



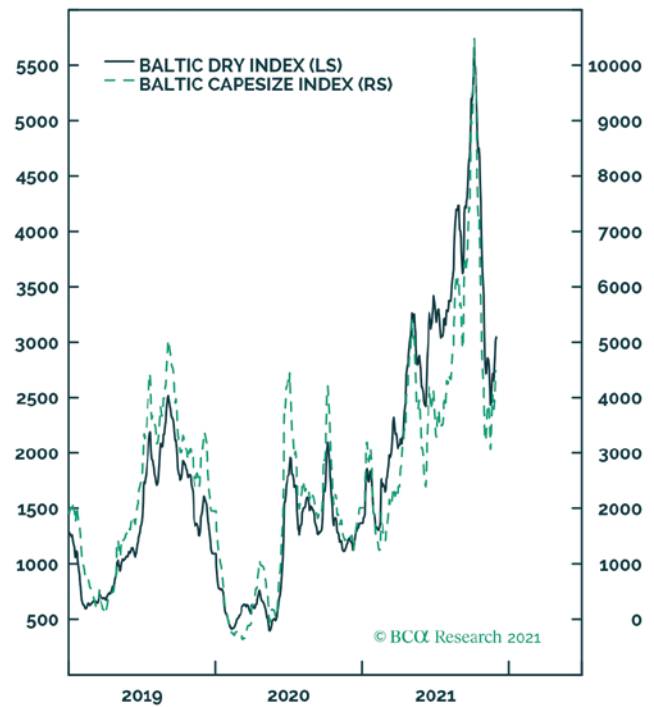
Was bringt 2022 ?

Die in 2020 gestartete globale Expansion befindet sich inmitten ihrer ersten Belastungsprobe, an deren Ende eine erneute Wachstumsbeschleunigung stehen wird. Angebotsseitige Probleme haben sich verstärkt, während eine neue massive COVID-Welle auf die Mobilität in Europa drückt und zu einer Abwärtskorrektur in den Wachstumsprognosen für den Euroraum geführt hat. Trotz dieses Härte-tests beschleunigt sich das globale Wachstum in diesem Quartal.

Am Ende dürfte das Wachstum im nächsten Jahr über dem Potenzialwachstum liegen. Asien wird sich wahrscheinlich erholen, da dort Mobilität und Impfzraten deutlich zugenommen haben. Zusätzlich zu dem immer noch beträchtlichen globalen Wachstumsimpuls, der aus der Normalisierung des Dienstleistungssektors kommen wird, dürfte auch das globale verarbeitende Gewerbe profitieren, da die asiatischen Lieferengpässe weiter abnehmen werden. Das ist bereits heute an den fallenden Frachtraten abzulesen. Zu erwarten sind zusätzliche fiskalische Impulse aus Japan und ein starker Rückgang der Sparquote hin zu mehr Investitionen und Konsum in den USA, der den bisherigen Kaufkraftverlust ausgleichen wird. Versorgungsengpässe im Gütersektor werden wieder verschwinden und ein neues Problem am Horizont aufsteigen: Arbeitskräfte. Die Nachfrage nach Arbeitskräften dürfte zu einer weiteren Senkung der Arbeitslosenquote bei gleichzeitig steigenden Löhnen führen. Zumindest in den Vereinigten Staaten könnte daher der Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflation – gemeinhin als Phillipskurve bekannt – zu einem nicht vorübergehenden Inflationsdruck führen. Daher ist die Bedingung des Federal Open Market Komitees (FOMC) für eine erste Anhebung des Fed-Funds-Zinssatzes – Vollbeschäftigung –

Baltic Dry Index (Schüttgut ie. Kohle, Eisenerz, Getreide)

Grafik 2



möglicherweise schon bis Mitte nächsten Jahres erfüllt. Wie würde sich eine langfristig bei 3 % liegende Kerninflation auf die verschiedenen Anlagen auswirken? Im „The Bank Credit Analyst“ wurde hierzu eine kleine Tabelle veröffentlicht, die die Jahresrenditen der vergangenen 30 Jahre der für die nächsten 10 Jahre gegenüberstellt. Resultat: das Gesamtergebnis halbiert sich vor Inflation und sechstelt sich nach Abzug der Inflationsrate von 3 % (Angaben dollarbasiert).

Langzeit-Renditeerwartungen bei 3% Inflation

Grafik 3

COMPOUND % RETURNS P.A.			
	THE PAST 1990-2021	THE FUTURE 2022-2032	PORTFOLIO WEIGHT
US EQUITIES	11.1	3.7	30
OTHER DEVELOPED EQUITIES	5.5	4.9	15
EM EQUITIES	8.2	6.1	5
10-YEAR TREASURIES	5.9	1.2	20
CORPORATE BONDS*	7.0	2.9	10
ALTERNATIVES**	10.5	6.6	20
TOTAL PORTFOLIO***	8.5	4.0	
US INFLATION	2.1	3.0	
TOTAL PORTFOLIO REAL RETURN	6.5	1.0	

* BASED ON MARKET CAP WEIGHTED AVERAGE OF INVESTMENT GRADE & HIGH YIELD RETURNS.
 ** BASED EQUALLY-WEIGHTED AVERAGE OF PE, VC, HEDGE FUNDS, DIRECT REAL ESTATE, US REITS, COMMODITIES, FARMLAND AND TIMBERLAND.
 PAST COMPOUND % RETURNS STARTING 1992.
 *** BASED ON WEIGHTS IN FINAL COLUMN.



Völlig ignoriert wird derzeit die mögliche Lockerung der US-China-Zölle, die während der Präsidentschaft Trumps i.H.v. 350 – 370 Mrd. US-\$ verhängt worden waren. Das wäre ein nicht eingepreister Rückenwind für US- und chinesische Aktien gleichermaßen, insbesondere für zyklische Werte und Small Caps. Während die meisten Anleger negativ gegenüber dem Handel zwischen den USA und China eingestellt sind, bestehen bestehende Argumente für eine Lockerung der Zölle. In der Tat könnte auf dem Weg zu den Zwischenwahlen 2022 in den USA mit der Lockerung der Zölle Biden ein Wahlkampfversprechen einlösen, die Wahlstrategie der Partei unterstützen und Vorbehalte der Unternehmen zerstreuen. Niedrigere Zölle könnten auch die Verbraucher in einer Zeit entlasten, in der die staatlichen Leistungen bei einer immer noch hohen Inflationsrate voraussichtlich zurückgehen. Während der Handelsgespräche zwischen den USA und China zwischen April 2018 und Januar 2020 stiegen chinesische Aktien jedes Mal, wenn die Spannungen nachließen und korrigierten, als die Spannungen eskalierten.

Die Handelszölle haben Verbraucher und Unternehmen insgesamt rund 128 Mrd. \$ gekostet, darunter allein in diesem Jahr bisher 44 Mrd. Dollar. Bei den S&P 500-Unternehmen haben die Zölle der Phasen I und II den Gewinn pro Aktie um 7-8 % durch direkte und indirekte Effekte reduziert. Somit wäre selbst eine teilweise Rücknahme der Zölle ausreichend für eine Margen- und Gewinnsteigerung. Da produzierende Unternehmen im Kreuzfeuer des Handels gefangen waren (z. B. Industriebranchen, Werkstoffe, technische Hardware, zyklische Konsumgüter), werden diese Sektoren nun am meisten profitieren.

Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken weiterhin zurückhaltend bleiben und nicht auf hohe Inflation bremsend reagieren. Dies dürfte eine doppelte Wirkung haben: eine Versteilerung der Zinsstrukturkurve und ein erneuter Anstieg der Zinsen am langen Ende, da die Zentralbanken der Schwel-

lenländer ebenfalls nicht wesentlich restriktiver auf das Wachstum einwirken werden. Das Entscheidende ist, dass der Wachstumszyklus dauerhafter als zuvor erscheint. Es gibt wieder mehr positive Überraschungen an der Konjunkturfront nach der kontinuierlichen Verlangsamung seit März. Zu erwarten ist auch eine deutliche Beschleunigung der asiatischen Wachstumsdynamik im vierten Quartal um 6 Prozentpunkte. Die Abschwächung des Kreditimpulses in China ist wahrscheinlich abgeschlossen, wie die Stabilisierung von Geldmenge M2 zeigt.

Für das erste Quartal 2022 gehen die Analysten in der Euroregion, in Kanada, Australien und in China von einer Wachstumsbeschleunigung aus, der eine generelle Verlangsamung in den restlichen Quartalen folgt. Generell liegen die erwarteten 2022er Wachstumsraten aber weltweit über dem langfristigen Mittelwert der jeweiligen Volkswirtschaften.

Wachstum verlangsamt sich, aber von sehr hohem Niveau

Grafik 4

BLOOMBERG SURVEY OF ECONOMISTS GDP GROWTH EXPECTATIONS												
	2021*				2022*				2023*	2021**	2022**	2023**
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1			
US	6.3%	6.7%	2.1%	4.9%	4.5%	4.0%	3.2%	2.6%	2.4%	5.5%	3.9%	2.5%
EURO AREA	-1.2%	8.7%	9.1%	2.8%	3.2%	3.2%	2.8%	2.4%	2.0%	5.1%	4.2%	2.3%
UK	-5.5%	23.9%	5.3%	4.5%	4.1%	3.2%	2.4%	2.4%	2.0%	7.0%	5.0%	2.1%
JAPAN	-4.1%	1.5%	-3.0%	5.3%	4.5%	3.1%	2.0%	1.3%	1.2%	2.0%	2.6%	1.3%
CANADA	4.9%	-3.2%	5.5%	4.7%	5.0%	4.5%	3.8%	2.8%	2.7%	5.0%	4.1%	2.6%
AUSTRALIA	7.4%	2.8%	-7.4%	7.4%	8.0%	5.7%	4.1%	3.2%	2.8%	3.9%	3.8%	3.0%
BRAZIL	4.9%	-0.4%	0.9%	1.9%	0.6%	0.3%	0.5%	1.2%	1.5%	5.0%	1.3%	2.2%
CHINA	0.8%	4.9%	0.8%	4.9%	5.7%	6.1%	5.7%	5.3%	4.7%	8.0%	5.3%	5.3%
INDIA***	...	...	...	...	...	...	...	...	...	9.2%	7.5%	...
RUSSIA	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4.2%	2.5%	2.1%
G7****	1.8%	7.2%	3.6%	4.5%	4.1%	3.6%	2.9%	2.3%	2.1%	5.0%	3.9%	2.2%
G7**** EX. US	-2.9%	7.6%	5.3%	4.1%	3.8%	3.3%	2.6%	2.1%	1.8%	4.4%	3.9%	1.9%

* QUARTERLY RATE OF CHANGE, ANNUALIZED.

** ANNUAL RATE OF CHANGE.

*** THE 2021 FORECAST FOR INDIA REFERS TO THE APRIL 2021-MARCH 2022 PERIOD, WHILE THE 2022 FORECAST REFERS TO APRIL 2022-MARCH 2023.

**** INCLUDES US, CANADA, JAPAN, GERMANY, FRANCE, ITALY, AND THE UK.

SOURCE: BLOOMBERG FINANCE L.P.

NOTE: ACTUAL VALUES FOR Q1 AND Q2 OF 2021 ARE USED FOR ALL COUNTRIES. FOR G7 COUNTRIES, THE EURO AREA, AUSTRALIA, AND CHINA, ACTUAL VALUES ARE USED FOR Q3 AS WELL.



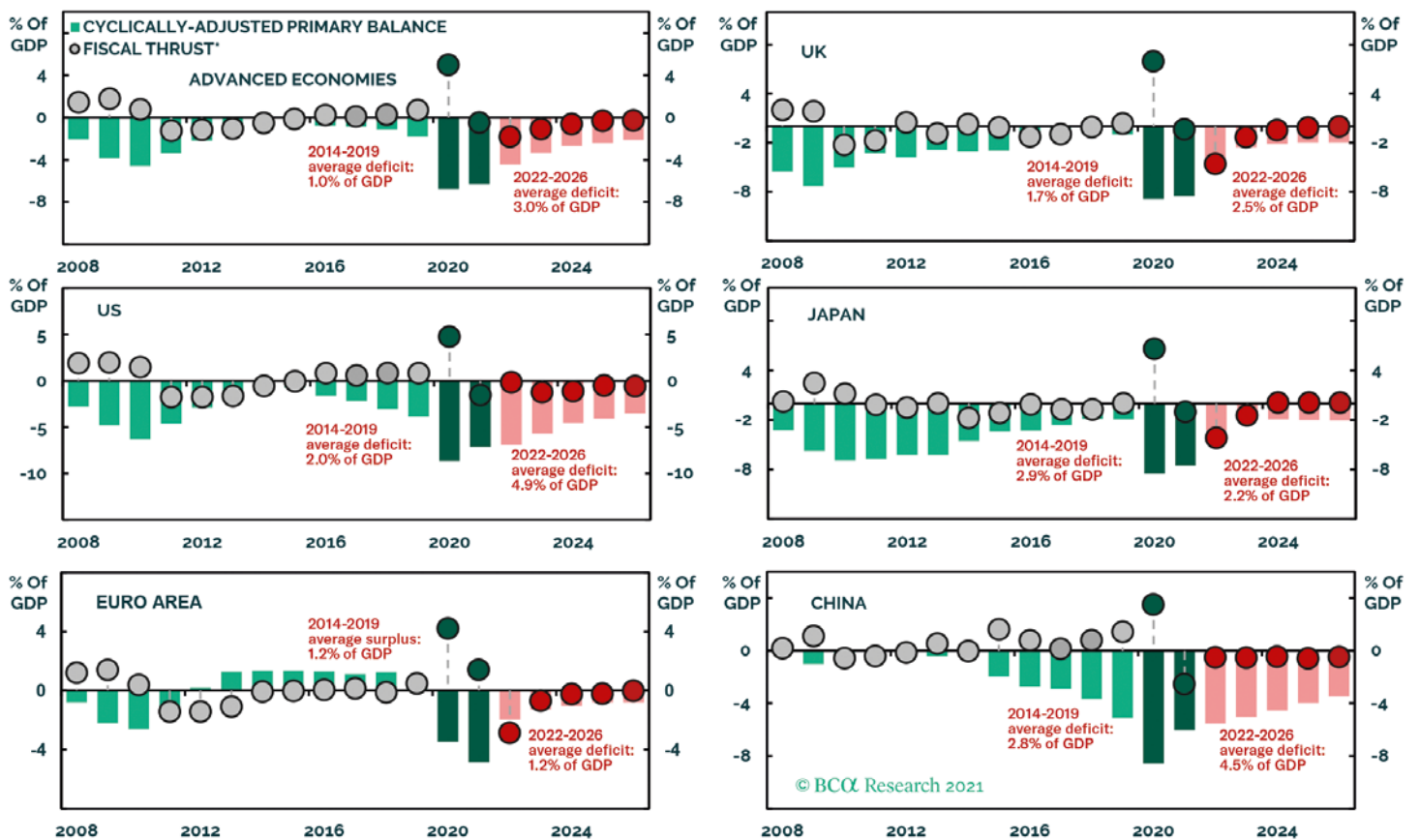
Sowohl in den USA, als auch in Europa werden im kommenden Jahr Anlageinvestitionen der Unternehmen steigen. Mehr Automatisierung angesichts eines angespannten Arbeitsmarkts und geringer Lagerbestände treiben die Ausgaben auf Rekordhöhen. Andererseits wird die öffentliche Hand ihre pandemiebezogene Ausgabenpolitik zurückschrauben. So sieht der IMF in den USA ein Primärdefizit im Haushalt für die nächsten fünf Jahre bei durchschnittlich 4,9 % des Bruttoinlandsprodukts, in der

Eurozone sind es nur 1,2 %. Die Tabelle zeigt sowohl die Primärbilanz (ohne Zinszahlungen), als auch fiskalische Stimuli bzw. Bremsungen (mit Punkten dargestellt). Man erkennt sofort, dass 2022 mit Ausnahme von USA überall die öffentlichen Haushalte mehr oder weniger auf der Bremse stehen werden, was nach den Ausgaben der letzten 20 Monate logisch erscheint. In den Jahren danach sollte sich das jährliche Haushaltsdefizit wieder auf bekannte Niveaus von vor der Corona-Krise normalisieren. Der Staat

fällt damit mit für die nächsten Jahre als Treiber eines Nachfrageschubs je nach Region mehr oder weniger aus. Das dürften nun die privaten Haushalte und Unternehmen ausgleichen, die ihre Nachfrage seit Beginn der Pandemie aufgeschoben haben.

Fiskalpolitik: Strenger, aber nicht streng

Grafik 5



* NEGATIVE OF THE ANNUAL CHANGE IN THE GENERAL GOVERNMENT CYCLICALLY-ADJUSTED PRIMARY DEFICIT AS A PERCENTAGE OF POTENTIAL GDP. NOTE: A POSITIVE FISCAL THRUST DENOTES EXPANSIONARY FISCAL POLICY. RED BARS AND DOTS REPRESENT FORECASTS. 2021 IS AN ESTIMATE. SOURCE: IMF FISCAL MONITOR (OCTOBER 2021).