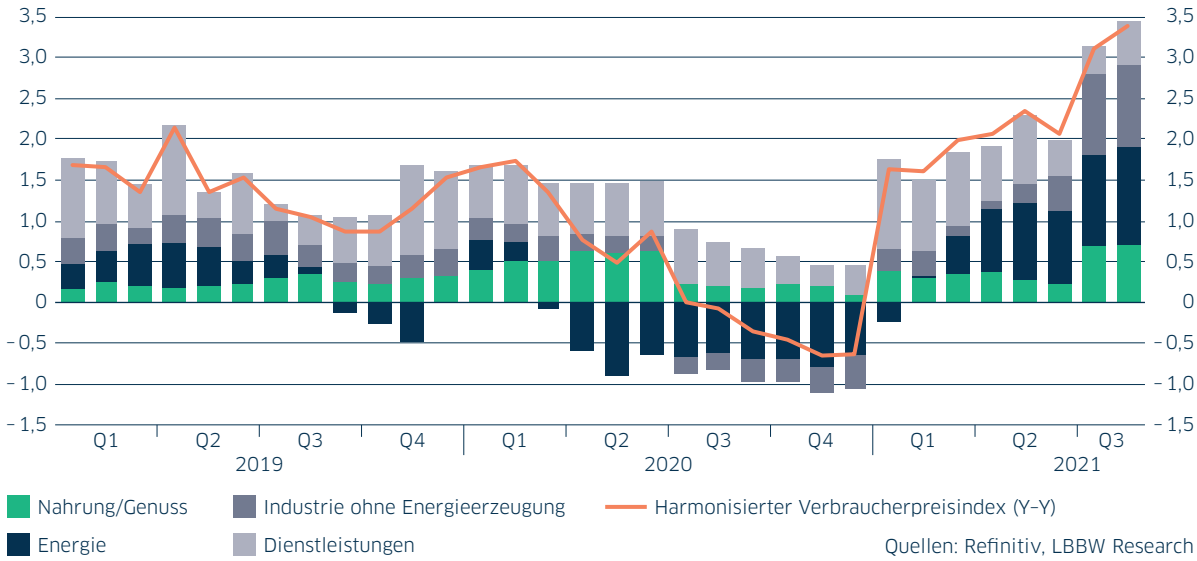
Die Inflationsraten klettern aktuell Monat für Monat. Prognosen werden zunehmend hinterfragt. Der zuletzt kräftige Preisdruck ist vor allem merklich erhöhten Energiepreisen geschuldet. Gleichzeitig kommt ein Basiseffekt zum Tragen, da beispielsweise die Rohölpreise im Vorjahreszeitraum mit Ausbruch der Corona-Krise wegen geringer Nachfrage eingebrochen waren. Speziell in Deutschland sind seit Januar 25 Euro je Tonne Kohlendioxid fällig. Ein weiterer Basiseffekt entsteht durch die Rücknahme der temporären Mehrwertsteuerabsenkung. Bei alledem machen sich jüngst auch Lieferengpässe bemerkbar. So klagen rund 70% der deutschen Industrieunternehmen über Materialmangel, insbesondere im Halbleiterbereich. Auch treiben Containerengpässe die Frachtkosten und damit die Inflation nach oben.

Die EZB geht davon aus, dass sich die Inflationsrate auf 1,7% abschwächen wird; für 2023 werden 1,5% erwartet. Wir sehen durchaus auch Aufwärtsrisiken. So entfällt der preisdrückende Effekt aus China importierter Waren zunehmend. Zudem könnte eine lohninduzierte Inflation drohen, wenn der Lohndruck zunimmt, so mittels höherer Mindestlöhne, speziell in Deutschland, oder im Zuge der anstehenden Tarifrunden. Solange die Löhne, wie in den vergangenen Jahren, zwischen 2% und 3% zulegen und das Produktivitätswachstum bei ca. 1% liegt, ist all dies zunächst mit einer Inflationsrate von 2% gut zu vereinbaren.

Bei alledem gibt es Anlass zur Sorge vor langfristigen Inflationstreibern. Erwähnenswert in diesem Zusammenhang: der Trend zur Deglobalisierung, der die preisdämpfenden Effekte der internationalen Arbeitsteilung verringert. Nicht zu vernachlässigen ferner: gigantische Kosten der Dekarbonisierung über die kommenden Jahrzehnte. Mit in die Überlegung einzubeziehen ist darüber hinaus der demografische Wandel in fast allen Industrieländern und ein damit einhergehender Arbeitskräftemangel, der die Löhne nach oben treiben dürfte.

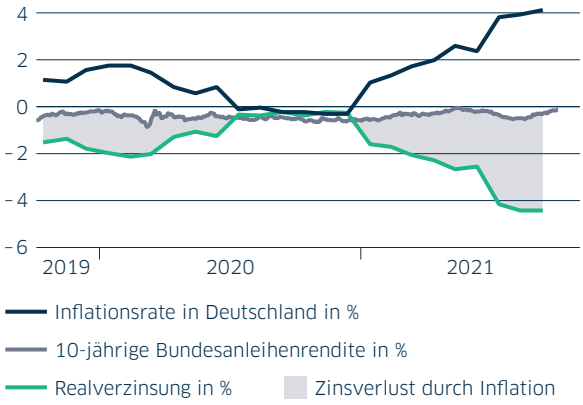
Zu nennen ist auch eine sprunghaft angestiegene Staatsverschuldung. Die Befürchtung: Die EZB ist bei weiter steigender Inflation nicht in

Inflationsrate und deren wesentliche Treiber (in %).



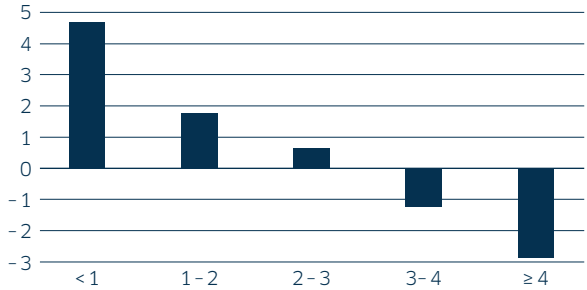
Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Realzinsfalle



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Inflation und zugehörige Entwicklung des Aktienindex S&P 500 (in %).



Hinweis: Durchschnittliche nominale Kursentwicklung des S&P-500-Index im Nachgang zu bestimmten Monaten, gegliedert nach der zugehörigen Inflationsrate.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

der Lage, die Zinsen hinreichend deutlich zu erhöhen, weil dann die Schuldenlast hochverschuldeter Euroraum-Mitgliedstaaten unfinanzierbar würde. Die EZB wird ihren Einlagesatz unserer Meinung nach noch für lange Zeit unverändert bei – 0,50 % belassen. Die Folge: Die Realzinsen – also: der Nominalzins minus Inflationsrate – bleiben negativ. Für Kreditnehmer, deren Schulden sich im Wert verringern, durchaus eine attraktive Situation; für Sparer mit Liquidität auf dem Girokonto bedeutet dies einen Kaufkraftverlust des Vermögens.

Depotcheck ist angesagt!

In dieser Gemengelage sollte jeder Anleger überprüfen, wie resistent sein Portfolio gegenüber steigenden Preisen aufgestellt ist. Dabei bieten Inflationsszenarien nicht nur Risiken, sondern auch Chancen. Beispiel Aktien: Zwar gelten hohe Inflationsraten gemeinhin eher als Gift für diese Assetklasse, aber diese Aussage verliert dann an Bedeutung, wenn sich die Inflation auf einem gemäßigten Niveau bewegt. Das zeigt eine Untersuchung des LBBW Research. Bewegt sich die Inflationsrate unterhalb bzw. an der Zielmarke der US-Notenbank von 2 %, dann entwickelte sich seit 1950 der US-Aktienmarkt in den hierauf folgenden 12 Monaten ordentlich. Bei Inflationsraten auf einem erhöhten Niveau wie derzeit zeigt sich allerdings eine schwache Performance.

Schutz vor Inflationsgefahren gibt auch »Betongold«. So sind die Mieten in den vergangenen Jahren recht stetig angestiegen. Auch weist der Trend bei den Immobilienpreisen recht konstant nach oben. Dass hier bald eine Blase platzt und die Preise deutlich fallen, erwarten wir nicht (siehe Abschnitt »Immobilien«). Indes: Selbst bei soliden Fundamentaldaten können Immobilienpreise sinken, wie etwa nach der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009. Ein Auslöser für eine rückläufige Nachfrage könnten steigende Zinsen sein.

Eine weitere Option zur Portfolioabsicherung: inflationsgesicherte Anleihen, bei denen neben dem Kupon ein Inflationsausgleich gezahlt wird. Diese Papiere, auch in Fondsform erhältlich, werden so ausgegeben, dass sie am Ende ihrer Laufzeit genau dieselbe Rendite erbringen wie traditionelle Anleihen, sofern die Inflation sich wie erwartet entwickelt. Steigt die Inflation unerwartet an, bringen sie Anlegern einen zusätzlichen Gewinn, der die Inflation ausgleicht. Ist die Inflation niedriger, bekommen die Anleger weniger Geld ausbezahlt.

Auch Gold kann vor Inflation schützen. In den vergangenen Quartalen büßte das Edelmetall indes im Trend an Wert ein. Verantwortlich hierfür: eine Diskussion um US-Leitzinserhöhungen, verbunden mit einem festeren US-Dollar. Beides trifft das Gold, das selbst keine Zinsen abwirft. Bei alledem zeigt ein historisches Beispiel aus der Zeit der Ölkrisen zwischen 1976 und 1981: Selbst in Zeiten, in denen die Zinsen von knapp 8 % auf mehr als 15 % stiegen, hat der Goldpreis eine Rally durchlaufen.

Auch Bitcoin, die wichtigste Krypto-Währung, weist einen gewissen Inflationsschutz auf, abgeleitet aus deren Mengenbegrenzung. Die Software des Bitcoins ist so programmiert, dass die Anzahl der umlaufenden Münzen niemals mehr als 21 Mio. erreichen kann. Papiergeld kann hingegen beliebig vermehrt werden (zur generellen Einschätzung von Bitcoin & Co. verweisen wir auf unseren Abschnitt zu »Krypto-Währungen«).

04.2 Nachhaltigkeit erobert den Bondmarkt.

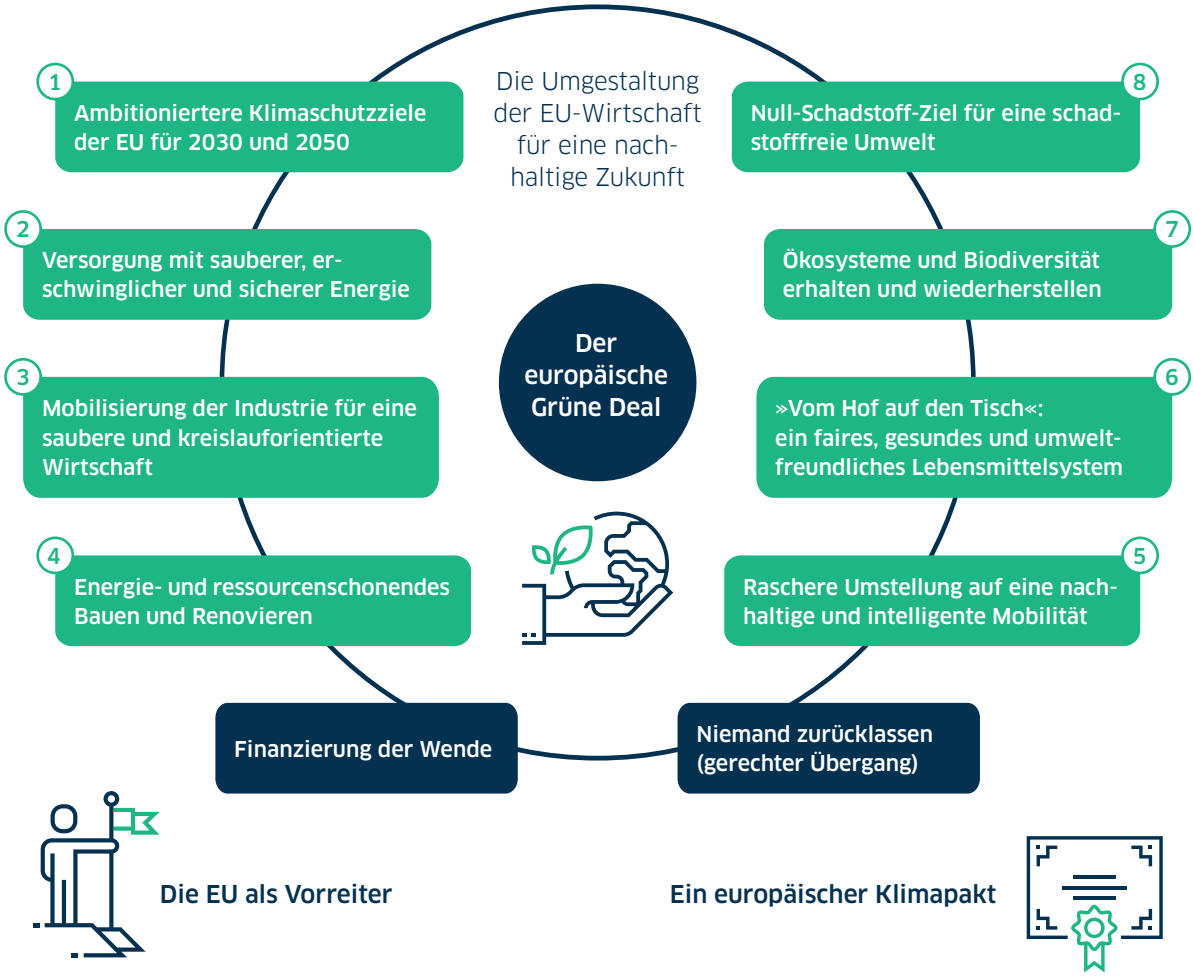
Europa präsentiert den »European Green Deal«.

Alexandra Schadow und Bettina Deuscher

Am 11. Dezember 2019 präsentierte die EU-Kommission den »European Green Deal«, der ein ganzes Maßnahmenpaket zur Folge hatte und Europa bis 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent machen soll. Die sogenannte »Europäische grüne Vereinbarung« ist ein umfassendes und ambitioniertes Projekt zur ökologischen Modernisierung der Wirtschaft. Realisiert werden soll die klimafreundliche Umgestaltung durch eine Vielzahl von Investitions-, Gesetzes- und Strategiemaßnahmen. Obwohl das Klima zunächst im Fokus steht, erstreckt sich die nachhaltige Zukunft auf weitere Umweltthemen, soziale Fragen und Governance-Aspekte.

Der European Green Deal enthält in einem Zwischenschritt bis 2030 das Ziel einer Reduktion der Treibhausgase um mindestens 50 % und an-

European Green Deal.



Quellen: EU-Kommission European Green Deal 11.12.2019, LBBW Research

gestrebte 55 %. Nach langwierigen Verhandlungen einigten sich die EU-Staats- und Regierungschefs schließlich am 11. Dezember 2020 auf ein neues, höheres Klimaziel für 2030, das, gemessen am Basisjahr 1990, eine Reduzierung klimaschädlicher Treibhausgasemissionen um mindestens 55 % beträgt. »Fit for 55« war geboren. Es umfasst Gesetzesvorschläge, welche in (fast) alle Bereiche des täglichen Lebens eingreifen werden.

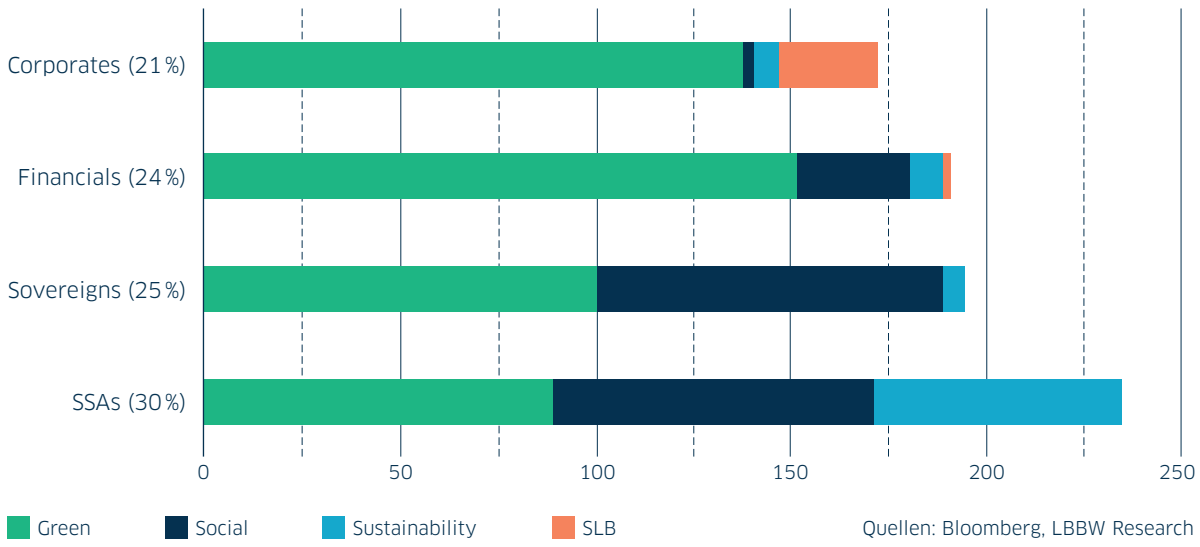
Betroffen sein dürften nahezu alle Branchen, insbesondere die Energieversorgung, der Verkehr, der Handel, die Industrie sowie die Land- und Forstwirtschaft. Die ambitionierten CO_2-Reduktionsziele lassen hier in den nächsten Jahren massive Anpassungsmaßnahmen erwarten. Der Druck auf die einzelnen Unternehmen nimmt damit weiter zu. Eine explizite Nachhaltigkeitsstrategie der Unternehmen ist nötig und bald nicht mehr wegzudenken.

Zentral zur Durchsetzung des »Green Deals«: der Finanzmarkt.

Der Investitionsbedarf der nachhaltigen Transformation darf als gigantisch bezeichnet werden. So kommt die KfW in einer Studie auf Klimaschutzinvestitionen für Deutschland in Höhe von insgesamt ca. 5 Bio. Euro, die für eine Klimaneutralität bis 2045 notwendig sind. Die Finanzierung dieser Transformation in der gesamten EU soll neben der öffentlichen Hand auch durch die Privatwirtschaft erfolgen. Die europäische Finanzindustrie nimmt hier eine Schlüsselrolle ein. Im Kreditgeschäft sind Banken diejenigen, welche die nachhaltige Transformation der Unternehmen finanzieren – und sie sind nicht wegzudenken. Die Finanzindustrie kann und soll hier eine aktive Rolle spielen. Denkt man an die Refinanzierung über die Anleihemärkte, so fungieren die Banken als Bindeglied zwischen Emittenten und Investoren. Der Markt für sogenannte ESG-Bonds wächst rasant und die Investorennachfrage ist ungebrochen. Gleichzeitig setzen sich immer mehr Emittenten mit der nachhaltigen Finanzierung ihrer Projekte über Anleihen auseinander und arbeiten entsprechende ESG-Rahmenwerke dazu aus, um Teil des ESG-Bondmarktes zu werden. Eine sehr wichtige Rolle nimmt hier die EU-Taxonomie ein. Sie stellt ein Klassifizierungssystem dar, das als Maßstab zur Erreichung von Umweltzielen herangezogen wird und »zum Maß aller Dinge« werden könnte.

Der Markt für ESG-Bonds ist längst den Kinderschuhen entwachsen und entwickelt sich prächtig. Im globalen Kontext sind Euro-ESG-Bonds mit einem Anteil von 792 Mrd. Euro bzw. 53 % insgesamt von hoher Bedeutung. Führend sind Emittenten aus dem SSA- sowie dem Sovereign-Bereich (30 % bzw. 25 %). Auf Euro-Platzierungen von Finanzinstituten entfallen 191 Mrd. Euro bzw. 23 % (davon 136 Mrd. Euro Banken). Corporates haben aktuell in Euro denominierte ESG-Bonds in Höhe von 172 Mrd. Euro ausstehen, was einem Anteil von 21 % entspricht.

Ausstehende Euro-ESG-Bonds nach Assetklassen (in Mrd. Euro).



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

»Der Markt für ESG-Bonds ist längst den Kinderschuhen entwachsen.«

Alexandra Schadow,
Abteilungsleiterin LBBW Research

Der aktuelle Nachfrageboom bei ESG-Bonds bewirkt nicht selten, dass das derzeitige Angebotswachstum mit diesem massiven Anstieg nicht Schritt halten kann. Das führt zu niedrigeren Renditen nachhaltiger Anleihen aus der Sicht eines Bondholders (Investor). Der Preisvorteil liegt in dieser Konstellation auf der Seite des Emittenten (Unternehmen), der dadurch von günstigeren Refinanzierungskonditionen profitiert. Am Kapitalmarkt wurde dem beschriebenen Preisunterschied recht früh das Kunstwort »Greenium« verpasst: ein Kofferwort aus »Green« und »Premium«. Während es sich in seiner Ursprungsform ausschließlich auf die Green Bonds bezog, wird Greenium zwischenzeitlich weiter gefasst, und es werden sämtliche ESG-Bondtypen mit einbezogen, d.h. auch Social Sustainability Bonds. Aus Risikoaspekten lässt sich das Greenium nicht erklären, denn der Rang eines ESG-Bonds gegenüber einem vergleichbaren traditionellen Bond desselben Emittenten unterscheidet sich nicht.

Wir führen das Entstehen eines Greeniums, vor allem am Primärmarkt, auf die immens hohe Nachfrage zurück, die preistreibend auf ein begrenztes Angebot wirkt. Unterschiede lassen sich in den einzelnen Assetklassen durchaus erkennen. Bei den Corporates werden die höchsten Greeniums bezahlt, wohingegen diese bei SSAs sehr überschaubar sind.

Wir befinden uns derzeit am Anfang einer Übergangsphase zu einer CO_2-neutralen Wirtschaft. Damit treibt Nachhaltigkeit in einer Vielzahl von Unternehmen erforderliche Anpassungen der Geschäftsmodelle und Unternehmensstrategien voran. Dies wird dazu führen, dass der Emissionsanteil an ESG-Bonds weiter steigen und derjenige traditioneller Bonds auf längere Sicht eher zur Seltenheit wird. Das zeigt, welche Schlüsselrolle der ESG-Bondmarkt für die Realisierung der realwirtschaftlichen Transformation einnimmt. Perspektivisch werden in einer klimafreundlich ausgerichteten Realwirtschaft die ESG-Anleihen zur neuen Normalität gehören. Wir rechnen beim Greenium damit, dass mit dem Voranschreiten des Wandlungsprozesses nach und nach eine Angleichung des momentan vereinzelt feststellbaren Renditeunterschieds zwischen traditionellen Bonds und ESG-Bonds einhergehen wird. Das Phänomen Greenium dürfte perspektivisch komplett verschwinden.

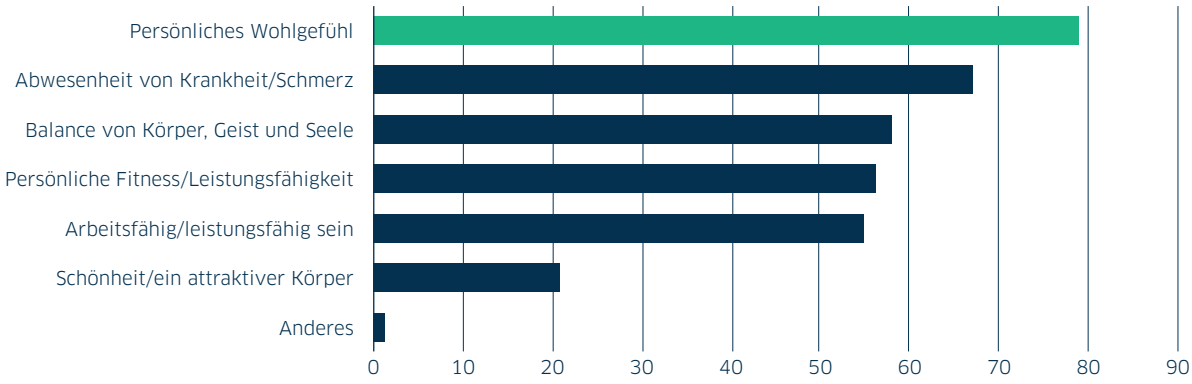
04.3 Megatrend Gesundheit.

Gesund leben, gesund werden, gesund bleiben!

Gerold Deppisch, Timo Kürschner, Volker Stoll und Gerhard Wolf

Gesundheit betrifft uns alle. Neben Sicherheit zählt sie zu den essenziellen Grundbedürfnissen der Menschheit. In den Nachhaltigkeitszielen der Vereinten Nationen heißt es: »Ein gesundes Leben für alle Menschen gewährleisten und ihr Wohlergehen fördern.« Die Weltgesundheitsorganisation definiert Gesundheit als einen Zustand völligen psychischen, physischen und sozialen Wohlbefindens. Global betrachtet zeigt sich: Medizinischer Fortschritt sorgt nicht nur für steigende Lebenserwartung, sondern auch für mehr Wohlstand.

Was bedeutet für Sie Gesundheit? – Bevölkerungsumfrage (in %).



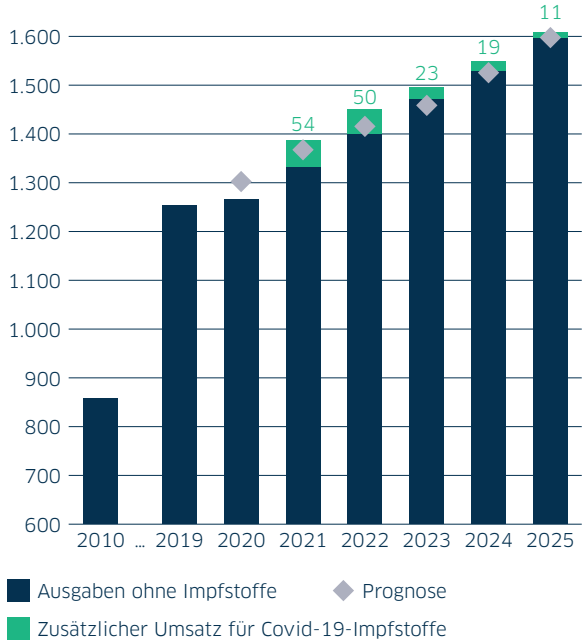
Quellen: Statista, LBBW Research

Pharmaprodukte helfen, gesund zu werden und zu bleiben.

Die Pharmabranche hat ihre Leistungsfähigkeit im Zuge der Corona-Pandemie eindrucksvoll unter Beweis gestellt. In Rekordzeit gelang es, Impfstoffe zu entwickeln. Mittlerweile gibt es auch erste vielversprechende Medikamentenansätze, was der Pandemie ihren Schrecken weiter nehmen wird. Insgesamt lässt sich ein dynamischer Anstieg bei der Zulassung neuer Arzneien beobachten. In den vergangenen zehn Jahren lagen die Arzneimittelneuzulassungen durch die US-Zulassungsbehörde fast immer deutlich über dem langfristigen Mittelwert von 33 p.a. Die kommenden Jahre dürften an diese Entwicklung anknüpfen. Ein wesentlicher Anteil neuer Medikamente entfällt dabei auf Onkologie, Autoimmunerkrankungen und Präparate gegen seltene Krankheiten.

Ausgehend vom Jahr 2010 wird sich der globale Pharmamarkt bis 2025 nahezu verdoppelt haben. Die Ausgaben werden dann kumulativ um schätzungsweise 88 Mrd. US-Dollar höher ausfallen als vor der Pandemie. Treiber sind neben Innovationen die demografische Entwicklung der Industrienationen sowie ein überdurchschnittliches Bevölkerungswachstum. Hinzu kommt ein verbesserter Zugang zu medizinischer Versorgung in Schwellenländern. Auch Deutschland oder die Schweiz sind dynamisch wachsende Märkte. Die Finanzierung der Ausgaben könnte in einigen Ländern durch eine gestiegene Verschuldung allerdings zum Problem werden und dazu führen, wachsende Gesundheitskosten mittelfristig zu begrenzen. Aufstrebende Staaten wie China oder Brasilien haben derweil ein gewaltiges Nachholpotenzial und dürften die dämpfenden Effekte ausgleichen.

Historisches und prognostiziertes Wachstum des Weltpharmamarkts bis 2025 (in Mrd. US-Dollar).

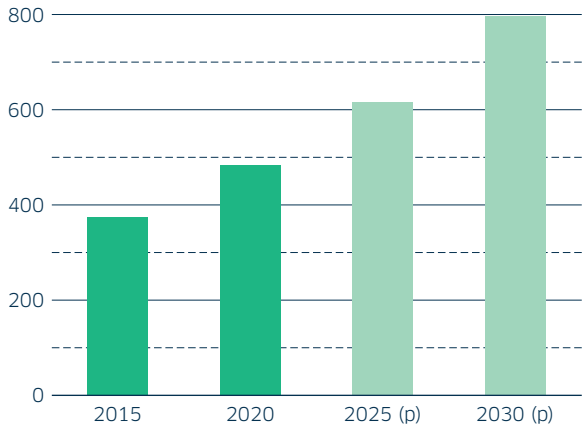


Quellen: IQVIA, LBBW Research

Medizintechnik: Umfassende Behandlungstechniken bieten neue Lebensqualität.

Die Medizintechnik hat in den vergangenen zehn Jahren ihr Leistungsangebot qualitativ deutlich erweitert. Ein unverändert schneller technologischer Fortschritt lässt weitere Erfolge erwarten. Der Weltmarkt für Medizintechnik dürfte bis 2030 auf ein Gesamtvolumen von fast 800 Mrd. US-Dollar anwachsen, von 487 Mrd. im Jahr 2020. Die größten Volkskrankheiten können im historischen Vergleich so gut therapiert werden wie noch nie. Herz-Kreislauf-Erkrankungen, die Volkskrankheit Nummer 1, nehmen beispielsweise bislang den bedeutendsten Anteil an den gesamten Behandlungskosten in Deutschland ein. Das minimalinvasive Einsetzen von Stents oder leistungsfähigen Herzschrittmachern sind wesentliche Elemente der Therapie. Fortlaufende technische Fortschritte bei Endoskopen für die Humanmedizin und der medizinischen Elektronik ermöglichen neue minimalinvasive Operationstechniken und schlussendlich eine verbesserte Lebensqualität.

Jährliches Marktwachstum der Medizintechnik: 5,2 % bis 2030 (in Mrd. US-Dollar).



Quellen: Evaluate Medtech, KPMG, Ibid, LBBW Research

Wichtige technologische Elemente für die Weiterentwicklung der Medizintechnik sind die Sensortechnik, optische Technologien, Internettechnologie, Materialtechnik und künstliche Intelligenz. Technologiebedingt sinkende Kosten, bei der Diagnostik oder der DNA-Sequenzierung, erschließen für breite Bevölkerungsschichten neue Testverfahren und Behandlungsmethoden. Dadurch verbessert sich zum Beispiel die Früherkennung von Tumoren.

Das Gesundheitsbewusstsein nimmt zu.

Eine gesunde Ernährung hat bei Verbrauchern inzwischen eine hohe Priorität. Mit dem steigenden Gesundheitsbewusstsein verändern sich auch die Ernährungsgewohnheiten. Die Auswahl, Herkunft und Zusammensetzung von Lebensmitteln werden zunehmend hinterfragt. In Deutschland wuchs der Biomarkt im Corona-Jahr 2020 um 22 %; der Anteil von Bioprodukten am Lebensmittelmarkt stieg von 5,7 % auf 6,4 %. Dieser Trend dürfte sich in den nächsten Jahren fortsetzen. Mit Fleischersatz, Low Carb und Proteinalternativen (Insekten/Algen) befinden sich bereits weitere Trends in den Startlöchern. Zudem wird auch in der Ernährung Nachhaltigkeit zum alles überragenden Thema.

Auch beeinflussen Fragen rund um das Tierwohl sowie die Auswirkungen auf Klima und Umwelt den Kauf pflanzenbasierter und damit nachhaltiger Lebensmittel. Nicht verwunderlich ist, dass pflanzliche Lebensmittel hohe Zuwachsraten zeigen. Sowohl in den USA als auch in Deutschland lagen sie zuletzt jenseits der 20 %-Marke. Unternehmen der Nahrungsmittelindustrie haben diesen Trend erkannt, richten ihre Unternehmensstrategien stärker darauf aus und bauen innovative Produktsegmente aus.

Daneben ist für eine breite Mehrheit der Bevölkerung »gesund zu bleiben« ein großer Motivator, um Sport zu machen. Die Corona-Pandemie hat zwar dem Markt für Sportbekleidung einen Dämpfer versetzt; der Trend zu mehr sportlicher Bekleidung bleibt aber intakt. Für die nächsten Jahre wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 7,5 % erwartet. Auch neue Entwicklungen wie zum Beispiel die stärkere Nutzung von Fitness-Apps unterstreichen den Trend zu sportlicher Betätigung.

Im Bereich der Sportartikel sticht heraus, dass durch die Aufweichung der Grenzen zwischen Arbeit und Freizeit die Akzeptanz für bequeme Kleidung steigt und die Rubrik »Athleisure« an Bedeutung gewinnt. Zudem erfordert ein steigendes Umweltbewusstsein der Verbraucher die Einführung nachhaltiger Produkte. Derweil bietet die Digitalisierung eine stärkere Ausrichtung auf den direkten Kundenkontakt über E-Commerce sowie eine Unterstützung bei der Fitness durch Tracking und Vernetzung von Daten.

Die Gründe für Sport sind vielfältig – für zwei Drittel ist Gesundheit der größte Motivator.

Gesundheit: mehr als Pharma.

Viele weitere Branchen und Unternehmen weisen Anknüpfungspunkte zum Megatrend »Gesund leben« auf bzw. binden diesen in ihre bestehenden Geschäftsmodelle ein. Die Chemieindustrie ist wichtiger Zulieferer für verschiedenste Anwendungsbereiche. Gase für den Healthcare Sektor, lipidbasierte Zell- und Gentherapien für mRNA-Impfstoffe und Desinfektionsmittel sind nur einige der vielen Vorprodukte für den Pharmabereich. Bessere Luft für Mensch und Tier reduziert Krankheiten und stärkt die Artenvielfalt.

Ein gesundes Arbeitsumfeld ist in Zeiten gesuchter Fachkräfte, aber auch unter ESG-Aspekten, wichtig. Dafür sorgen Unternehmen aus dem Industrie- und Dienstleistungsbereich. Die Reduzierung der Unfälle und der Todeszahlen lässt den Bereich »Sicherheit auf der Straße« stärker als die Zahl der Pkws in der Automobilbranche wachsen. Gesundheit als zentrales Lebensziel prägt sämtliche Lebensbereiche und Branchen und sollte auch in einem Anlageportfolio ganzheitlich abgebildet werden.

05

Unsere Prognosen für 2022.

Unsere Prognosen für 2022.

Die Erholung der Weltwirtschaft ist in vollem Gange. Indes läuft speziell im Verarbeitenden Gewerbe die Produktion unrund. Die notwendigen Zulieferungen lassen dieser Tage länger auf sich warten als sonst üblich. Es gilt, die Märkte genau im Auge zu behalten!

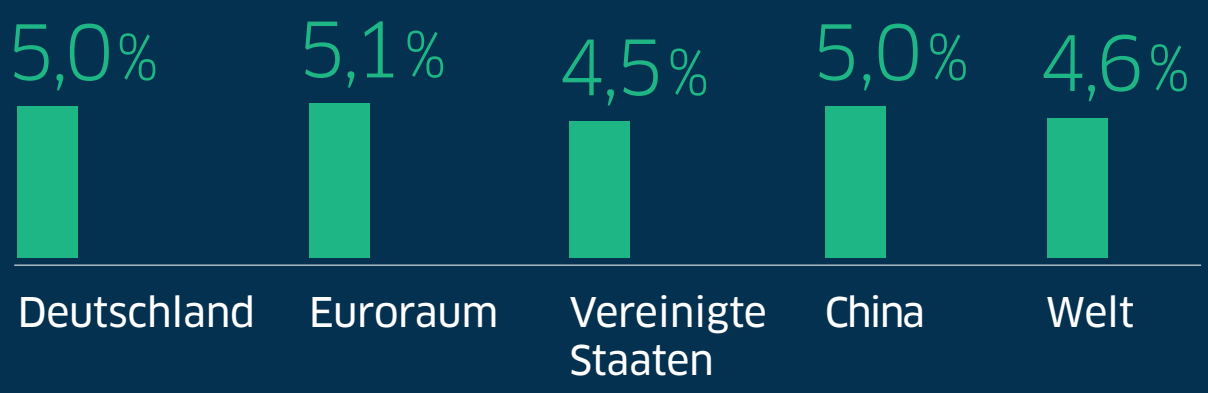
640 %

Preisanstieg für ein Fass Rohöl der Sorte Brent innerhalb von 18 Monaten nach dem zyklischen Verlaufstief während der Corona-Krise.

05.1 Unsere Prognosen im Detail.

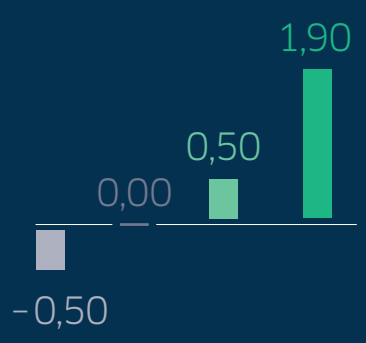
Gesamtwirtschaftliche Leistung (BIP) bzw. Produktion.

Reale Veränderung 2022 gegenüber dem Jahr zuvor (in %)



Zinsen

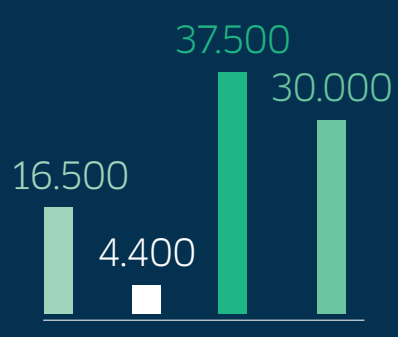
Erwarteter Stand 31.12.2022 (in %)



- EZB-Einlagesatz
- Bundesanleihen (10 Jahre Laufzeit)
- US-Leitzins
- US-Treasuries (10 Jahre Laufzeit)

Aktienmarkt

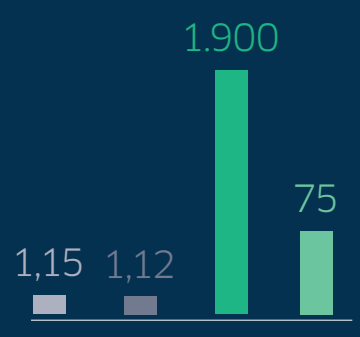
Erwarteter Indexstand 31.12.2022



- DAX
- Euro Stoxx 50
- Dow Jones
- Nikkei 225

Rohstoffe und Währungen

Erwarteter Stand 31.12.2022



- US-Dollar (je Euro)
- Schweizer Franken (je Euro)
- Gold (US-Dollar je Feinunze)
- Rohöl (Fass Brent; US-Dollar)

05.2 EZB, Fed und Bank of England.

Geldpolitik im Dilemma: Inflationsrisiken gegen drohende Fiskaldominanz.

- Debatte über Ausstieg aus ultralockerer Geldpolitik nimmt Fahrt auf
- Starker Inflationsanstieg setzt Zentralbanken unter Handlungsdruck
- EZB-Leitzinswende dürfte auch 2022 noch kein Thema sein

Elmar Völker

Nachwehen der Pandemie erschweren den Ausblick.

Nach coronabedingt akuten Rettungseinsätzen der großen Notenbanken für Konjunktur und Finanzmärkte 2020 war das Jahr 2021 geldpolitisch über weite Strecken von einer Verstetigung der Unterstützungsmaßnahmen geprägt. Der Hauptzweck: dabei zu helfen, die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie mittels anhaltend günstiger Finanzierungsbedingungen für Regierungen, Banken und Unternehmen zu überwinden. Sowohl die EZB als auch die Fed und die Bank of England (BoE) haben hierzu ihre jeweiligen Leitzinsen auf historischen Tiefständen belassen und ihre Bilanzen durch Anleihekäufe in großem Stil weiter aufgebläht. Dabei schwenkten die Volkswirtschaften seit dem Frühjahr in einen nachhaltigeren Erholungstrend ein.

Seit mehreren Monaten nun hat die Debatte über einen Ausstieg aus den ultraexpansiven geldpolitischen Maßnahmen Fahrt aufgenommen, sowohl an den Finanzmärkten und in den Medien als auch in Reihen der Notenbanken. Grund hierfür ist nicht zuletzt ein deutlich gestiegener Preisdruck. Hierbei marschieren die Vereinigten Staaten mit Inflationsraten um die 5 % vorneweg. Im Euroraum und im Vereinigten Königreich lag die Teuerung zum Ausgang des Sommers mit jeweils rund 3 % ebenfalls klar über dem jeweiligen Ziel der Notenbank von 2 %, bei weiter anziehender Tendenz. Entscheidend für den geldpolitischen Ausblick sind nun zwei Fragen. Erstens: Wie nachhaltig ist der Teuerungsdruck? Zweitens: Wie viel »Beinfreiheit« haben die Zentralbanken, angesichts in der Pandemie nochmals stark gestiegener globaler Verschuldungsniveaus, um geldpolitisch auf die Bremse zu treten, ohne damit potenziell Wegbereiter für eine neue Krise zu sein?

Starker Preisdruck zwingt Notenbanken zum Handeln.

In puncto Inflation sind Sondereffekte infolge der Corona-Pandemie allerorten ein wesentlicher Treiber für die Aufwärtsschübe des zu Ende gehenden Jahres gewesen. Die Notenbanker dürften daher im Grundsatz mit ihrer über alle Ländergrenzen hinweg vorgetragenen Einschätzung richtigliegen, dass es 2022 zu einer Normalisierung kommt. Dabei bewegen sich das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten schneller als der Euroraum auf eine Überauslastung ihrer volkswirtschaftlichen Kapazitäten und auf einen enger werdenden Arbeitsmarkt zu; der Spielraum für Lohn-Preis-Spiralen wächst. Fed und BoE dürften auch im neuen Jahr mit über dem jeweiligen Zielwert liegenden Inflationsraten konfrontiert sein. Der Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik dürfte hier jeweils schneller vorangetrieben werden als im Falle der EZB. All dies steht unter dem Vorbehalt, dass in den kommenden Monaten eine nachhaltige Eindämmung der Corona-Pandemie gelingt, was aktuell weiter einen erheblichen Unsicherheitsfaktor bildet. Unter den genannten Prämissen erwarten wir, dass die BoE ihre Netto-Anleihekäufe zum Jahresende 2021 beendet, während die Fed ihr Kaufprogramm bis zum Sommer 2022 auslaufen lässt. Die Erfahrungen aus der Zeit nach der Finanzkrise zeigen, dass von da an bis zu einer

»Die Handlungsspielräume der EZB werden faktisch durch die Tatsache begrenzt, dass auch das schwächste Glied im Euroraum die Folgen einer strafferen Geldpolitik verkraften können muss.«

Elmar Völker, Senior Fixed Income Analyst

Leitzinswende Monate oder gar mehrere Jahre vergehen können. Angesichts eines persistent erhöhten US-Inflationsdrucks dürfte nach unserer Prognose die Fed gegen Jahresende 2022 ihre erste Leitzinsanhebung nach der Corona-Krise beschließen.

Stabilitätsbedenken binden EZB und Fed stärker als BoE.

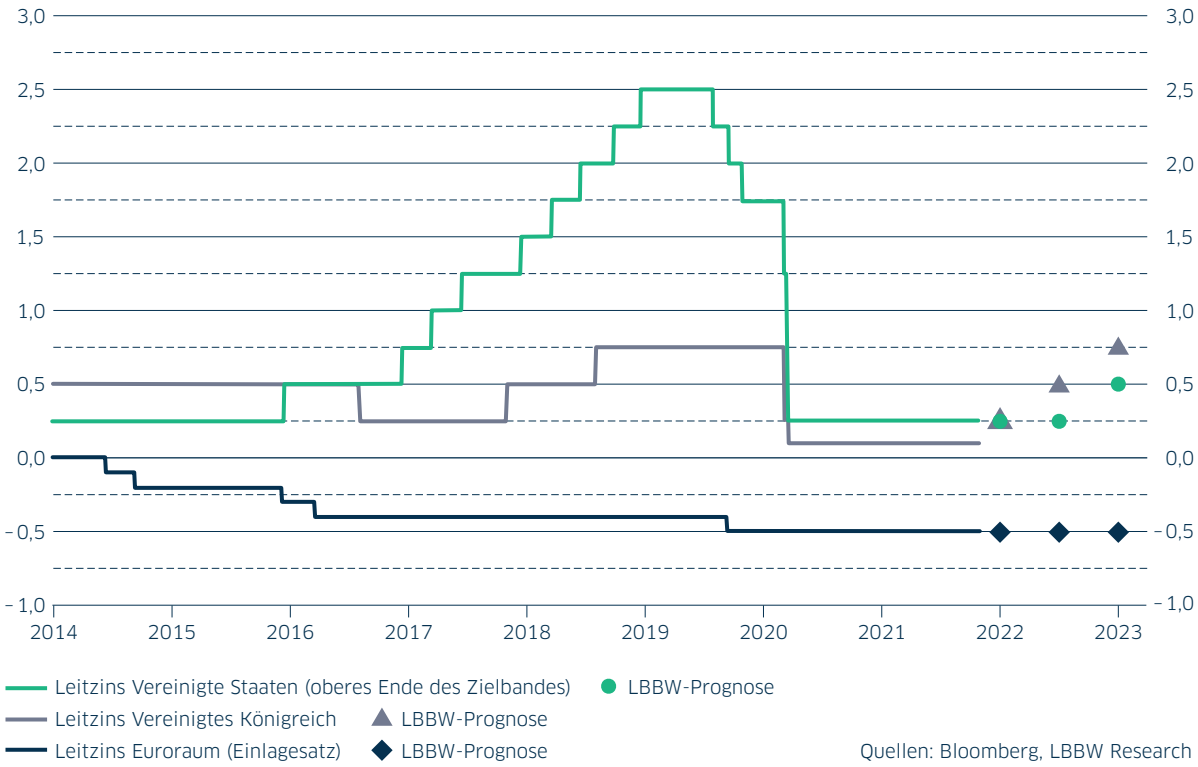
Zwei Argumente hat die BoE auf ihrer Seite für eine frühe Leitzinswende, deutlich früher als die Fed – und erst recht wesentlich früher als die EZB. Erstens haben sich die britischen Währungshüter in jüngerer Zeit keine Revision ihrer geldpolitischen Strategie verordnet. Fed und EZB haben demgegenüber im vergangenen bzw. im laufenden Jahr Revisionen umgesetzt. Diese stärken jeweils die Argumente der geldpolitischen Tauben zugunsten eines längeren Festhaltens an einer ultralockeren Geldpolitik. Zweitens gehen wir davon aus, dass die Währungshüter im Euroraum und in den Vereinigten Staaten tendenziell stärker als ihre britischen Kollegen die Finanzstabilität im Blick haben. Die Wissenschaft diskutiert all dies bereits seit Längerem unter dem Stichwort »Fiskaldominanz«. Dieser Begriff behandelt die Gefahr, dass den Notenbankern zunehmend die Hände gebunden sein könnten, ihre Geldpolitik im ökonomisch gebotenen Ausmaß zu straffen; deutlich steigende Finanzierungskosten könnten die immer höher verschuldeten Staaten in Existenznöte bringen. Für den Euroraum hat dieses Argument angesichts eines fragmentierten Kapitalmarktes

besonderes Gewicht: Um eine Finanzstabilitätskrise auszulösen, würde es wohl schon genügen, wenn ein besonders hochverschuldetes, großes Land wie Italien massiv unter Druck geriete.

Getreu diesem Gedankengang müsste sich die EZB im Zweifel nicht nach dem Euroraum als Ganzem, sondern nach dessen mutmaßlich schwächstem Glied richten. Für die Fed gelten, in abgeschwächter Form, ähnliche Argumente. So muss sie, nicht zuletzt wegen der Sonderstellung des US-Dollar für den Weltkapitalmarkt, besondere Rücksicht walten lassen gegenüber den durch die Pandemie teils stark gebeutelten Schwellenländern.

Der Geldpolitik im Euroraum steht angesichts der genannten Argumente der zögerlichste und mithin längste Weg heraus aus den ultraexpansiven geldpolitischen Maßnahmen bevor. Auch ist hier die Erwartung eines spürbaren Nachlassens des Inflationsdrucks nach unserem Dafürhalten besser unterfüttert als für Nordamerika und das Vereinigte Königreich. Die EZB dürfte nach unserer Auffassung im Jahr 2022 allenfalls ein im Herbst 2021 begonnenes vorsichtiges Zurückfahren ihrer Anleihekäufe weitervoranbringen und dies nur sehr bedächtig. Die Perspektive einer »Leitzinswende« dürfte sich für den Euroraum noch nicht einmal am Horizont abzeichnen.

Euroraum, Vereinigte Staaten und Vereinigtes Königreich: Leitzins sowie jeweils zugehörige Prognose des LBBW Research.



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

05.3 Rentenmärkte

2022: mäßiges oder miserables Rentenjahr?

- Kursrückschläge 2021; dabei verhindern Notenbanken vorerst Schlimmeres
- Hauptszenario: Hohe Bewertungen werden auch 2022 nur schleichend abgebaut
- Gefahr beschleunigter Kursverluste, falls sich hohe Inflation verstetigt

Elmar Völker

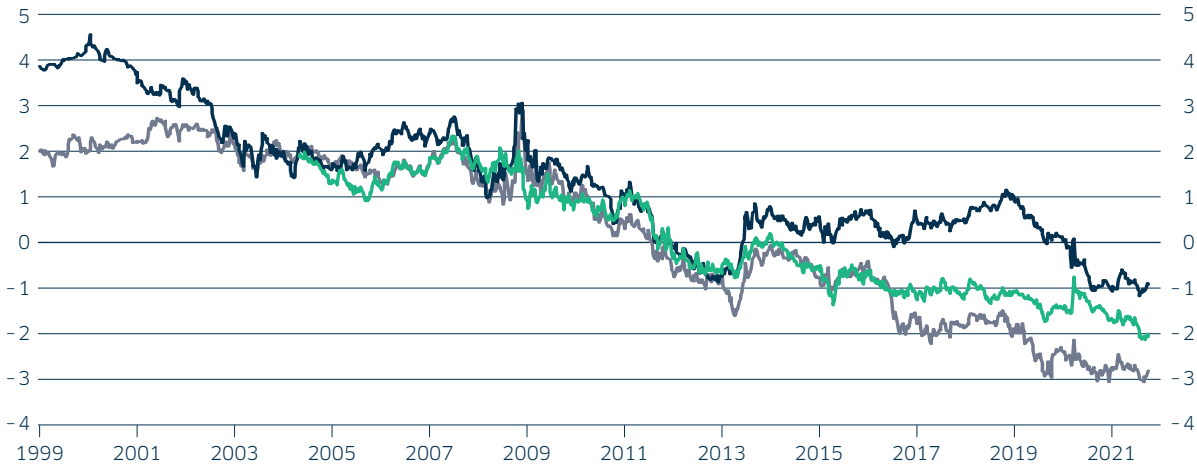
Renditeanstiege allerorten: Korrektur oder Trendwende?

Die Anleger an den Staatsanleihemärkten zählen zu den Leidtragenden der wirtschaftlichen Aufbruchsstimmung, welche sich im Zuge der Entwicklung hochwirksamer Impfstoffe zur Eindämmung der Corona-Pandemie eingestellt hat. Besonders deutlich war dies in den Vereinigten Staaten zu spüren. Dort hat die Biden-Regierung den Konjunkturoptimismus durch großangelegte Ausgabenprogramme zusätzlich angeregt. Die Rendite zehnjähriger US-Staatstitel zog im ablaufenden Jahr temporär bis fast auf ihr Vor-Corona-Niveau an. Dass derartige zwischenzeitliche Ausverkaufstendenzen am Rentenmarkt bislang immer wieder eingedämmt worden sind, ist speziell den großen Notenbanken zu verdanken. Diese sind eifrig bemüht, Sorgen der Marktteilnehmer hinsichtlich einer rund um den Globus grassierenden Inflation zu zerstreuen. Wichtiges Instrument hierbei, sowohl bei der Fed als auch bei der EZB: die Absage an eine abrupte geldpolitische Wende.

Notenbanken drücken Realrenditen auf Rekordtiefs.

Die Wirkung der beschwichtigenden Notenbank-Rhetorik machen wir an zwei Punkten fest: erstens an den am Zinsmarkt gehandelten langfristigen Inflationserwartungen; zweitens an den realen Renditen langlaufender Staatsanleihen. In den zurückliegenden 12 Monaten sind die Inflationserwartungen zwar beiderseits des Atlantiks deutlich geklettert, dies blieb aber in einem Rahmen, der aus Notenbanksicht mit

Realrenditen zehnjähriger Staatsanleihen – Bunds, US-Treasuries und Gilts.



Hinweis: Realrendite als Nominalrendite, abzüglich der zugehörigen Langfristinflationserwartung

Deutschland — Vereinigte Staaten — Vereinigtes Königreich

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

»Auch im Jahr 2022 wird es sehr schwierig sein, mit Rentenanlagen Geld zu verdienen. Bleibt die Inflation hoch, drohen sogar herbe Wertverluste.«

Elmar Völker, Senior Fixed Income Analyst

einer durchaus gewünschten Normalisierung zu vereinbaren ist. Im Euroraum bewegen sie sich auch derzeit noch unter dem jüngst neu justierten EZB-Inflationsziel von 2%. Derweil sind die Realrenditen langlaufender Staatsanleihen per Saldo auf ihren im Zuge der Corona-Krise markierten historischen Tiefständen verharrt, im Euroraum sogar weiter gesunken. Insofern ist es den Notenbanken bis dato gelungen, die Rentenmärkte vor allzu dramatischen Folgen der Kombination aus Konjunkturfrühling und Reflationierungssorgen abzuschirmen.

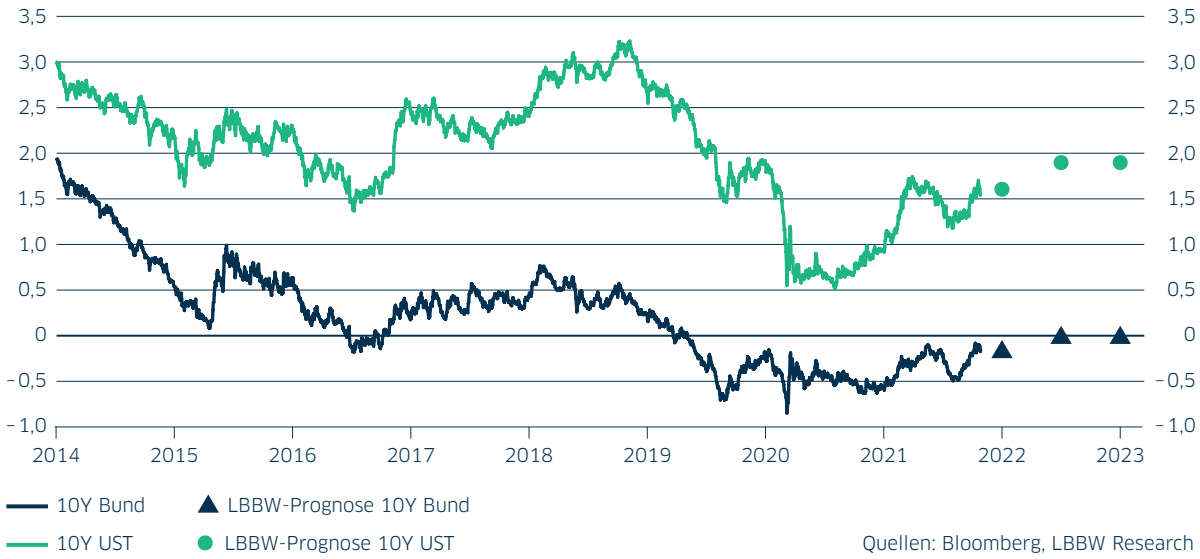
Entscheidend für 2022: Geht die Rechnung mit der »temporären Inflation« auf?

Mit einer noch immer nicht ganz ausgestandenen Pandemie, einem strauchelnden Aufschwung in China, steil ansteigenden Rohstoffpreisen sowie globalen Liefer- und Materialengpässen steht die Weltwirtschaft vor zahlreichen Herausforderungen. Das Drehbuch für die Rentenmarktentwicklung im Jahr 2022 ist mitnichten schon geschrieben. In unserem Hauptszenario entweicht die Luft aus historisch extrem hohen Rentenmarktbewertungen weiterhin schleichend.

Dies könnte in Richtung eines verschärften Kursabwärtstrends kippen, falls sich über die ersten Monate des Jahres 2022 hinaus der zu beobachtende Teuerungsdruck als persistent erweisen sollte. Das diesbezügliche Gefahrenpotenzial sehen wir aktuell für die US-Wirtschaft als größer an als für den Euroraum; mithin erscheint uns der geldpolitische Handlungsdruck bei der Fed stärker als bei der EZB. Entscheidend für die Marschroute am Rentenmarkt dürfte sein, ob die Notenbanken an ihrem »Masterplan« eines kontrollierten Rückzugs aus der ultraexpansiven Geldpolitik festhalten oder ob sie, quasi als Folge ihrer bisherigen Zögerlichkeit, von den Ereignissen überrollt werden.

Unter erstgenannter Prämisse peilen wir mit Blick auf die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen für die kommenden zwölf Monate noch keinen nachhaltigen Sprung über die Nullmarke an. Für deren US-Pendant sehen wir knapp 2%. Jedes Anzeichen, dass die Währungshüter hastig zum Ausgang drängen, könnte bei alledem dafür sorgen, dass aus einem mäßigen ein miserables Rentenjahr wird, mit breit angelegten Verlusten in allen Anleihesegmenten.

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen mit Prognosen – Bunds und US-Treasuries (in %).



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

05.4 Devisenmärkte

Euro bleibt gegenüber dem »Greenback« unter Druck.

- US-Dollar: Nicht zuletzt Risikoabwägungen sprechen für eine Aufwertung
- Pfund Sterling: Zins- und Wachstumsvorsprung als Pro-Argumente
- Franken: Gesunkene Kaufkraftparität begrenzt Abwertungspotenzial
- Yen: Weltwirtschaftliche Erholung ist eher eine Belastung

Dr. Katja Müller, Dirk Chlench und Matthias Krieger

US-Dollar

Nach unserer Prognose wird die US-Wirtschaft 2021 mit einer Rate von 5,5% zulegen und die Dynamik im Euroraum das vierte Jahr in Folge hinter sich lassen. Die unterschiedliche Entwicklung dies- und jenseits des Atlantiks dürfte nicht ohne Folgen für die jeweilige Geldpolitik bleiben. Während die Fed ihren Leitzins nach unserer Prognose Ende 2022 erhöhen wird, rechnen wir mit einer EZB-Zinserhöhung frühestens für Ende 2024. Diese Argumente sprechen zwar, für sich genommen, für einen schwächeren Euro gegenüber dem US-Dollar, sie sind jedoch »kalter Kaffee« und werden vom Markt weitgehend geteilt. Infolgedessen dürfte die Schlagkraft dieser Argumente nicht ausreichen, dem »Greenback« starken Rückenwind zu verleihen. Bei alledem sprechen auch Risikoabwägungen für den US-Dollar. So werden in Frankreich im Frühjahr 2022 Präsidentschaftswahlen stattfinden. Wahlbeobachter räumen der Kandidatin Le Pen mehr als nur eine Außenseiterchance ein. Dabei hat Le Pen ehedem den Austritt Frankreichs aus dem Euro-Währungsgebiet gefordert. Ein weiteres Risiko stellt eine Eskalation des Konfliktes zwischen den Vereinigten Staaten und der Volksrepublik China dar. Bei jeglicher Entwicklung in Richtung dieses Szenarios erwarten wir eine Stärkung der Rolle des US-Dollar als »Sicherer Hafen«. Per Saldo sehen wir den »Greenback« gut unterstützt bei 1,15 US-Dollar per Jahresende 2022.

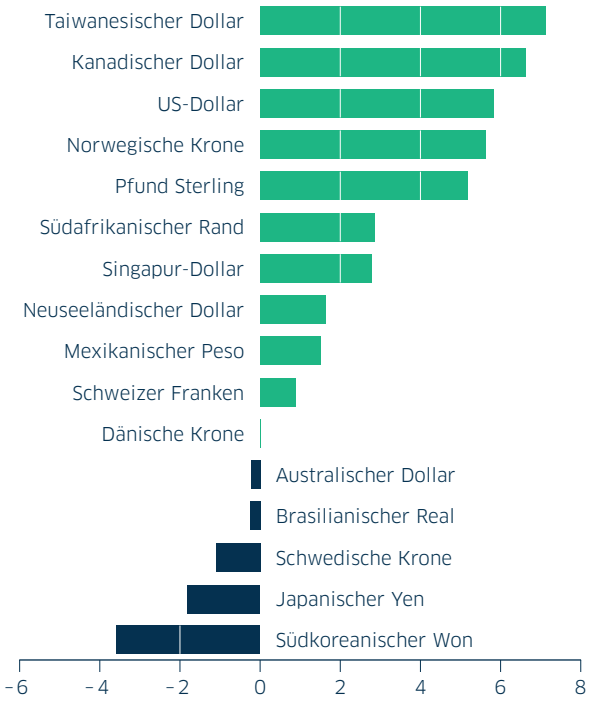
»Die Bank of England dürfte ihren Leitzins bereits Ende 2021 anheben und damit wesentlich früher als die EZB eine Zinswende einläuten. Dies sollte dem Pfund Sterling Auftrieb geben.«

Dirk Chlench, Senior Economist

Pfund Sterling.

Im zu Ende gehenden Jahr sprintete die britische Wirtschaft an die Spitze im Wachstumsranking der großen Industriestaaten. Bereits im vergangenen August übertraf im Vereinigten Königreich die Anzahl der Beschäftigten das Vorkrisenvergleichsniveau. Die gute Lage am Arbeitsmarkt schlägt sich in merklichem Lohndruck auf der Insel nieder. Die Bank of England dreht angesichts dieser Gemengelage früh an der Zinsschraube, wesentlich früher als die EZB. Somit sprechen sowohl ein Wachstums- als auch ein Zinsvorsprung für das Pfund Sterling. Hinzu kommt eine, nach unseren Berechnungen, Überbewertung des Euro gegenüber dem Pfund

Wertentwicklung wichtiger Währungen gegenüber dem Euro (in %).



Zeitraum 31.12.2020 – 6.10.2021

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Sterling gemäß Kaufkraftparität. Im Ergebnis erwarten wir ein Austauschverhältnis des Euro von 0,84 Pfund Sterling per Ende 2022.

Schweizer Franken.

Gegenüber dem Schweizer Franken erwarten wir für den Verlauf des neuen Jahres eine Aufwertung des Euro: Ein wesentlicher Bestimmungsfaktor ist und bleibt dabei die Stellung des Franken als »Sicherer Hafen«. Mit zunehmendem Auslaufen der Pandemie dürfte die Risikoscheu der Finanzmarktteilnehmer nachlassen, was für eine schwächere helvetische Valuta spricht. Zudem sieht die Schweizerische Nationalbank (SNB) die heimische Währung schon seit geraumer Zeit als »hoch bewertet« an und verfolgt eine extrem expansive Geldpolitik. Der SNB-Leitzins verharrt seit 2015 bei rekordtiefen –0,75 %, flankiert durch Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Franken bei Bedarf. Vorerst dürfte die SNB ihren eingeschlagenen Weg weiterverfolgen, zumal die Schweizer Währungshüter den Notenbanken in den Vereinigten Staaten und im Euroraum den Vortritt beim Anziehen der Zinszügel lassen dürften. Das Abwertungspotenzial des Frankens erscheint uns aufgrund einer spürbar gesunkenen Kaufkraftparität bei alledem begrenzt. Wir erwarten eine moderate Abwertung der eidgenössischen Währung bis auf 1,12 Schweizer Franken je Euro zum Jahresende 2022.

Japanischer Yen.

Die verschiedenen Wellen der Pandemie kamen der japanischen Valuta eher zugute, verunsicherten diese doch die internationalen und speziell auch die japanischen Investoren, was deren »Home Bias« verstärkte. Im Zuge der Pandemie ist zudem der Zins- und Renditevorteil von Anlagen in Euro gegenüber solchen in Yen verschwunden. Darüber hinaus besteht in Japan im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten und zum Euroraum kein Grund zur Sorge vor einem Anstieg der Inflation. Die Realrenditen liegen in Japan derzeit daher deutlich höher als in den Vereinigten Staaten und im Euroraum. Wir gehen vor diesem Hintergrund zunächst von einer Seitwärtsbewegung bei EURJPY aus. Die relative Schwäche von Japans Wirtschaft inmitten der weltwirtschaftlichen Erholungsphase hält bei alledem an. In Verbindung mit einem sich abzeichnenden »Tapering« in den Vereinigten Staaten sowie der Aussicht auf im neuen Jahr wieder sinkende Inflationsraten sollte der Druck auf den Yen im Zeitablauf eher zunehmen. Je mehr die Pandemiefolgen weltweit im Zuge steigender Impfquoten beherrschbar erscheinen und flächendeckende Lockdowns der Vergangenheit angehören, umso deutlicher sollte der Yen vor dem Hintergrund einer voraussichtlich eher anämischen konjunkturellen Erholung in Japan unter Druck geraten, sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung. Im Ergebnis erwarten wir eine Aufwertung des Euro auf 135 Yen per Jahresende 2022.

05.5 Rohstoffmärkte

Commodities klettern auf Allzeithoch.

- Angebotsüberschuss für den Ölmarkt absehbar
- Ölpreisanstieg dürfte langsam auslaufen
- Goldpreis mit Potenzial, anders der Silberpreis

Dr. Frank Schallenberger

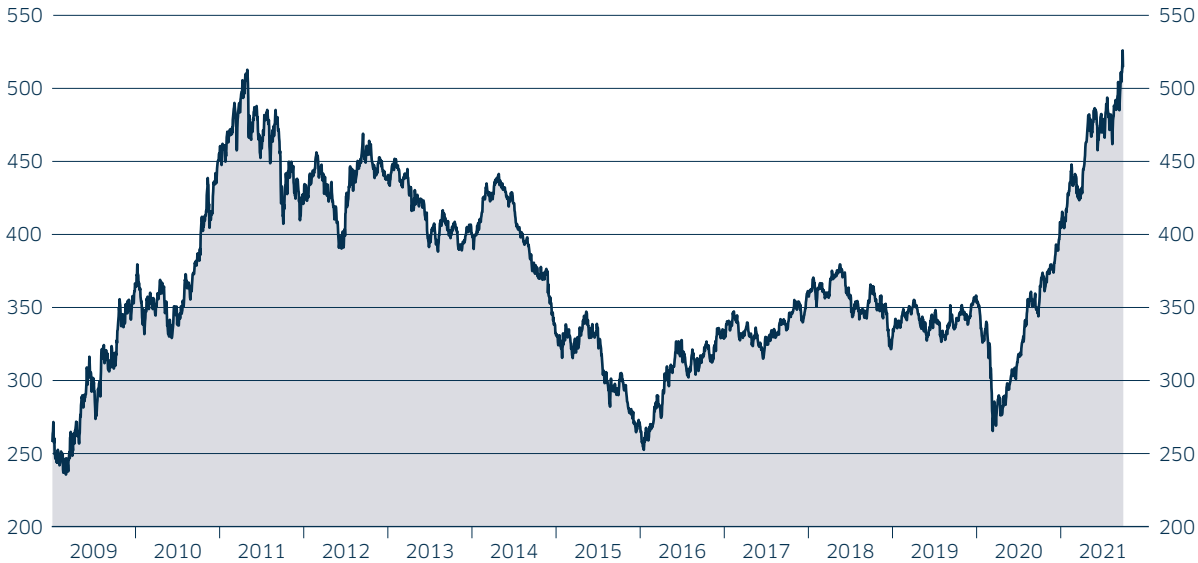
Rohstoffpreise im Hausse-Modus.

Im Zuge der Corona-Krise hatten die Rohstoffpreise im ersten Quartal 2020 deutlich nachgegeben. Der Bloomberg Commodity Index erreichte dabei fast Niveaus wie zuvor letztmalig 2009 und 2015/2016. Eine starke Erholung der Weltwirtschaft sorgte nachfolgend, in Verbindung mit einer gedrosselten Rohstoffproduktion, für Knappheit an den Märkten. Im Oktober 2021 erreichte der Bloomberg Index mit gut 525 Punkten ein neues Allzeithoch. 2022 dürfte die Weltwirtschaft unseres Erachtens zwar kräftig zulegen, aber ein steigendes Angebot bei vielen Rohstoffen in Verbindung mit einer gebremsten Wirtschaftsdynamik in China sollte die starke Hausse der Commodities im kommenden Jahr auslaufen lassen.

Rohölpreise auf Dreijahreshoch.

Die Ölnachfrage war als Folge der Corona-Pandemie 2020 zwischen dem Schlussquartal 2019 und dem zweiten Quartal 2020 um fast 18 Mio. Barrel pro Tag (mbpd) abgestürzt, auf dann knapp 83 mbpd. Für WTI ergaben sich kurzzeitig sogar negative Preise. Die OPEC-Staaten, ergänzt um verbundene Förderländer wie Russland und Mexiko, reagierten als OPEC+ mit massiven Förderkürzungen. Trotz starker Erholung der Weltwirtschaft und zunehmender Ölnachfrage ab Mitte 2020 hat die OPEC+ die Förderbremsen bislang nur teilweise wieder gelockert. Diese Gemengelage führte den Preis für ein Fass Rohöl der Sorte Brent zuletzt auf ein Dreijahreshoch. Bis Ende 2021 hat die OPEC+ Fördererhöhungen avisiert.

Bloomberg Rohstoff-Index erreicht Allzeithoch.



Bloomberg Commodity Index (Spot)

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

»Der jüngst starke Ölpreisanstieg dürfte langsam auslaufen. Wir rechnen per Ende 2022 mit Brent-Preisen von 75 US-Dollar.«

Dr. Frank Schallenberger, Head of Commodity Research

Zudem dürfte die Produktion in den Vereinigten Staaten weiter zulegen; dort hat die Anzahl der aktiven Bohrlöcher in den ersten drei Quartalen 2021 um mehr als 60 % zugenommen. In Summe zeichnet sich für 2022, trotz eines weiter starken Wachstums der Weltwirtschaft, ein Angebotsüberschuss am Ölmarkt von durchschnittlich 0,9 mbpd ab. Damit dürfte der Ölpreisanstieg auslaufen. Wir rechnen per Ende 2022 mit Brent-Preisen von 75 US-Dollar.

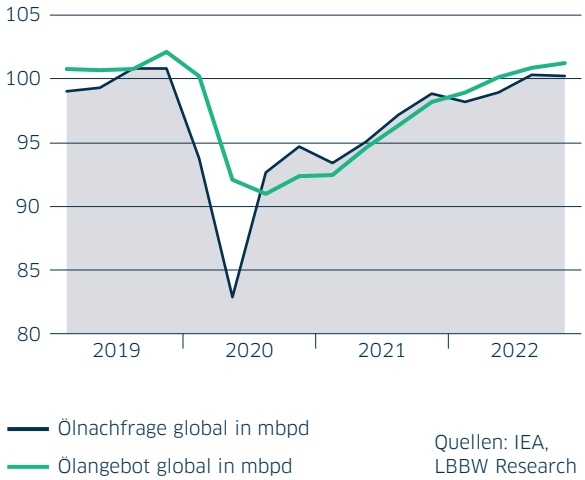
Gold und Silber verlieren an Glanz.

Ängste vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie, ein schwächerer US-Dollar und hohe Käufe sogenannter »Exchange Traded Commodities« (ETCs) hatten den Goldpreis im August 2020 auf einen neuen Höchststand von 2.075 US-Dollar geführt. 2021 änderten sich dann die Vorzeichen grundlegend. Die ETCs wechselten auf die Verkäuferseite; in den ersten neun Monaten des Jahres gaben sie fast 250 Tonnen Gold ab. Zudem belasteten ein fester US-Dollar und Furcht vor Leitzinserhöhungen. Ganz abschreiben sollte man das Edelmetall indes nicht. So legte die Nachfrage nach Münzen und Barren in der ersten Jahreshälfte um 45 % gegenüber dem Vorjahr zu, die Schmucknachfrage stieg um 57 % und die Notenbanken steigerten ihre Gold-Käufe um veritable 63 %. Wir gehen von einer Fortsetzung dieser Trends aus und rechnen per Ende 2022 mit Preisen von 1.900 US-Dollar pro Feinunze Gold.

Silber nahm in den vergangenen Jahren eine ähnliche Entwicklung wie Gold: Nach einem starken Anstieg 2020 dominierten im Jahr 2021 die Minuszeichen. Dabei rechnen wir für das zu Ende gehende Jahr mit einem deutlichen Anstieg des Minen-Outputs und des Silber-Recyclings um zusammen 8 % auf etwa 1.045 Mio. Unzen. Auf der Nachfrageseite sehen wir vor allem bei Schmuck eine starke Erholung. Auch die industrielle Nachfrage und die Nachfrage nach Münzen und Barren dürften ansteigen. Unter dem Strich sollte die Gesamtnachfrage auf ca. 1.010 Mio. Unzen ansteigen. Das Silberangebot dürfte 2021 die Nachfrage damit um rund 35 Mio. Unzen übertreffen.

Die physisch hinterlegten Silber-ETCs wechselten per Februar 2021 auf die Verkäuferseite und verkauften seither mehr als 100 Mio. Unzen Silber; eine Umkehr dieser Entwicklung ist nicht zu erwarten. Wir gehen von weiter fallenden Preisen bei Silber aus. Bis Ende 2022 dürfte die Unze Silber auf 20 US-Dollar nachgeben.

Für 2022 zeichnet sich am Ölmarkt ein Angebotsüberschuss ab.



Quellen: IEA, LBBW Research

05.6 Immobilienmärkte

Wie weit trägt die aktuelle Welle noch?

- Preise steigen erneut deutlich stärker als Mieten
- Verwahrentgelte sorgen für zusätzliches Interesse an sicheren Kapitalanlagen
- Markt darf sich nicht zu sehr von fundamentaler Entwicklung abkoppeln

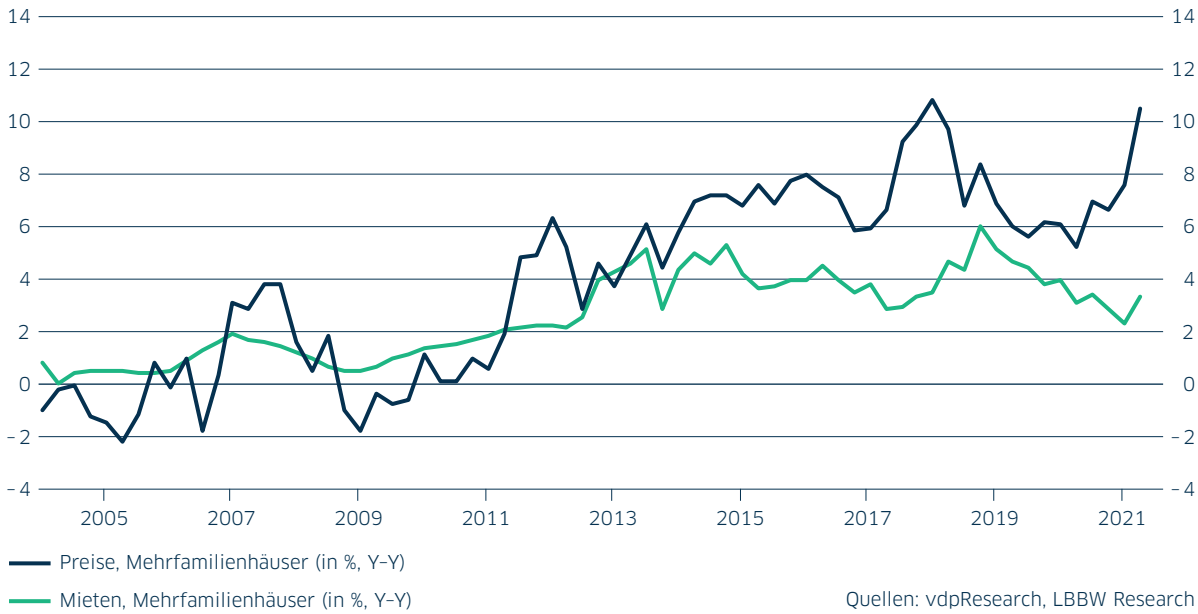
Martin Güth

Wohnimmobilien in Deutschland: Preise steigen und steigen.

Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland kennen scheinbar kein Halten mehr. Im zweiten Quartal 2021 beschleunigte sich der Preisanstieg gegenüber dem gleichen Quartal des Vorjahres auf mehr als zehn Prozent. Wir hatten zwar steigende Preise erwartet, aber wir müssen zugeben: Das Ausmaß der Dynamik hat uns überrascht. Immerhin hat sich das Bevölkerungswachstum wie von uns erwartet abgeschwächt; im vergangenen Jahr war hier, erstmals seit dem Jahr 2011, eine Stagnation zu verzeichnen. Des Weiteren: Der Wohnungsbestand erhöhte sich 2020 um rund 290.000 Einheiten. Dies ist zwar weiterhin deutlich weniger, als für eine echte Entspannung der Marktlage notwendig wäre, aber doch eine weitere leichte Steigerung im Vergleich zur Bestandsausweitung des Jahres zuvor.

Bei alledem: Das Arbeiten von daheim ist nach wie vor ein Faktor, der den Stellenwert der persönlichen Wohnsituation erhöht und für Nachfrage nach Wohnraum sorgt. Gleichzeitig wirkt Homeoffice dem Trend der Verstädterung entgegen. Erstens wird es hierdurch weniger wichtig, nahe an einer Arbeitsstätte zu wohnen. Zweitens verschiebt dieser Trend gemäß Meinungsumfragen die Wohnortpräferenzen hin zu kleineren Großstädten und zu den sogenannten »Speckgürteln« der Großstädte. Entsprechend sollten gerade die sehr hochpreisigen Metropolen hierdurch eine gewisse Entlastung erfahren. Dies gilt

Immobilien in Deutschland: Preise entkoppeln sich von den Mieten.



Quellen: vdpResearch, LBBW Research

umso mehr, als auch eine geringere Zuwanderung besonders die Großstädte betrifft.

Derweil hat sich der Anstieg der Mieten zuletzt nicht nennenswert beschleunigt. Wir werten dies als Signal dafür, dass der jüngste Preisschub bei Wohnimmobilien nicht in erster Linie auf eine verschärfte Knappheit an Wohnraum zurückzuführen ist. Ansonsten hätte sich bei den Mieten wohl ebenfalls ein kräftigerer Anstieg eingestellt.

einen realen Verlust auf ihre Spareinlagen. Dies schmerzt angesichts jüngst kräftig gestiegener Inflationsraten inzwischen immer mehr. Damit nicht genug: Immer mehr Banken führen Verwahrentgelte für Spareinlagen ihrer Privatkunden ein. Dies entfaltet auch eine starke psychologische Komponente, da das Abschmelzen des Ersparten nicht nur schleichend aufgrund der Inflation erfolgt, sondern nun auch nominal in Euro und Cent sichtbar wird.

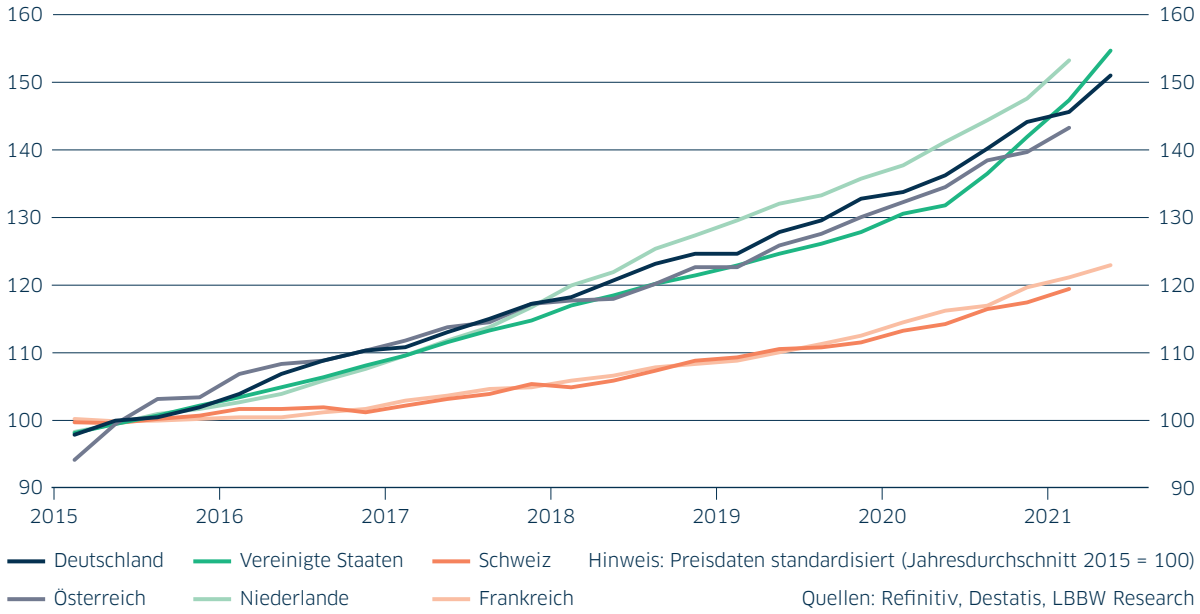
»Eine längerfristige Entkoppelung von Preisen und Fundamentaldaten am Immobilienmarkt wäre zweifelsohne ungesund.«

Martin Güth, Senior Economist

Es ist wohl nicht zuletzt das Interesse an Immobilien als Kapitalanlage, sowohl von Seiten der privaten Haushalte als auch durch institutionelle Investoren, das zu dieser Entkoppelung der Preise von den Mieten und mithin von der fundamentalen Entwicklung geführt hat. Auf Seiten der institutionellen Investoren drückt vor allem aufgrund extrem niedriger Anleihezinsen der Schuh. Private Haushalte wiederum erhalten auf ihr Erspartes seit Langem praktisch keine Zinsen mehr. Zudem erleiden sie aufgrund von Inflation

Da das Niedrigzinsumfeld in vielen westlichen Ländern Realität ist, steigen folgerichtig vielerorts die Preise für Wohnimmobilien. Welche Ausmaße ein Immobilienboom annehmen kann: Das verdeutlichen derzeit einmal mehr die Vereinigten Staaten. Im »Land der unbegrenzten Möglichkeiten« kletterten die Preise zuletzt sogar um rund 20 % gegenüber dem Vorjahr. Die Immobilienkultur ist dort allerdings auch eine deutlich andere als hierzulande.

Immobilienpreise: Anstiege allerorten, besonders stark in den Vereinigten Staaten.

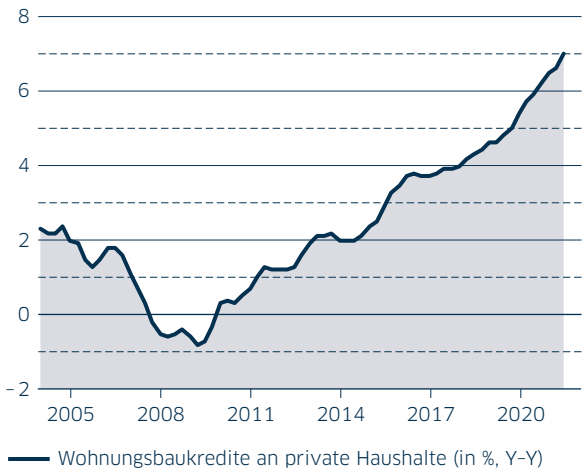


Nicht verschweigen wollen wir, dass es auch Beispiele wie Italien und Spanien mit moderaten Preissteigerungsraten unterhalb von 2 % gibt. Auch innerhalb Deutschlands ist die Preisentwicklung am Immobilienmarkt heterogen. Die Attraktivität einer Stadt, die Lage und die individuellen Eigenschaften einer Immobilie werden wichtige Parameter für die Wertentwicklung des Objekts bleiben oder – nicht zuletzt mit Blick auf künftige Anforderungen an die Energieeffizienz – noch wichtiger werden als schon bislang. Insofern will auch künftig jede Kauf- und Verkaufsentscheidung gut geprüft sein.

Ökonomische und soziale Kosten.

Der Boom der Immobilienpreise hat auch seine Kehrseiten. Das Bewertungsniveau der Immobilien ist immer ambitionierter, damit wird es anfällig für negative Überraschungen. Diese könnten sich beispielsweise einstellen, sollten die Mieten angesichts ausbleibenden Einwohnerwachstums zu sinken beginnen oder sollten die Renditen von Anleihen unerwartet stark steigen.

Die Verschuldung der privaten Haushalte wächst immer schneller.



Quellen: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Die gesellschaftlichen Auswirkungen der derzeitigen Veränderungen am Immobilienmarkt sind unverkennbar. Immer mehr Haushalte stoßen beim Kauf einer Wohnung an ihre finanziellen Grenzen. Die Folge: Die privaten Haushalte müssen mehr und mehr Schulden aufnehmen. Ein Kollaps droht hierdurch vorerst nicht, denn das Niveau der Verschuldung ist, insgesamt betrachtet, noch überschaubar. Auch ist die Höhe der Zinszahlungen, bei Licht besehen, letztlich sogar gesunken. Klar ist bei alledem: Die zuletzt zu beobachtenden Entwicklungen werden sich nicht endlos fortsetzen können!

Auf kurze Sicht spricht das Marktumfeld aus unserer Sicht für weiter steigende Preise. Möglicherweise gibt der jüngste Inflationsanstieg den Immobilien sogar einen zusätzlichen Schub. Immerhin sind die Baupreise jüngst um mehr als 12 % gestiegen und damit so schnell wie zum letzten Mal vor gut 50 Jahren.

Mittel- und längerfristig rechnen wir unverändert mit einer allmählichen Entspannung der Verhältnisse von Wohnraumangebot und -nachfrage. Dies sollte dann auch zu einer spürbaren Beruhigung der Preisentwicklung führen. Spekulationen auf immer weiter steigende Preise sind unseres Erachtens fehl am Platz. Eine längerfristige Entkoppelung der Preise von den fundamentalen Faktoren würde wohl ein zunehmend größeres Risiko für spätere Preiseinbrüche mit sich bringen und wäre eine ungünstige Perspektive für eine so illiquide und mit hohen Transaktionskosten verbundene Assetklasse wie Immobilien.

05.7 Aktienmärkte

»Climbing up the Wall of Worry«: Aktien dürften 2022 leicht steigen.

- Wachstums- und Gewinndynamik lässt im (Post-)Corona-Aufschwung nach
- Inflation und restriktivere Geldpolitik sorgen für höhere Schwankungen
- Anlagenotstand hoch: Aktien weiterhin im Vorteil gegenüber Bonds

Clemens Bundschuh, Frank Klumpp und Uwe Streich

Bremsspuren unverkennbar.

Seit dem coronabedingten massiven Einbruch im März 2020 kannten die Aktienkurse unter temporären Schwankungen fast nur eine Richtung: nach oben. Parallel hierzu erholten sich Konjunktur und Indexgewinne in raschem Tempo. So stiegen die Gewinnschätzungen für das laufende Jahr für S&P 500, Euro Stoxx 50 und DAX alleine in den ersten drei Quartalen 2021 zwischen 20 % und 25 %. Für das kommende Jahr erwarten die Analysten um zwischen 5 % und 10 % höhere Gewinnniveaus.

Der chinesische Drache wird müde.

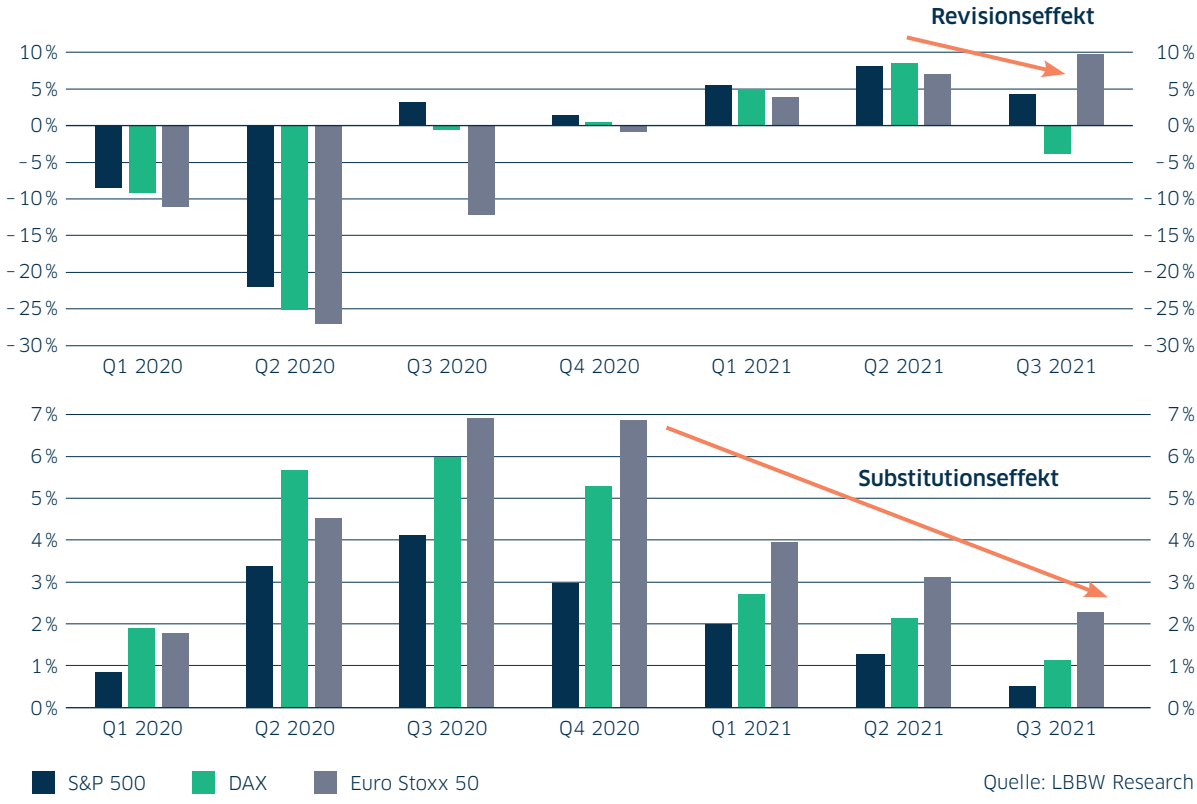
Im »Reich der Mitte« sind am aktuellen Rand wirtschaftliche Ermüdungserscheinungen zu beobachten. So verfolgt die Zentralregierung in Peking seit mehreren Monaten einen restriktiven Kurs gegen diverse Unternehmen. Nachdem sich die Maßnahmen zunächst gegen mächtige Internetkonzerne wie Alibaba oder Tencent gerichtet hatten, gerieten Ende Juli auch chinesische Bildungsunternehmen ins Kreuzfeuer. Es folgten Essenslieferdienste, Videospieleanbieter, Alkohol- und Zigarettenkonzerne, Internet-Video-Unternehmen, Chiphersteller, Onlineversicherer – ohne Anspruch auf Vollständigkeit. Am stärksten sind diejenigen betroffen, die für die »drei Berge« der Bevölkerung verantwortlich sind: Wohnen, Gesundheit und Bildung. Insgesamt vollzieht sich derzeit wohl der größte Politik-Schwenk seit Jahrzehnten. Dieser soll letztlich dem Machterhalt der Staatspartei dienen. In diesem Kontext greift Peking auch vermehrt in Richtung des Datenschatzes der Internetkonzerne.

All dies dürfte letztlich ein Loslösen der Staatspartei vom Wirtschaftswachstum als zentraler Quelle ihrer Legitimität bedeuten. Dies untergräbt das bisherige Entwicklungsmodell und gefährdet auf längere Sicht die Effizienz des Unternehmenssektors. Wir erwarten, dass das derzeit bei rund 6 % zu verortende chinesische Potenzialwachstum auf Sicht sinken wird – mit entsprechenden Rückwirkungen auf das Wachstum im Rest der Welt. Die Zeiten eines eher ungezügelten Kapitalismus sind vorüber. Die Kurse chinesischer Aktien haben hierunter arg gelitten, vor allem an den Börsenplätzen in Hongkong und New York. Die Bewertungen haben sich deutlich reduziert. Wir raten für diese Region weiter zu einer Untergewichtung. Aufgrund vieler Unwägbarkeiten über das Gewinnpotenzial börsennotierter Konzerne erscheint uns das Chance-Risikoprofil ungünstig.

Unternehmensgewinne: trotz Gegenwind stabil.

Außerhalb Chinas notieren die Frühindikatoren zwar einstweilen noch oberhalb der Schwelle zwischen Schrumpfung und Expansion, inzwischen lassen sich jedoch auch dort Anzeichen erkennen, dass die Konjunktur an Dynamik verliert. Auch die Gewinndynamik scheint nicht mehr die frühere Kraft zu haben. So fielen im dritten Quartal die Gewinnaufwärtsrevisionen bereits klar schwächer aus als im extrem positiven zweiten Quartal 2021. Zudem schrumpft seit mehreren Quartalen der Substitutionseffekt. Jener entsteht, da für die Berechnung des 12-Monats-Forward-Gewinns der Anteil der Gewinnprognosen für das jeweilige Folgejahr zulasten der Schätzungen für ein jeweils laufendes Jahr im Zeitablauf steigt. Last but not least

Gewinneffekte bei S&P 500, Euro Stoxx 50 und DAX.



Quelle: LBBW Research

erreicht auch der insbesondere für den US-Markt sehr bedeutende Rückkaufeffekt nicht mehr die Kraft vergangener Tage. In absoluten Zahlen lag das Ausmaß der Aktienrückkäufe dort zuletzt zwar wieder annähernd auf dem Niveau der Jahre 2018 bzw. 2019, weil der S&P 500 inzwischen jedoch auf weit höherem Niveau notiert als damals, lag der zugehörige Ertrag mit 1,5 % nur noch bei der Hälfte ehedem üblicher Levels.

Im DAX brach das Gewinnniveau zuletzt sogar ad hoc um 10 % ein. Dies ist jedoch nicht den zuvor geschilderten Faktoren, sondern einem übergeordneten Effekt geschuldet: der Erweiterung des Index von zuvor 30 auf inzwischen 40 Titel. Die Indexneulinge sind im Mittel weit höher bewertet als die »alten Hasen« und in einer relativen Betrachtung entsprechend mit einem geringeren Gewinn ausgestattet. Der DAX-Gewinn sank mit der Neuverkettung daher deutlich. Ähnliches galt, in geringerem Umfang, für den Euro Stoxx 50.

Die sich abschwächende Konjunktur- und Gewinndynamik ist kein Problem der Nachfrage. Im Gegenteil: Die Auftragsbücher der Unternehmen sind meist prall gefüllt. Die Produzenten können die Aufträge derzeit allerdings nur schleppend abarbeiten. Zahlreiche Vorprodukte und Teile treffen derzeit verspätet ein. Dieser Zustand wird vermutlich noch einige Monate anhalten. Dies hat den Charme, dass Nachholeffekte die Konjunktur- und Gewinndynamik 2022 beflügeln könnten. Hierzu ist allerdings essenziell, dass die Aufträge bis dahin nicht flächendeckend storniert werden, wie dies beispielsweise im Umfeld der Finanzkrise der Fall war. Völlig auszuschließen ist dies nicht mit Blick auf zuletzt dramatisch explodierende Energiepreise. Das Gespenst der »Stagflation« geht am Aktienmarkt um: eine Situation mit hohen Inflationsraten und gleichzeitig einer schwachen Realwirtschaft.

Zum Abhaken zu früh? Märkte im Post-Corona-Modus.

Corona ist an den Börsen kaum noch ein Thema. Dies könnte sich wieder ändern, wenn bislang nur unzureichend wissenschaftlich verifizierte Studien aus Israel zum Allgemeingut werden. Jene lassen darauf schließen, dass der Anti-Corona-Impfschutz nach wenigen Monaten erodiert: ein Einfallstor für wieder höhere Ansteckungs-, Hospitalisierungs- und Todesfallraten. Wird dies Wirklichkeit, könnten Auffrischungsimpfungen in schneller Folge nötig werden. In Israel sind Impfungen im Sechs-Monats-Rhythmus quasi bereits Pflicht, denn dann erlischt der

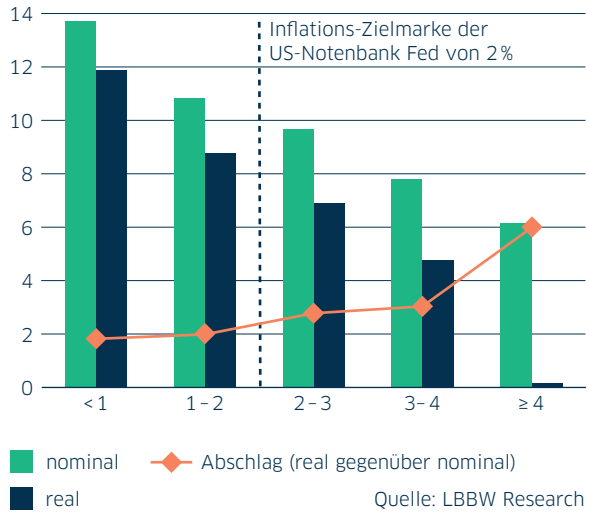
»Grüne Pass«, welcher zur Teilnahme am öffentlichen Leben zwingend erforderlich ist.

Inflation, Tapering, Leitzinsanhebungen: Schreckgespenster für Aktien?

Monatelang legte die Inflation rund um den Globus zu und eilte von Rekord zu Rekord. In den Vereinigten Staaten war zuletzt zwar wieder etwas Entspannung angesagt, allerdings verharrte die Inflation dort mit einem Wert von mehr als 5 % auf hohem Niveau. Für Aktien ist eine solche Konstellation, historisch betrachtet, alles andere als optimal. Der S&P 500 entwickelte sich seit 1950 in Monaten nach hoher Inflation im Mittel klar unterdurchschnittlich.

Die US-Notenbank steht nach unserer Lesart unmittelbar vor einem sukzessiven Rückbau ihrer massiven Anleihekäufe. Das sogenannte »Tapering« dürfte im Dezember starten. Ab Ende 2022 mag die Fed dann ihre Leitzinsen wieder nach oben schleusen. Beides, Tapering wie Zinsanhebung, gelten als Schreckgespenster für Aktien. Ist dies wirklich so? Die Vergangenheit lässt eher Gegenteiliges vermuten. Im Umfeld des 2014er-Taperings sowie der hierauf folgenden ersten Leitzinsschritte war temporär zwar immer wieder eine gewisse Nervosität zu beobachten, in Summe stiegen die Aktienkurse jedoch noch mehrere Jahre weiter. Ein intakter Wirtschaftsaufschwung war den Anlegern damals am Ende doch wichtiger als die Liquiditätsspritzen.

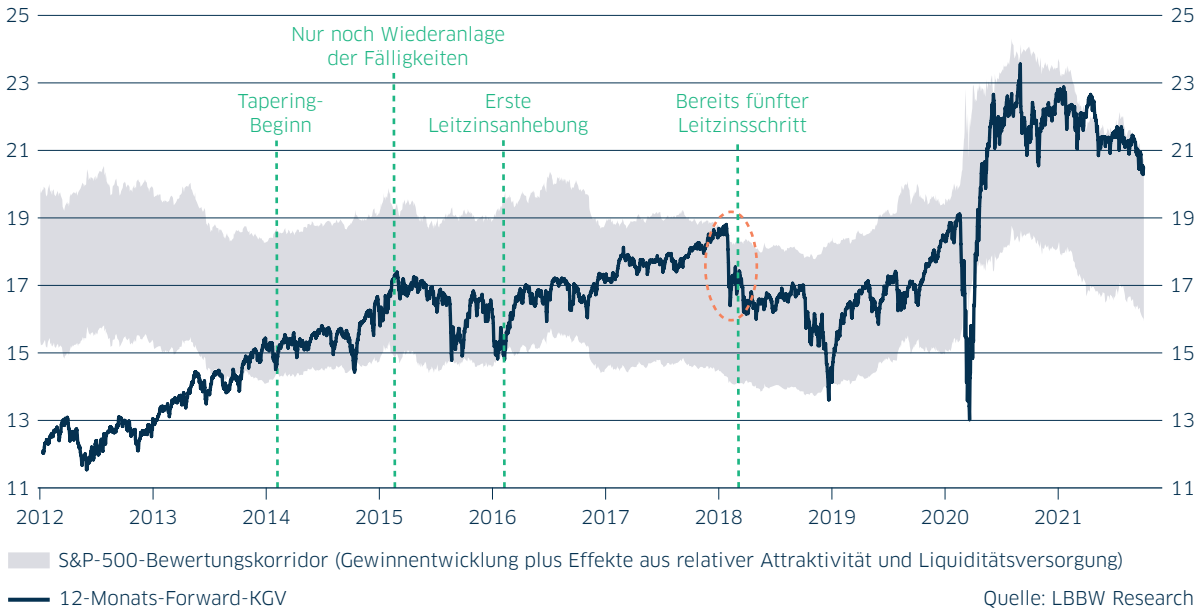
S&P 500 und mittlere Kursentwicklung in den jeweils folgenden 12 Monaten (in %).



Quelle: LBBW Research

Zur Einordnung einer gegebenen Situation am US-Aktienmarkt greifen wir auf das Band einer »fairen« Bewertung zurück, hergeleitet mittels Bewertungsmodell. Drei Faktoren gehen in die Bewertung ein: die Unternehmensgewinne, die relative Attraktivität von Aktien gegenüber Staatsanleihen sowie die Über- oder Unterversorgung der Wirtschaft mit Liquidität. Weil jene Rahmenbedingungen in Summe derzeit günstiger ausfallen als im Jahr 2014, dürfen Aktien unseres Erachtens am aktuellen Rand ohne Weiteres höher bewertet sein als früher. Bei alledem: Diesen Spielraum nutzt der US-Aktienmarkt mittlerweile

12-Monats-Forward-KGV des S&P 500 im Kontext seines »fairen« Bewertungskanals.



Quelle: LBBW Research

Exkurs: TINA.

Das Akronym »TINA« bedeutet: »There is no alternative«. Es ist derzeit die dominierende Erzählung an den Märkten, wonach angesichts von Nullrenditen bei vermeintlich risikolosen Anleihen eine Anlage in Sachwerte wie Aktien oder Immobilien ohne Alternative ist. Die nominalen Nullrenditen von Bundesanleihen waren bereits in den vergangenen Jahren Grund genug, dem »TINA«-Argument zu folgen. Wegen steigender Inflationsraten wächst der Anlagedruck für die Anlegerschar umso mehr: Die Kaufkraft des Geldes sinkt sukzessive in einem solchen Umfeld.

vollständig aus. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des Welt-Leitaktienmarktes, 12 Monate in die Zukunft geblickt, fällt derzeit nicht nur in absoluter Betrachtung höher aus als 2014. Vielmehr notiert es am oberen Ende des »fairen« Bewertungskorridors. Waren US-Aktien zu Beginn des 2014er-Taperings somit günstig, scheinen die Bewertungen im Vorfeld des nun erneut anstehenden Rückbaus der Anleihekäufe weitgehend ausgereizt zu sein. Uns würde es wenig überraschen, wenn die Anleger auf die bevorstehenden Fed-Schritte nun etwas nervöser als ehedem reagieren, zumal unser KGV-Band einer fairen Bewertung abwärts tendiert.

Europas Aktienmärkte sind nicht nur in absoluter Betrachtung günstiger bewertet als das US-Pendant. Vielmehr kommt ihnen außerdem zugute, dass diesseits des Atlantiks die Anleiherenditen deutlich niedriger liegen. Das »TINA-Argument« hat hierzulande eine nochmals größere Bewandtnis: »There is no alternative« zu Aktien.

Politische Börsen haben kurze Beine – und Richtungswahlen einen langen Arm.

»Politische Börsen haben kurze Beine.« So lautet ein bekanntes Bonmot. Tatsächlich: Stärkere Schwankungen am Montag nach einer Bundestagswahl werden in der Regel schnell durch andere Themen überlagert. Auf Sicht mehrerer Jahre zeigte sich in der Vergangenheit bei alledem: In den 37 Jahren Kanzlerschaft der CDU legte der DAX um 10,6 % p.a. zu. Dagegen erzielte das deutsche Leitbarometer in 19 Jahren SPD-Führung ein Plus von 1,7 % p.a. Wie wird es in der nunmehr begonnenen Legislatur aussehen? »This time is different?« Wir können uns dies zumindest vorstellen!

Sowohl die SPD als auch die Grünen fassen höhere Staatsausgaben ins Auge. Hierzu scheint auch die FDP bereit, sofern die Schuldenbremse nicht vollständig ad acta gelegt wird und der Unternehmenssektor keine höhere Steuerlast schultern muss. Liberale und SPD zusammen dürften beim Klimaschutz ein Korrektiv darstellen, um zu verhindern, dass den energieintensiven deutschen Industriesektoren allzu hohe Lasten aufgebürdet werden. Höhere Staatsausgaben der neuen Koalition dürften in der Tendenz den Branchen Automobil, Versorger und Industrie zugutekommen.

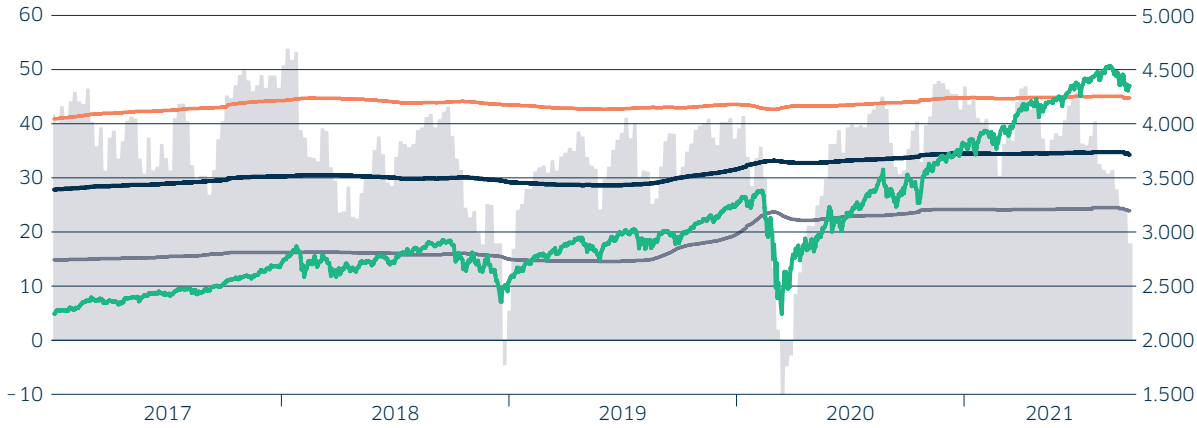
Konstruktive Börsenstimmung: keine Euphorie, sondern »Wall of Worry«.

Die Stimmung unter den Aktienanlegern zeigt am aktuellen Rand eine gewisse Skepsis. Hierauf deuten einschlägige Sentiment-Indikatoren hin. Solange die Grundstimmung an den Märkten eher verhalten und keine gefährliche Sorglosigkeit oder gar Euphorie zu spüren ist, schätzen wir den Aktienmarkt unter Sentiment-Aspekten konstruktiv ein. Die »Wall of Worry«, die Mauer der Angst, scheint einstweilen noch nicht überwunden. An ihr könnten die globalen Indizes zunächst noch ein Stück weiter hinaufklettern.

Exkurs: Value versus Growth.

»Value« und »Growth« sind zwei unterschiedliche Anlagestile mit demselben Ziel: eine gute Aktienperformance zu erzielen – aus Sicht des Investors entweder absolut gesehen oder im Vergleich zum Gesamtmarkt. Value-Anleger suchen vor allem unterbewertete Titel, etwa nach den Bewertungskriterien Kurs-Buchwert oder Dividendenrendite, während Growth-Investoren den Fokus auf überdurchschnittliches künftiges Wachstum von Umsätzen und Gewinnen legen. Unternehmen aus dem Value-Spektrum kommen häufig aus etablierten Industrien bzw. Geschäftsmodellen wie Telekom oder Öl&Gas, während Growth-Unternehmen zumeist über eine junge Unternehmensgeschichte verfügen und in Zukunftsfeldern tätig sind.

Sentiment in den Börsenbriefen zur US-Börse.



US-Börsenbrief-Stimmung (Investor Intelligence): Saldo aus Optimisten und Pessimisten (in %)

4-Jahres-Durchschnitt — Überhitzungszone/Euphorie — Unterkühlungszone/Pessimismus

S&P 500 (rechte Skala, in Punkten)

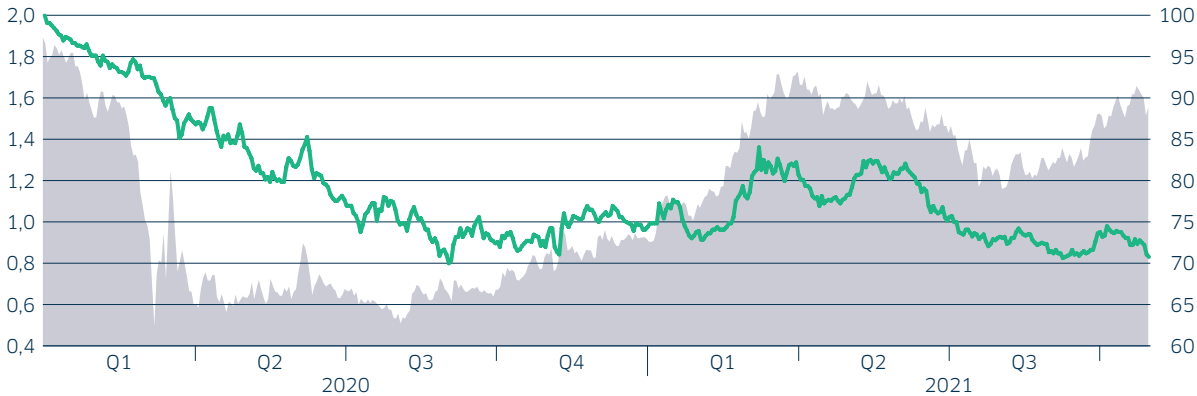
Quellen: Refinitiv, Investor Intelligence, LBBW Research

Eine Stilfrage: Value dürfte wieder aufholen.

Aktienpapiere schnell wachsender Unternehmen, sogenannte »Growth-Titel«, und wertbeständigere Aktien, sogenannte »Value-Titel«, wechselten sich in den zurückliegenden Monaten in der Gunst der Anleger mehrfach ab. Nachdem sich die US-Notenbank zuletzt recht klar in Richtung Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik positioniert hatte, legten die Renditen zehnjähriger US-Treasuries wieder zu. Dies konnte den Wachstumstiteln zunächst nur wenig anhaben, anders als deren Pendants. Wir gehen davon aus, dass sich die nunmehr wieder sichtbare Schere zwischen den beiden Segmenten perspektivisch schließt und Value-Titel wieder aufholen. Allerdings ist die absolute Bewertung speziell der US-Value-Titel vergleichsweise hoch. So beträgt das KGV des S&P 500 Value Index derzeit knapp 16. Europäische Value-Titel erscheinen uns hier attraktiver.

In der Regionenallokation führt, trotz hoher Bewertungsniveaus, kaum ein Weg an US-Titeln vorbei. Aus Sicht hiesiger Investoren bieten US-Aktien zudem die Möglichkeit, an einer von uns erwarteten Aufwertung des US-Dollar zu partizipieren. Innerhalb Europas sind wir für den industrielastigen DAX vorsichtig; hier prägt eine hohe Abhängigkeit von China das Bild, nach unserem Dafürhalten aktuell von Nachteil. Bei chinesischen Aktien im Besonderen sowie bei Emerging Markets im Allgemeinen raten wir zur Vorsicht,

»Value-Titel« und »Growth-Titel« in einer relativen Bewertung und zugehörige Zehnjahres-US-Treasury-Rendite.



US-Treasuries 10 Jahre (linke Skala, in %)

Relative Stärke Value versus Growth USA (rechte Skala, indexiert, 1.1.2020 = 100)

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

trotz vorderhand attraktiver Bewertungsniveaus. Innerhalb der Emerging Markets mag Titeln aus rohstofflastigen Märkten wie Brasilien oder Russland ein steigendes Preisniveau für Energieträger und weitere Rohstoffe zugutekommen.

Branchen-Mix 2022: Erhöhte Inflation und steigende Renditen sprechen für Value-Sektoren.

Eine gute »Versicherung« gegen steigende Inflation und Renditen stellen die **Versicherer** dar. Von steigenden Anleiherenditen profitieren in der Tendenz insbesondere Lebensversicherer, da diese dann ihre Auszahlungsverpflichtungen und Garantien gegenüber ihren Beitragszahlern leichter erfüllen können. Schadens- und Unfallversicherer müssen bei steigender Teuerung höhere Ausgaben einkalkulieren.

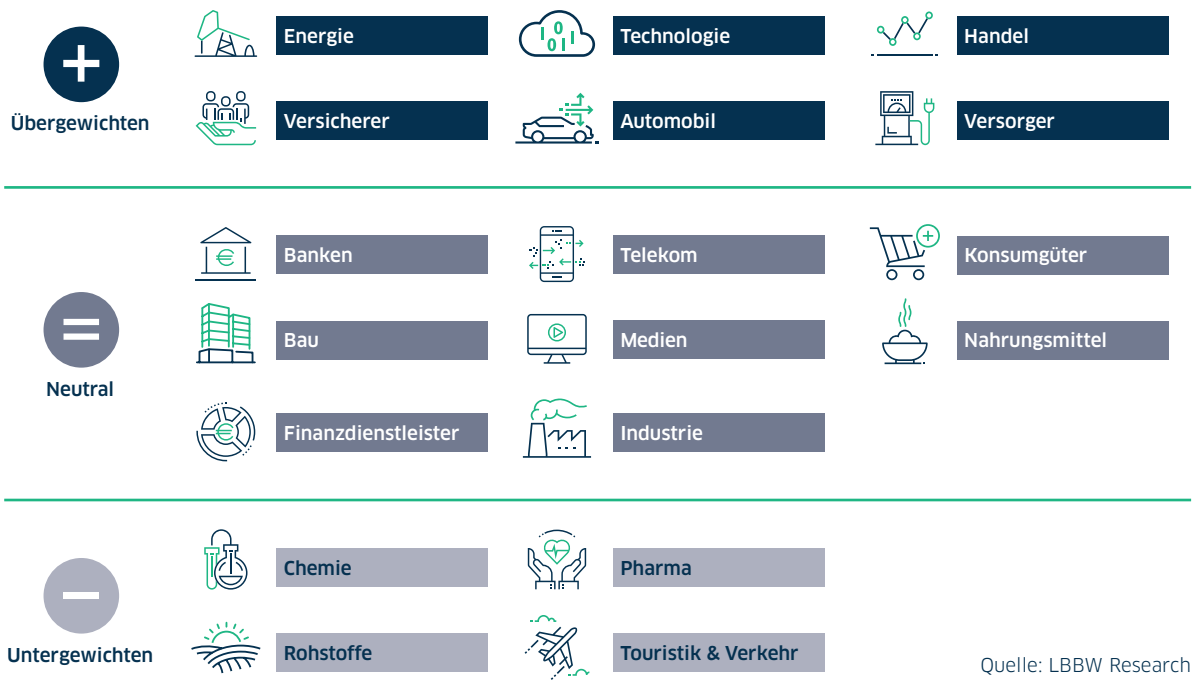
Der **Energie**sektor sollte bis ins erste Halbjahr 2022 von gewisser Versorgungsknappheit geprägt und damit bei Öl und Gas preislich nach unten gut abgesichert sein. Zudem eröffnen höhere Öl- und Gasnotierungen den Sektor-Schwergewichten Spielräume für Dividendenerhöhungen.

Die europäische **Automobil**branche erfreut sich starker Nachfrage. Die Auftragsbücher sind voll. Die Produktion kommt aufgrund von Lieferengpässen bei Halbleitern und Vorprodukten kaum hinterher. Die großen Produzenten können einen Großteil der gestiegenen Preise auf die Kunden überwälzen. Auch kommen ihnen staatliche Förderungen im wachsenden Segment der E-Autos zugute. Bewertung und Dividendenrendite erscheinen im Branchenvergleich attraktiv. Der Automobilsektor sollte übergewichtet werden.

Die ambitionierten EU-Klimaziele bis 2030, der »Green Deal«, erfordern einen Ausbau in den Wachstumsfeldern erneuerbare Energien und Netze. Die EU und auch die neue Bundesregierung dürften die **Versorger**branche mit höheren Investitionen unterstützen. Zudem rücken unter regulatorischem Druck ESG-Investments am Aktienmarkt immer stärker in den Fokus und begünstigen einige der europäischen Branchenvertreter.

In der europäischen **Technologie**branche treiben Trends wie Internet der Dinge, Künstliche Intelligenz, autonomes Fahren, Big Data, Cloud Computing und mobile Anwendungen das Wachstum voran. Überproportionale Zuwächse werden bei Softwarelösungen und den vom Cloudboom befeuerten Hardwaresegmenten erwartet. Dem Chipsektor kommt eine starke Nachfrage aus Abnehmerbranchen zugute, was auch zu Preiserhöhungen führt. Die überproportionalen Wachstumschancen bringen allerdings ein vergleichsweise hohes Bewertungsniveau bzw. eine geringere Dividendenrendite mit sich.

Ausgewogenes Portfolio zum Jahresausklang.



Quelle: LBBW Research

05.8 Krypto-Währungen

Wette auf einen Megatrend.

- Krypto-Sektor hat »Hype-Phase« hinter sich
- Hohe Renditechancen bei hohen Risiken
- Buy and Hold eines kleinen diversifizierten Portfolios an Krypto-Titeln zu empfehlen

Dr. Guido Zimmermann

Keine Investmentklasse fasziniert und ist gleichzeitig so umstritten wie die der »Krypto-Assets«: digitale Aktiva, abgespeichert auf einer »Blockchain«. Die Blockchain-Technologie fasziniert, denn sie stellt nicht nur die Basis für »Krypto-Währungen« wie Bitcoin dar. Vielmehr ist sie auch ein wichtiger Pfeiler für Anwendungen in der »Industrie 4.0«, und sie verspricht eine Revolution in der Automatisierung des Finanzsektors (»Decentralized Finance«). Umstritten ist die Assetklasse, weil die Technologie noch auf absehbare Zeit einen hohen Energieaufwand erfordert und Investitionen hier mit großen Risiken einhergehen. Die Innovationsdynamik im Krypto-Sektor ist bei alledem hoch; der Sektor ist über den anfänglichen »Hype-Status« hinaus.

Der Krypto-Sektor hat einiges mit dem Corona-Virus gemeinsam: Er wird nicht mehr verschwinden, und seine Entwicklung wird in Wellen mit immer neuen Mutationen voranschreiten, befeuert durch viele spekulative Übertreibungen. Diese Übertreibungen sollten indes nicht den Blick auf den grundlegend innovativen Charakter der Blockchain-Technologie verstellen.

Für ein Investment in den Krypto-Sektor spricht der Megatrend Kryptografie: Das Konzept der asymmetrischen Verschlüsselung von Daten, das Bitcoin populär gemacht hat, dürfte langfristig in vielen Lebensbereichen zu sehen sein. Eine digitale, dezentrale Welt benötigt zudem ein sicheres, dezentrales System des Daten- und Wertetransfers. Genau dies liefert eine Blockchain. Ein weiteres plausibles Mehrwertversprechen ist, dass in Zukunft alle Assets einmal »Krypto« sein werden: auf einer Blockchain gespeichert. Dies wird zwar noch viele Jahre dauern, ist aber so gut wie unvermeidlich. Aufgrund einer hohen Volatilität der Krypto-Assetpreise bestehen hohe Renditechancen, die allerdings mit sehr hohen Risiken erkauft werden: hohe Cyber- und Technik-Risiken, eine sehr junge Marktinfrastruktur, die zu Betrug einlädt, sowie eine Anfälligkeit für Marktmanipulationen. Kleinanleger sollten sich bewusst sein: Im Getümmel des Krypto-Sektors kann so gut wie alles passieren – Anlegerschutz ist zumeist noch unbekannt. Hinzu kommt, dass man strenggenommen ins »Blaue« hinein investiert. Denn eine Fundamentalwertbestimmung für Krypto-Assets ist praktisch unmöglich.

Vor diesem Hintergrund empfehlen wir, bei einem Engagement im Krypto-Segment lediglich einen kleinen Prozentsatz des zur Verfügung stehenden Investitionsvolumens dort anzulegen, eine genaue Sorgfalt bei der Auswahl der Börsen zu üben, die Chancen des Sektors mit Nachhaltigkeitsaspekten abzuwägen und bei der Titelauswahl breit zu streuen. Für Nichtexperten auf diesem Gebiet ist es nach aller Erfahrung unmöglich zu bestimmen, welche Krypto-Währung sich letztlich durchsetzen wird. Es kann durchaus sein, dass Bitcoin wie das erste Auto ist: schmutzig, langsam, unausgereift, aber eine geniale Erfindung. Nur: Heute fährt niemand mehr mit der Technologie des ersten Autos. Aus diesem Grund geben wir auch keine Kursziele für Krypto-Währungen aus. Wir gehen zwar davon aus, dass die Assetklasse »Krypto« langfristig eine positive Entwicklung nehmen dürfte – allerdings bei gleichzeitig sehr hoher Volatilität. Eine Fondslösung und ein Buy-and-Hold-Prozedere erscheinen uns als sinnvolle Vorgehensweise für Anleger.

05.9 Asset Allocation.

Die Risiken nehmen zu – die Alternativlosigkeit bleibt.

- Realrenditen fallen auf immer niedrigere Niveaus
- Chance-/Risiko-Verhältnis verschlechtert sich zusehends: für viele Assetklassen
- Alternativen zu Aktien? Rar gesät!

Clemens Bundschuh

Weltweiter Aufschwung: zwar intakt, aber das Tempo lässt nach.

Der Aufschwung in China verliert spürbar an Dynamik. Die Regierung in Peking greift zunehmend regulatorisch in das Marktgeschehen ein, vor allem im Tech-Sektor. Sie verfolgt eine »Zero-Covid-Strategie«, mit dem Nebeneffekt weltweiter Angebotsengpässe, so durch geschlossene Seehäfen. Hinzu kommen Überkapazitäten im chinesischen Bausektor und Verschuldungsprobleme bei dortiger Immobilienentwicklern.

Angespannte Lieferketten quer über den Globus verhindern ein Überhitzen der Weltwirtschaft. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe stottert allerorten. Zudem halten sich angesichts zunehmend längerer Lieferfristen, vor allem im Maschinenbau, im Automobilsektor und in der Elektroindustrie, viele Unternehmen und Verbraucher mit neuen Bestellungen zurück. Bei alledem sind die Auftragsbücher bislang prall gefüllt, die Lager leer. Dieser Kontext dürfte die entwickelten Volkswirtschaften gut durch das Jahr 2022 tragen. Für China erwarten wir derweil mit 5 % Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Leistung ein vergleichsweise schwaches Jahr 2022.

Inflationspeak voraus – Realverzinsung historisch negativ.

Die Teuerung in Europa und in den Vereinigten Staaten steuert auf ein zyklisches Hoch zu. Zwar sollten sich die Inflationsraten 2022 wieder auf niedrigeren Niveaus einpendeln, doch die Anleger müssen in liquiden Assets angesichts einer Niedrigzinswelt eine hohe negative Realverzinsung einkalkulieren. Der Anlagenotstand bei privaten und institutionellen Investoren bleibt einstweilen bestehen. Am hoch bewerteten Bondmarkt bedarf es auf der Suche nach Rendite des steinigen Gangs in höhere Laufzeiten sowie in höhere Bonitäts- und Währungsrisiken. Vor dem Hintergrund eines Hauptszenarios moderat steigender Renditen in Europa und in den Vereinigten Staaten muss die Anlegerschaft zudem Bewertungs- und Durationsrisiken einkalkulieren, was die Generierung einer positiven Nominalrendite zusätzlich erschwert.

Reale Assets übergewichten – sonst schlägt die Inflation zu.

Die Assetklasse Aktien weist, bei allen regionalen Unterschieden, für die nächsten fünf Jahre durchschnittlich rund 5 % Total Return p. a. auf. Das ist zwar nicht paradiesisch, aber in einer Portfoliobetrachtung so gut wie alternativlos. Der Beachtung wert sind unseres Erachtens Substanzwerte mit hohen Dividendenrenditen aus den Branchen Energie, Automobil und Versorger. Zudem sollten im Depotmix je nach Anlagementalität Immobilien, alternative Sachwertinvestments und Gold berücksichtigt werden, um die Abhängigkeit von Bonds und Aktien zu verringern. Am Immobilienmarkt erscheinen die Bewertungen zwar als angespannt, nicht zuletzt historisch hohe negative Realzinsen und Verwahrentgelte für das Parken von Liquidität auf Geschäftsbankenkonten dürften aber auch 2022 für steigende Immobilienpreise hierzulande sorgen.

Unterm Strich trübt sich das Chance-/Risiko-Verhältnis für Risikoassets wie Aktien und Unternehmensanleihen weiter ein. Nichtsdestoweniger bleiben wir bei unserer leichten Übergewichtungsempfehlung für eben diese Anlageklassen. Denn: Was wären die Alternativen?

Renditeerwartungen versus Risiko (in % auf 5-Jahressicht).

Quellen:
Refinitiv, LBBW Research

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und in Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn/ Marie-Curie-Str. 24–28, 60439 Frankfurt.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen so weit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren, für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Diese Studie und die darin enthaltenen Informationen sind von der LBBW ausschließlich zu Informationszwecken ausgegeben und erstellt worden. Sie wird zu Ihrer privaten Information ausgegeben mit der ausdrücklichen Anerkenntnis des Empfängers, dass sie kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zu kaufen, halten oder verkaufen und auch kein Medium, durch das ein entsprechendes Finanzinstrument angeboten oder verkauft wird, darstellt. Sie wurde ungeachtet Ihrer eigenen Investitionsziele, Ihrer finanziellen Situation oder Ihrer besonderen Bedürfnisse erstellt. Die hierin enthaltenen Informationen sind vertraulich. Jede Vervielfältigung dieses Informationsmaterials in Gänze oder in Teilen ist verboten, und Sie dürfen dieses Material ausschließlich an Ihre Berater oder Angehörige der Berufsstände weitergeben, die Ihnen dabei helfen, die Finanzinstrumente zu bewerten.

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und sollte keine verlässliche Grundlage zum Zwecke der Entscheidungsfindung bilden, in dieses bestimmte Finanzinstrument zu investieren. Mögliche Investoren sollten Informationen zugrunde legen, die im Emissionsprospekt zu finden sind, sowie auf andere öffentlich zugängliche Informationen zurückgreifen.

Die Informationen in dieser Studie sind von der LBBW aus Quellen geschöpft worden, die für zuverlässig gehalten werden. Die LBBW kann allerdings solche Informationen nicht verifizieren, und aufgrund der Möglichkeit menschlichen und technischen Versagens unserer Quellen, der LBBW oder anderen wird nicht erklärt, dass die Informationen in dieser Studie in allen wesentlichen Punkten richtig oder vollständig sind. Die LBBW schließt jegliche Haftung bezüglich der Genauigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit jeglicher Information aus und ist für Irrtümer oder Auslassungen oder das Resultat der Nutzung dieser Informationen nicht verantwortlich. Die hierin enthaltenen Aussagen sind Äußerungen unserer nicht verbindlichen Meinung, jedoch keine Darlegung von Tatsachen oder Empfehlungen, ein Finanzinstrument zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen. Änderungen einer Einschätzung können wesentliche Auswirkungen auf die ausgewiesene Wertentwicklung haben. Informationen über die Wertentwicklung in der Vergangenheit weisen nicht auf zukünftige Wertentwicklungen hin. Die LBBW kann in der Vergangenheit andere Studien herausgegeben haben und in Zukunft andere Studien herausbringen, die mit den Informationen in dieser Studie nicht übereinstimmen und andere Schlussfolgerungen ziehen. Diese Studien spiegeln die verschiedenen Annahmen, Ansichten und analytischen Methoden der Analysten wider, die sie erstellt haben, und die LBBW ist in keinster Weise verpflichtet sicherzustellen, dass ein Empfänger dieser Studie Kenntnis von diesen weiteren Studien erhält.

Dieses Material gibt nicht vor, allumfassend zu sein oder alle Informationen zu enthalten, die ein möglicher Anleger zu erhalten wünschen mag.

Nichts in dieser Studie stellt einen anlagerelevanten, rechtlichen, buchhalterischen oder steuerlichen Rat dar oder gibt vor, dass eine Anlage oder Strategie Ihren individuellen Umständen entspricht oder für diese geeignet ist oder anderweitig eine persönliche Empfehlung an Sie ausmacht. Diese Studie richtet sich lediglich an und ist nur gedacht für Personen, die sich hinreichend auskennen, um die damit einhergehenden Risiken zu verstehen. Diese Veröffentlichung ersetzt nicht die persönliche Beratung. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, sollten Sie Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich weiterer und aktuellerer Informationen über spezielle Anlagemöglichkeiten und für eine persönliche Anlageberatung bezüglich der Angemessenheit der Anlage in ein Finanzinstrument oder einer Anlagestrategie aus dieser Studie konsultieren.

Die LBBW gibt nicht vor, dass auch in Zukunft ein Sekundärmarkt für diese Finanzinstrumente existieren wird. Anleger sollten sowohl die Möglichkeit als auch die Absicht haben, solche Finanzinstrumente auf unbestimmte Zeit zu halten. Ein möglicher Anleger muss feststellen, ob der Erwerb der Finanzinstrumente sich mit seinen finanziellen Bedürfnissen, Zielen und Bedingungen deckt,

mit allen darauf anwendbaren Richtlinien und Einschränkungen vollständig übereinstimmt und es sich um eine angemessene und geeignete Anlage handelt, ungeachtet der klaren und hohen Risiken, die mit einer Anlage in die Finanzinstrumente einhergehen. Die hierin enthaltenen Informationen umfassen teilweise sehr hypothetische Analysen. Diese Analyse basiert auf bestimmten Annahmen bezüglich zukünftiger Ereignisse und Bedingungen, die per se unsicher, unvorhersehbar und dem Wandel unterworfen sind. Es wird keine Aussage über die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion getroffen und Anleger sollten sich nicht darauf verlassen, dass die Analyse auf die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion verweist. Tatsächliche Ergebnisse werden, vielleicht wesentlich, von der Analyse abweichen. Anleger sollten die Analysen unter dem Gesichtspunkt der zugrunde liegenden Annahmen, die hierin enthalten sind, betrachten, um ihre eigenen Schlüsse zu ziehen bezüglich der Plausibilität dieser Annahmen und um die Analyse dieser Betrachtungen zu bewerten. Eine Anlage in dieses bestimmte Finanzinstrument beinhaltet gewisse spezifische Risiken. Mögliche Anleger in dieses bestimmte Finanzinstrument sollten die Informationen, die im Emissionsprospekt enthalten sind, sorgfältig prüfen, einschließlich des Abschnittes »Risikofaktoren«.

Das bestimmte Finanzinstrument, auf das hierin Bezug genommen wird, kann ein hohes Risiko beinhalten, darunter Kapital-, Zins-, Index-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwert-, Produkt- und Marktrisiken und ist nicht für alle Anleger geeignet. Die Finanzinstrumente können plötzliche und große Wertverluste erleiden, die Verluste verursachen, die dem ursprünglichen Anlagevolumen entsprechen, wenn diese Anlage eingelöst wird. Jede ausgeübte Transaktion beruht ausschließlich auf Ihrem Urteil bezüglich der Finanz-, Tauglichkeits- und Risikokriterien. Die LBBW gibt nicht vor, unter solchen Umständen beratend tätig zu werden, noch sind ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter dazu befugt.

Informationen zu den Empfehlungen werden mindestens einmal jährlich aktualisiert. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen.

Weitere, gemäß DVO (EU) 2016/958 (insbesondere Artt. 4, Abs. 1 lit. e und i sowie 6, Abs. 3) erforderliche Angaben und Übersichten finden Sie unter https://www.lbbw-markets.de/publicdisclaimer.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Offenlegungstatbestände

Die rechtlichen Bestimmungen, denen wir unterliegen, verpflichten uns, auf nachfolgende Umstände, falls sie bei den besprochenen Werten vorliegen, hinzuweisen, um für Sie als Empfänger unserer Research-Produkte Transparenz zu schaffen:

1) LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen halten an der Gesellschaft eine Beteiligung von mindestens 5 % des Grundkapitals.
2) LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen waren innerhalb der letzten 12 Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebotes beteiligt.
3) LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen betreuen die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4) LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen haben eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen.
5) LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate gegenüber dem Emittenten an eine Vereinbarung über Investmentbanking-Dienstleistungen gebunden oder erhielten hieraus eine Leistung oder ein Leistungsversprechen.
6) LBBW hält eine Nettokaufposition, die den Schwellenwert gemäß Artikel 6, Absatz 1 lit. a) DVO (EU) 2016/958 überschreitet.
7) LBBW hält eine Nettoverkaufsposition, die den Schwellenwert gemäß Artikel 6, Absatz 1 lit. a) DVO (EU) 2016/958 überschreitet.
8) LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen stehen als Bankvertriebskanal für Versicherungspolicen der W&W zur Verfügung.
9) LBBW erwartet in den nächsten 3 Monaten Erlöse aus der Strukturierung und dem Vertrieb von kapitalmarktnahem Geschäft mit dem Unternehmen.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften (»Moody's«). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's (»Moody's-Informationen«) sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Impressum

Redaktion

Landesbank Baden-Württemberg
Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Redaktionsschluss / Druckfreigabe:
5. November 2021

Fotoquellen:
Getty Images,
Landesbank Baden-Württemberg