

Für den Ton wählen Sie die Rufnummer **0211/540 79 704** und geben über die Telefontastatur nach Aufforderung folgende PIN ein: **787787**



Vorwiegend  
für  
institutionelle  
Anleger

## **Kapitalmarktperspektiven: Das Jahr 2021 war das Jahr der zwei Hälften! Ausblick 2022.**

Dr. Jürgen Callies | MEAG Research | 16. Dezember 2021



# Agenda

**01 Szenarien 2022**

02 Fundamentaler Ausblick

03 Kapitalmarktausblick

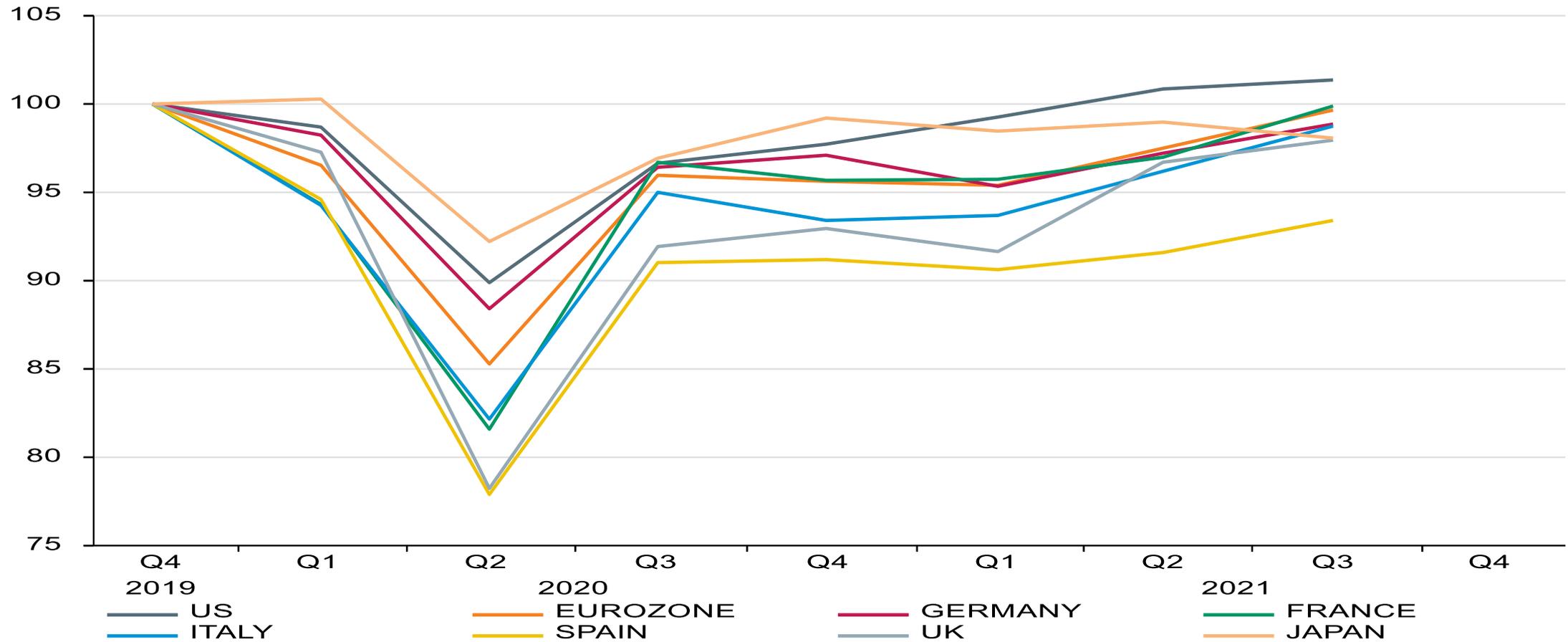
04 Alternative Szenarien & Risiken

05 Implikationen für die Asset Allokation

# Regeneration fast abgeschlossen: Bis auf Spanien haben alle großen Volkswirtschaften das Vorkrisenniveau erreicht bzw. sind nahe dran

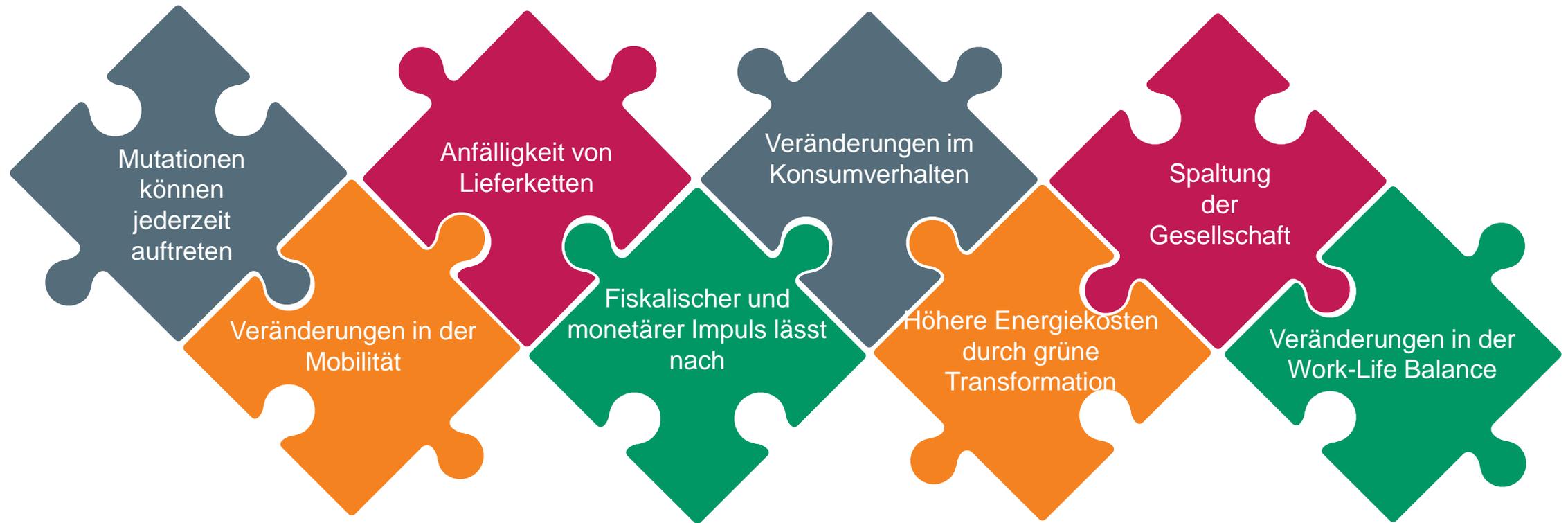
REAL GDP - REBASED TO 100

20.12.2021



Quelle: Refinitiv Datastream

# Weltwirtschaft und Märkte werden mit einer Vielzahl von Veränderungen fertig werden müssen, die durch die Pandemie ausgelöst wurden



# Die Anpassung an eine Welt im Wandel wird das Thema dieses Jahrzehnts sein und das Jahr 2022 wird den Startpunkt setzen

## Begrenzte Informationen

Die wirtschaftlichen Auswirkungen von Covid können noch nicht vollständig bewertet werden. Informationen hinsichtlich Lieferkettenstörungen, Nachfrageüberhänge auf einzelnen Gütermärkten und Verhaltensänderungen sind nicht vollständig transparent.

## Covid: Wird bleiben

Covid wird weiter mutieren. Es wird ein Wettlauf zwischen der Entwicklung von Impfstoffen und der Mutation des Virus sein.

## Schuldenlast

In allen drei großen Krisen dieses Jahrtausends haben sich die Regierungen wie in den 70er Jahren verausgabt: Dot.Com, Lehman, Covid. Angesichts des Endes der Disinflation scheinen einer weiteren unkontrollierten Schuldenexpansion Grenzen gesetzt zu sein.

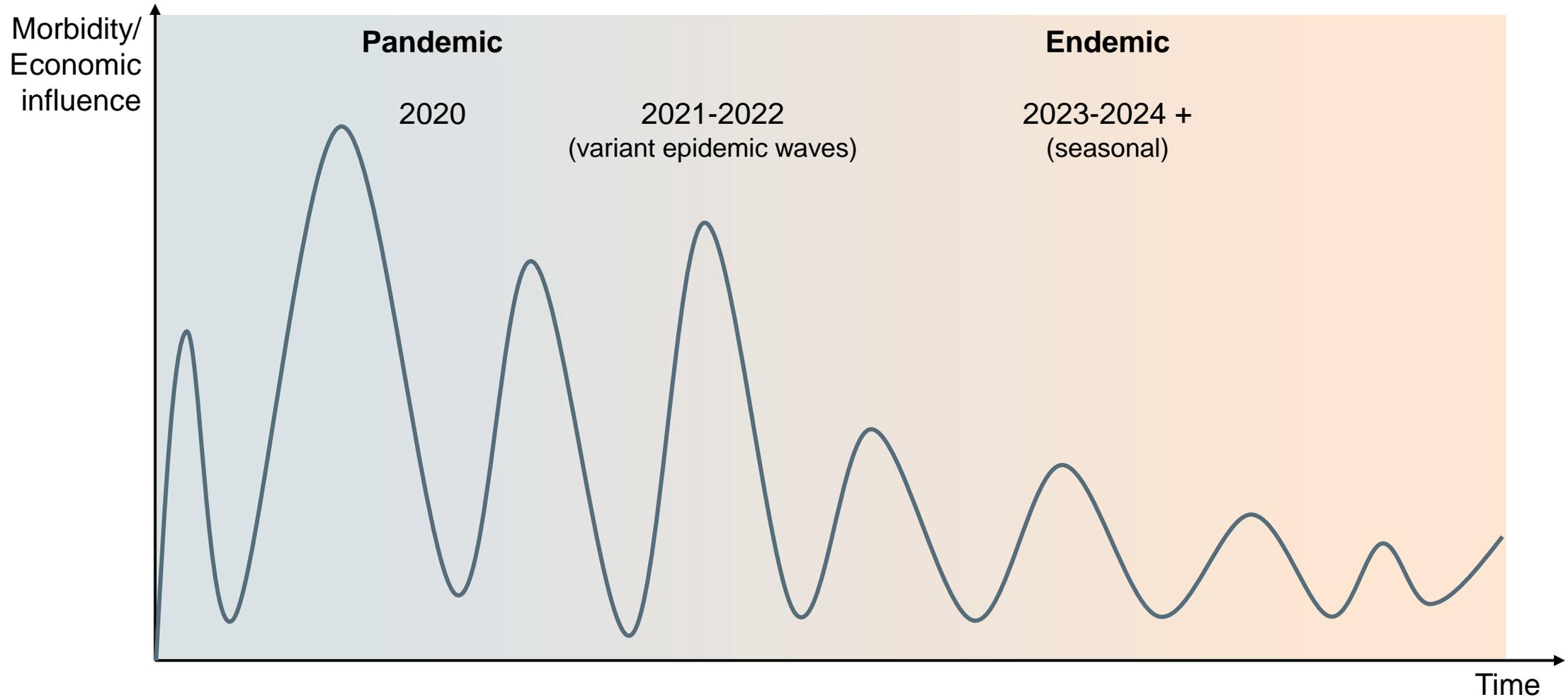
## Lieferketten

Die Lieferketten werden aus verschiedenen Gründen belastet: Regionale Neuausrichtung, Deglobalisierung, aber auch eine überwältigende Nachfrage nach bestimmten Produkten aufgrund von Verhaltensänderungen. Unternehmensbefragungen sind wegweisend für die Einschätzung der Lage.

## Annahmen, keine Sicherheit

Der Anpassungsprozess könnte entgleisen, was wir in alternativen Szenarien berücksichtigen müssen. Unabhängig von den Szenarien sind einige Grundannahmen erforderlich.

# Covid wird endemisch werden: Gefährliche Mutationen können die Märkte immer wieder herausfordern



# Die Unsicherheit in Bezug auf Omikron ist nach wie vor groß – aber das, was wir bisher wissen, ändert unser Bild nicht

Base Case

Schutz für geimpfte & genesene Personen?	Impffortschritt	Schnellere Ausbreitung?	Zusätzliche Belastung für das Gesundheitssystem	Ökonomische Auswirkungen	Auswirkungen auf den Kapitalmarkt
Ein wenig	Wahrscheinlich schnell	Ja	Begrenzt, aber mit Vorbehalten	Wachstum dürfte im Winter geringer ausfallen. Zentralbanken könnten ihren Zeitplan verschieben, aber nicht die Richtung.	Kurzfristig kann Volatilität an den Märkten steigen. Per heute ist dies jedoch kein entscheidender Faktor für eine längerfristige Vorhersage.
Übertragung auch auf geimpfte und genesene Personen, aber immer noch angemessener Schutz vor schweren Krankheiten.	Erster Hinweis zur raschen Entwicklung eines angepassten Impfstoffs, allerdings auf Kosten üblicher Absicherungsprozesse.	Omikron könnte bald die vorherrschende Variante sein.	1) Hohe Zahl an Infizierten 2) Risiko, dass die Kapazität für Kinder schneller erreicht wird		

# Die derzeitige Schuldenlast bedroht die Reaktionsfähigkeit der Regierungen und begrenzt den Spielraum für weitere Ausgaben

Credit to (in % of GDP)	General government				Priv. Households				Non-fin. corporates			
	2000	2010	2019	2020	2000	2010	2019	2020	2000	2010	2019	2020
<b>DM</b>	67.9	98.2	103.8	122.7	63.5	81.4	73.5	81.1	78.7	89.1	91.2	104.2
GER	60.5	85.6	59.2	69.1	71.2	59.5	53.9	58.3	73.1	70.1	67.0	72.5
FRA	62.0	90.5	97.6	115.1	34.2	53.8	61.5	68.1	104.3	119.0	149.4	169.5
ITA	112.5	119.3	134.6	155.8	22.6	43.5	41.2	45.3	56.7	82.2	68.5	76.9
ESP	60.8	59.9	95.5	119.9	45.4	84.4	56.9	62.5	72.5	139.6	92.9	107.8
EUR	71.8	87.7	83.7	97.5	49.2	64.0	57.7	62.5	77.5	101.2	104.9	114.2
UK	40.4	80.1	85.2	104.5	63.7	93.3	83.8	90.0	71.0	83.8	72.0	79.9
CAD	79.8	79.8	86.8	117.5	60.7	93.9	102.7	111.9	83.0	86.1	117.4	132.9
US	51.3	90.6	108.5	133.9	70.6	91.5	74.9	79.6	64.1	66.6	75.9	84.7
JPY	120.0	174.5	235.4	254.1	69.8	61.2	62.5	66.6	117.7	101.8	101.0	115.7
<b>EM</b>		40.1	54.0	63.1		29.1	45.4	53.9		72.5	101.7	119.0
BRL	65.6	63.0	87.7	98.9	14.3	22.8	32.9	36.8	31.9	35.6	48.2	54.0
MXN	40.3	42.0	53.3	61.0	7.7	13.2	16.0	17.5	17.4	16.6	25.1	27.4
INR	73.6	66.4	74.1	89.6		36.7	34.5	37.7		68.0	52.7	57.5
ZAR	37.9	31.2	56.3	69.4		40.1	35.3	36.8		33.8	39.6	38.5
RUB	55.9	10.1	13.8	19.3	0.6	10.3	19.2	22.0	23.0	52.8	77.2	87.8
TRY	51.3	39.7	32.7	39.8	4.0	16.0	14.6	17.5	22.4	39.8	65.1	72.1
CNY	23.0	33.9	57.1	66.3		27.3	55.5	61.7		117.8	150.1	160.6

Data for general government debt for single EM countries from IMF WEO, other data from BIS; data for EM aggregate, India and South Africa starts in 2008, data for China starts in 2006  
Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

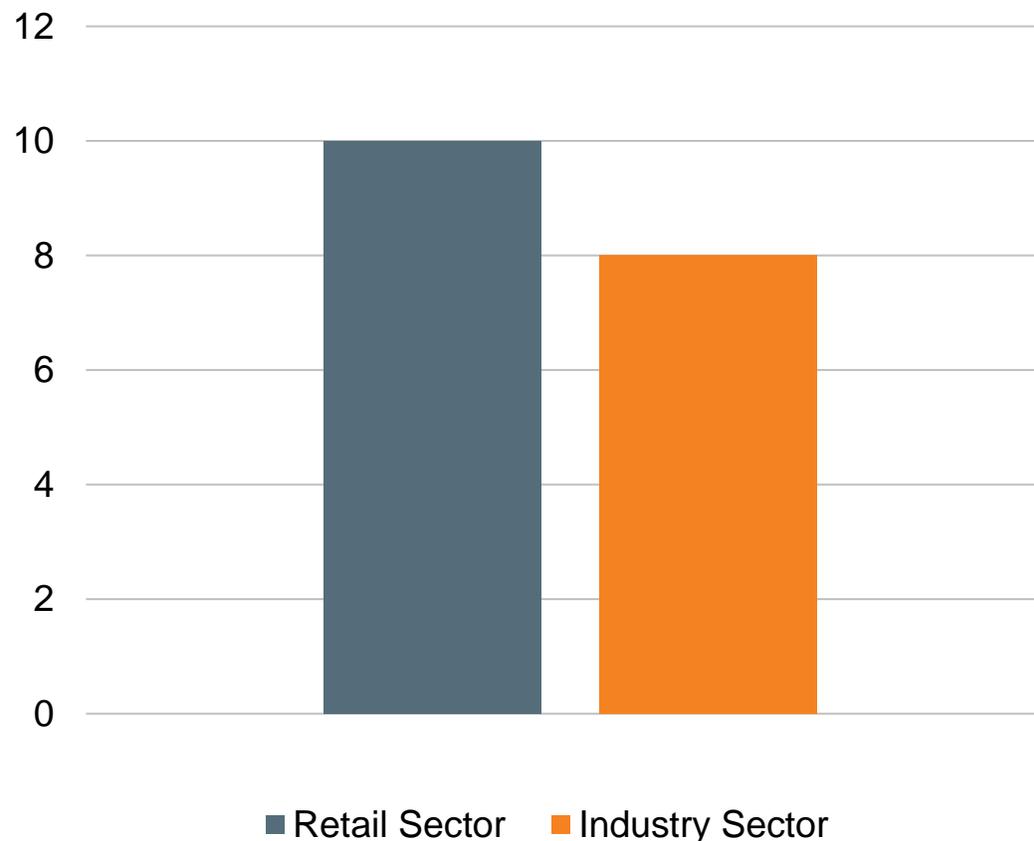
# Noch belasten Lieferkettenprobleme, aber wir erwarten eine deutlichere Verbesserung ab Mitte 2022

## Ifo Business Survey: Delivery problems/scarcity of intermediate products (% of mentions)



Source: MEAG Research, Ifo

## Estimated duration of supply bottlenecks (in months, data as of Oct. 2021)



Source: MEAG Research, Ifo

# Für unseren Ausblick treffen wir vier Grundannahmen

Covid: Nachlassende Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und Märkte



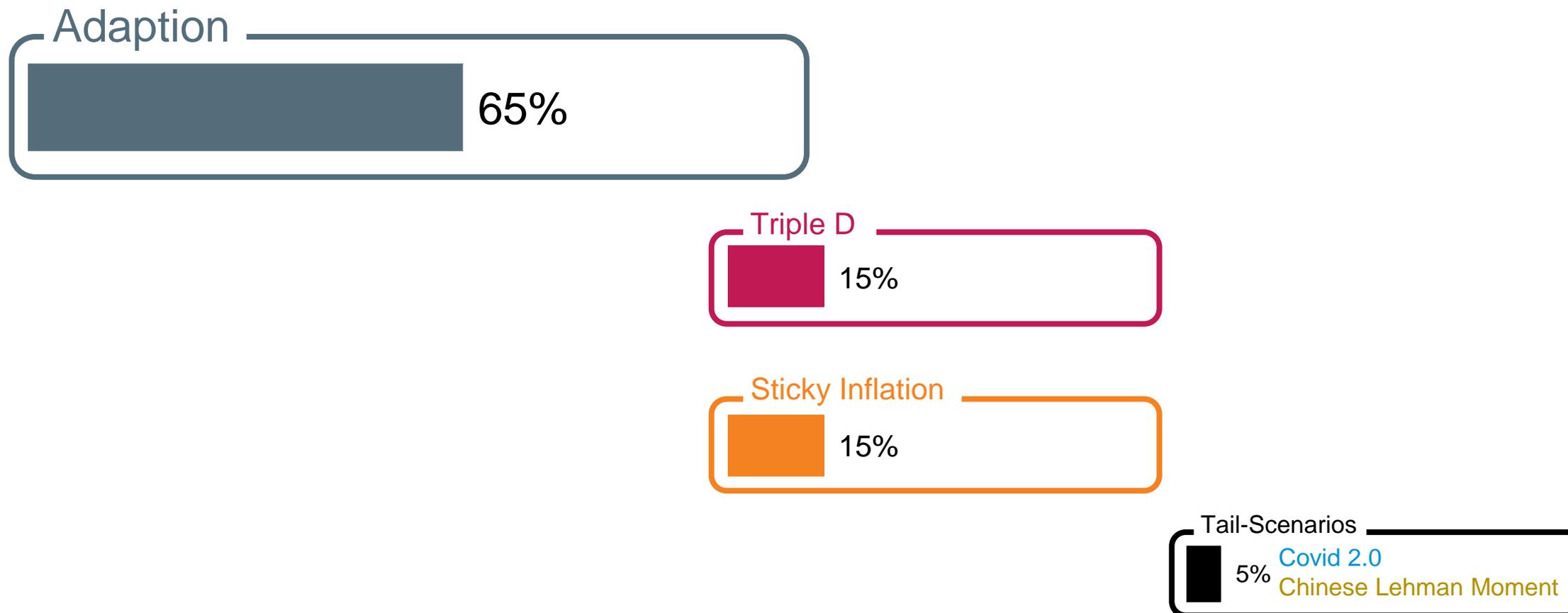
Kein (geo-) politischer Schock, der zu schweren wirtschaftlichen Verwerfungen führt

Finanzstabilität bleibt erhalten

Lockerungen der Lieferkettenprobleme ab Mitte 2022

# Nach der globalen Regeneration im Jahr 2021 folgt ein Anpassungsprozess, ausgelöst durch eine Vielzahl an Veränderungen

## MEAG Research scenario convictions – December 2021



# Eine kurze Beschreibung unserer Szenarien

## Markterwartung: Adaption

Die Weltwirtschaft passt sich erfolgreich an die Herausforderungen an, die während der Regeneration im Jahr 2021 zutage getreten sind. Da Covid weniger ins Gewicht fällt, schwenkt die Nachfrage allmählich wieder auf Dienstleistungen um, was die angebotsseitige Entspannung ab Mitte des Jahres unterstützt. Die Inflation verlangsamt sich folglich, doch angesichts des soliden Wachstums ziehen die Zentralbanken die Schrauben trotzdem an. Dies führt zu volatilen Märkten. Da das Wachstum jedoch anhält, bringt dies höhere langfristige Renditen und einen insgesamt moderaten Anstieg der Aktienkurse.

## Triple D

Spürbarere Covid-Ängste verhindern eine breitere Verlagerung des Konsums zurück zu den Dienstleistungen. Da die Nachfrage nach langlebigen Gütern über die Zeit erschöpft ist, reagieren die Unternehmen mit Entlassungen. Dies verhindert aber nicht die „aufgestauten Zahlungsausfälle“. Die Inflation verlangsamt sich rapide, die Zentralbanken versuchen gegenzusteuern, aber ihre Mittel sind begrenzt: „Deceleration, Default & Disinflation“ sind die Folge, was zu einem „Risk-off“ an den Märkten führt.

## Sticky Inflation

Eine ausgeprägtere Normalisierung der Dienstleistungsnachfrage sowie die starke Förderung umweltfreundlicher Investitionen führen zu einer überraschenden Wachstumsbeschleunigung. Dadurch steigt der zugrunde liegende Inflationsdruck, der sich weiter verfestigt. Die Zentralbanken sind gezwungen, 2022 energisch zu handeln, was 2023 zu einer kurzfristigen Entspannung führt, aber 2024 nimmt der Druck wieder zu.

## Tail-Szenarien

Das Virus kann immer noch jederzeit mutieren, und das Hauptrisiko einer tödlicheren und impfstoffresistenten Variante „Covid 2.0“ bleibt bestehen. Die Probleme im chinesischen Immobiliensektor weiten sich stärker auf die Wirtschaft und den Bankensektor aus, woraus der chinesische „Lehman-Moment“ resultiert.



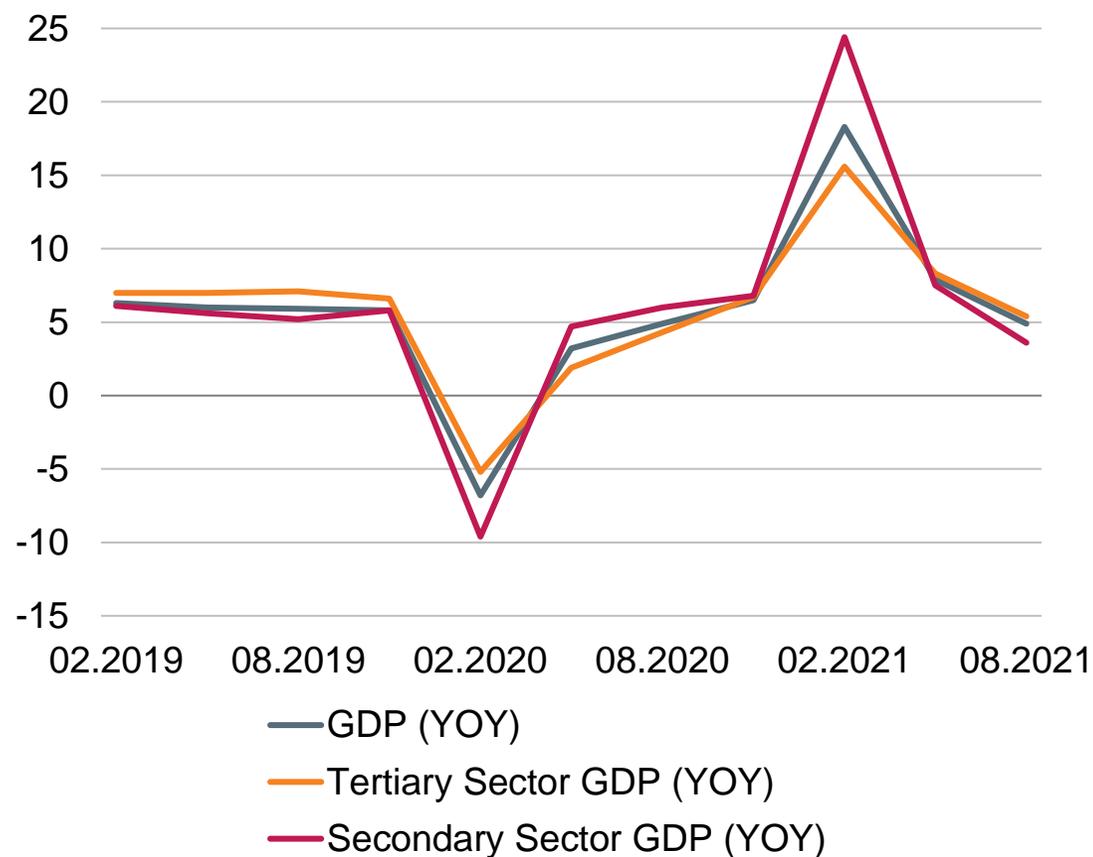
# Agenda

- 01 Szenarien 2022
- 02 **Fundamentaler Ausblick**
- 03 Kapitalmarktausblick
- 04 Alternative Szenarien & Risiken

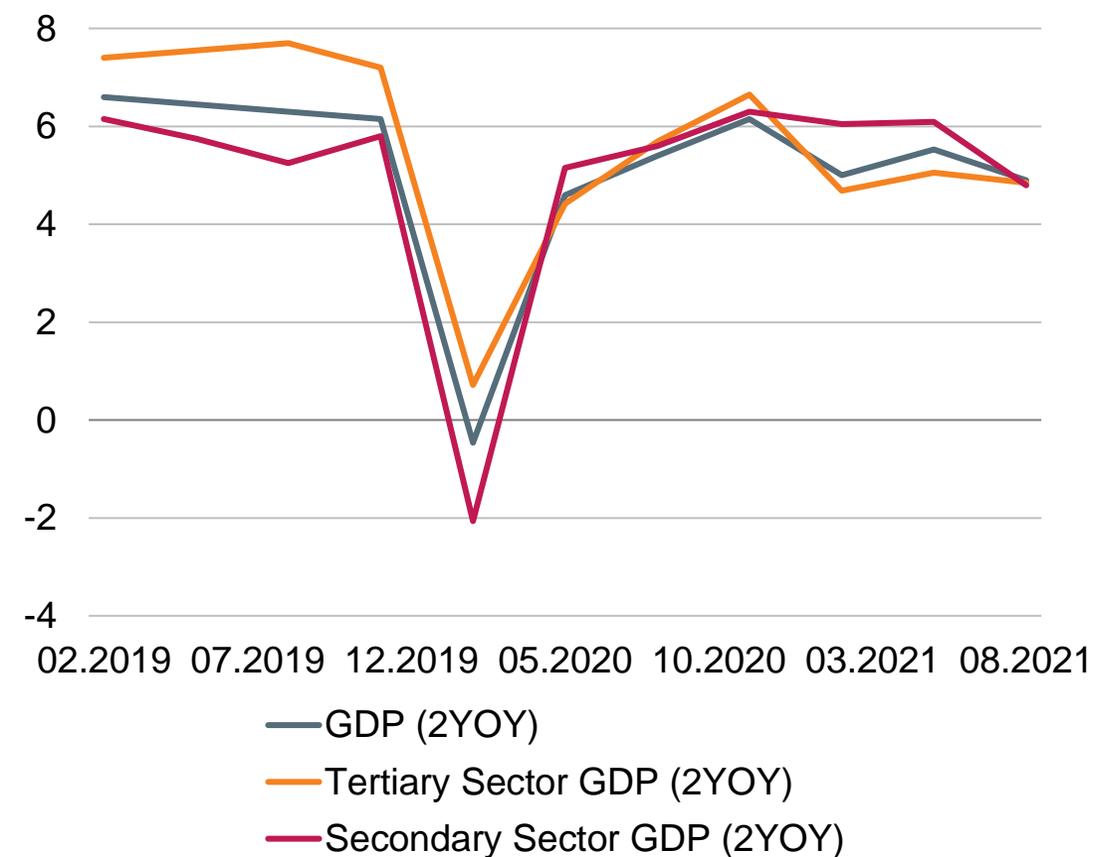
- 05 Implikationen für die Asset Allokation

# China: Abgesehen von Basiseffekten wurde das Wachstum 2021 auch durch restriktivere Geldpolitik, Regulierungen und Corona verlangsamt

## YOY growth rates and annualized change over 2 years (2YOY)



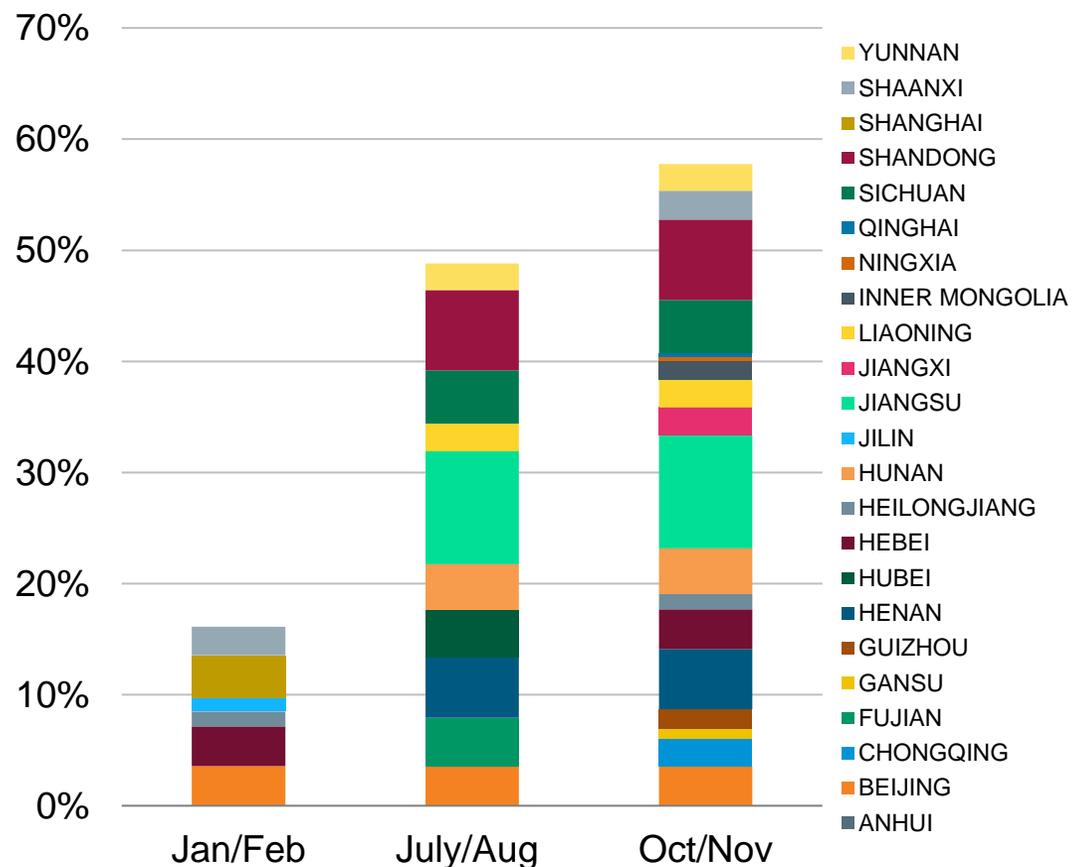
Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream



Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

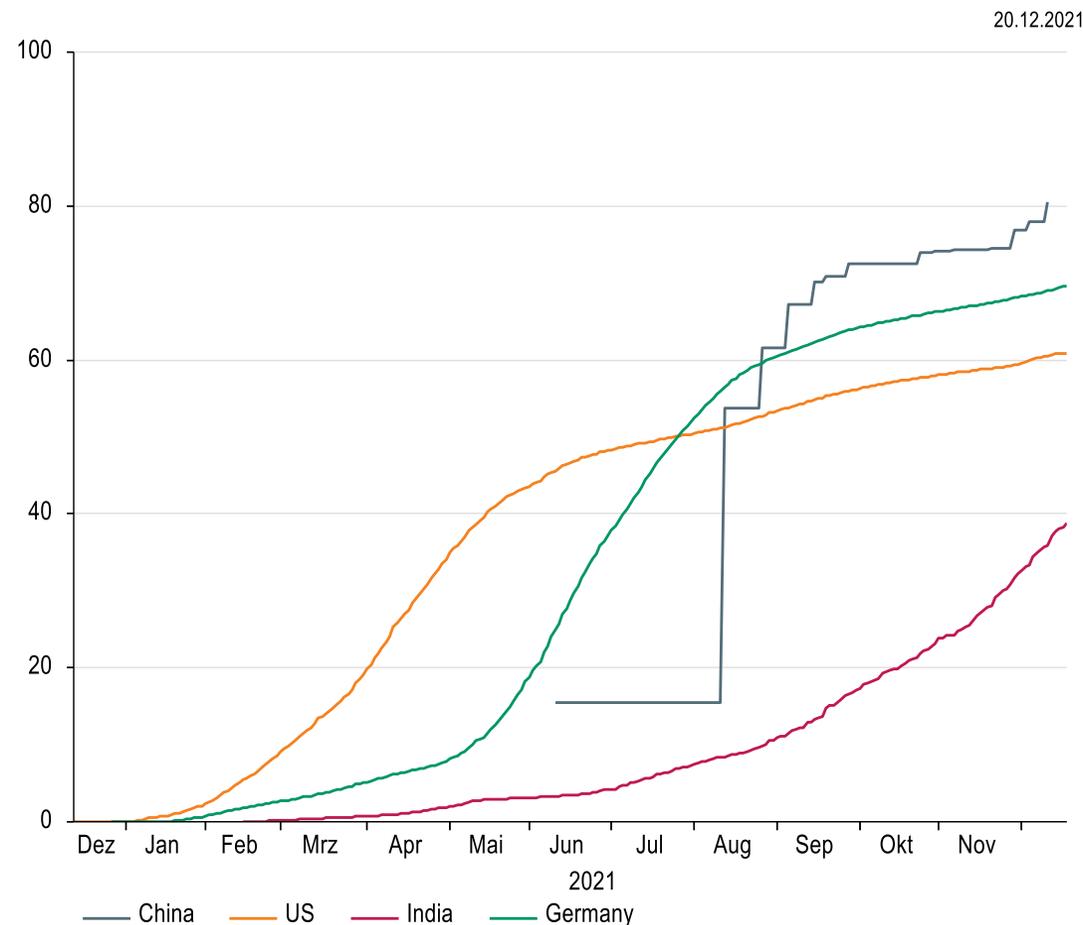
# Die Delta-Variante war bereits eine schwere Belastung für Chinas „Zero-Covid“-Strategie, Omikron sollte das Ende der Strategie weiter verzögern

## China: Provinces with more than 2 cases (local and symptomatic) as % of national GDP



Data for the current outbreak from October 24 to Nov 15, July/Aug outbreak from July 22 to August 11, Jan/Feb outbreak from Jan 19 to Feb 5  
Source: MEAG Research, NHC

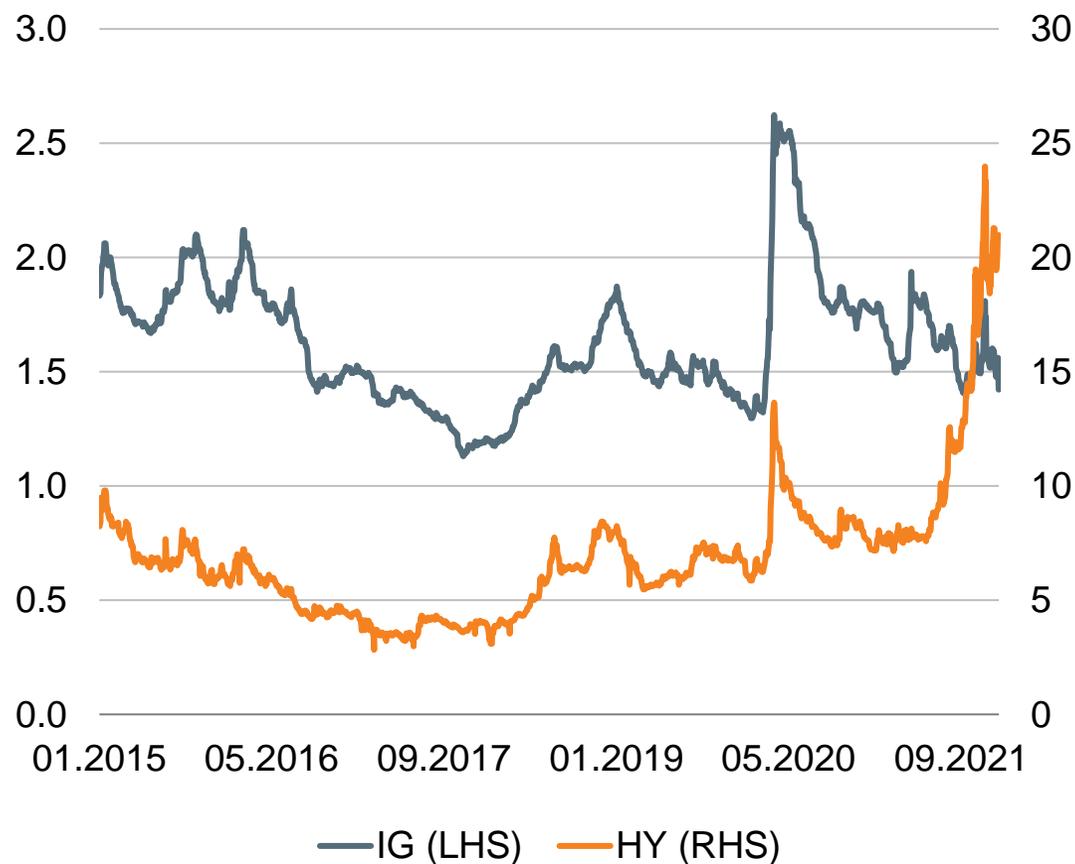
COVID-19 FULLY VACCINATED (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

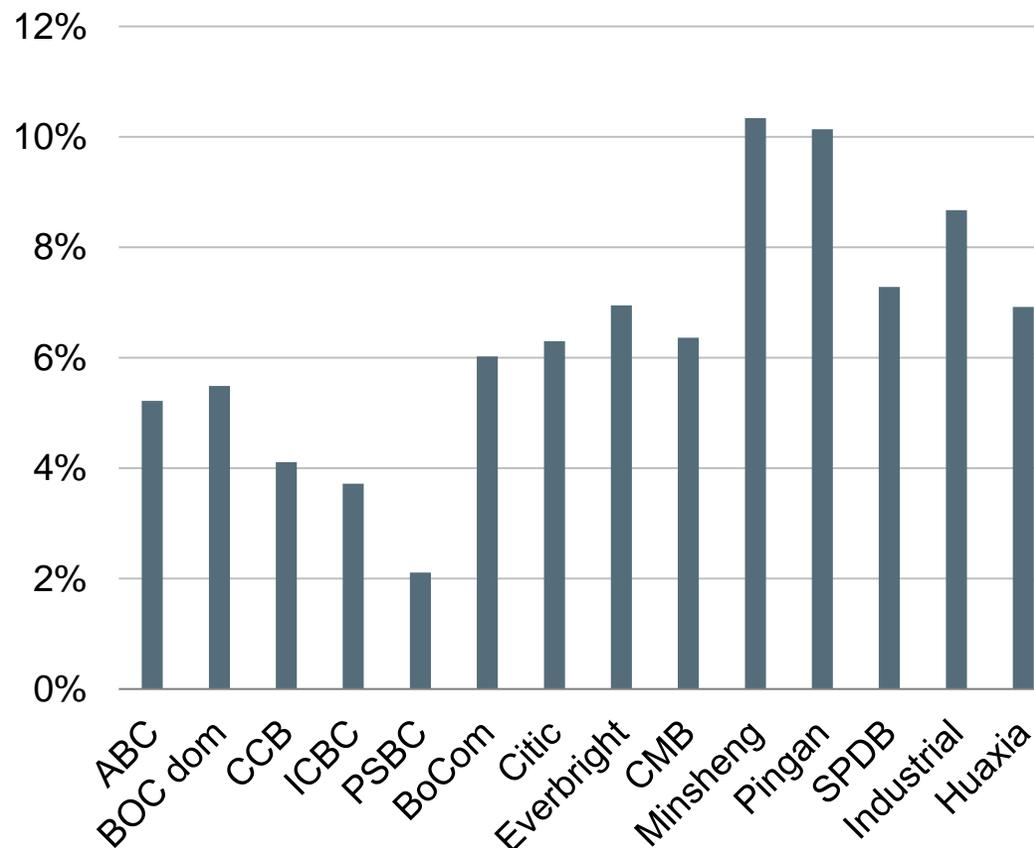
# Chinesische Immobilienentwickler – insbesondere Evergrande – stehen unter enormem Druck, aber das systemische Risiko ist begrenzt

**Bloomberg Barclays China Corporate Bond Indices – Spreads in %**



Source: MEAG Research, Bloomberg

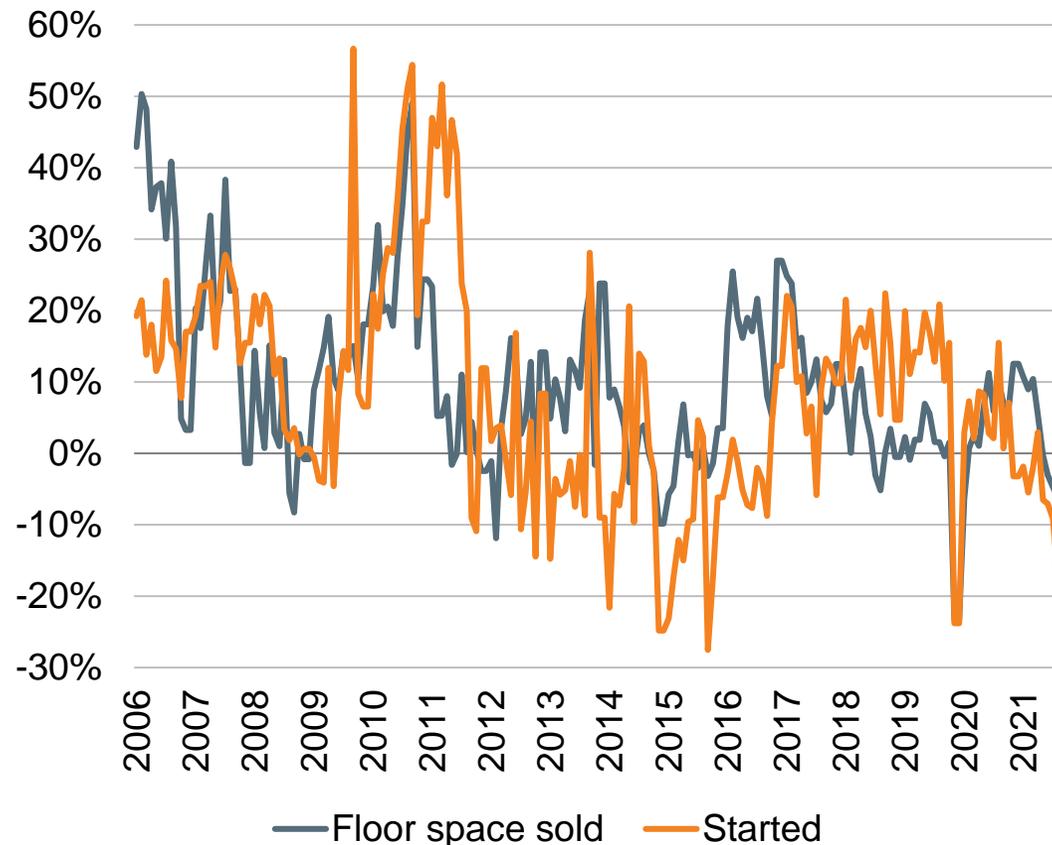
**Loan exposure of Chinese Banks to Property Developers (H1 2021, % of total loans)**



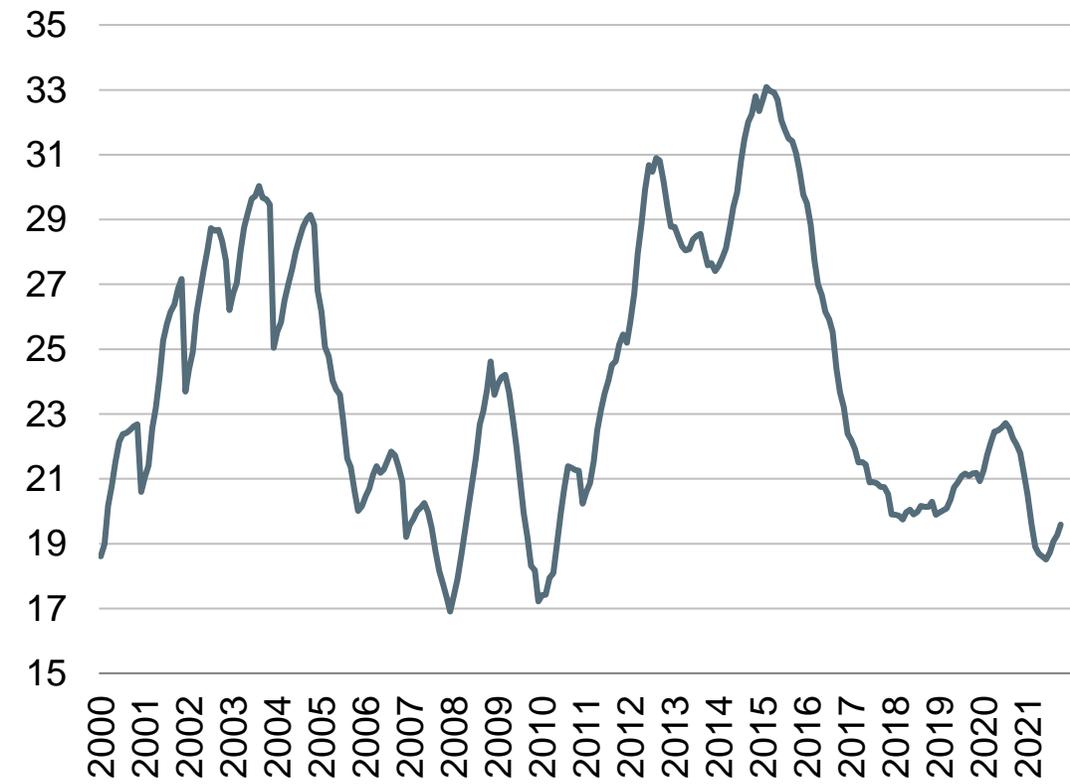
Source: MEAG Research, JPM

# Schwächere Aktivität durch den Evergrande-Schock verschärft, aber grundsätzlich gibt es keinen Lagerüberhang im historischen Vergleich

## China real estate development – Residential buildings (in sq. Meter) 2YOY % change



## NBS inventory-to-sales ratio proxy\*

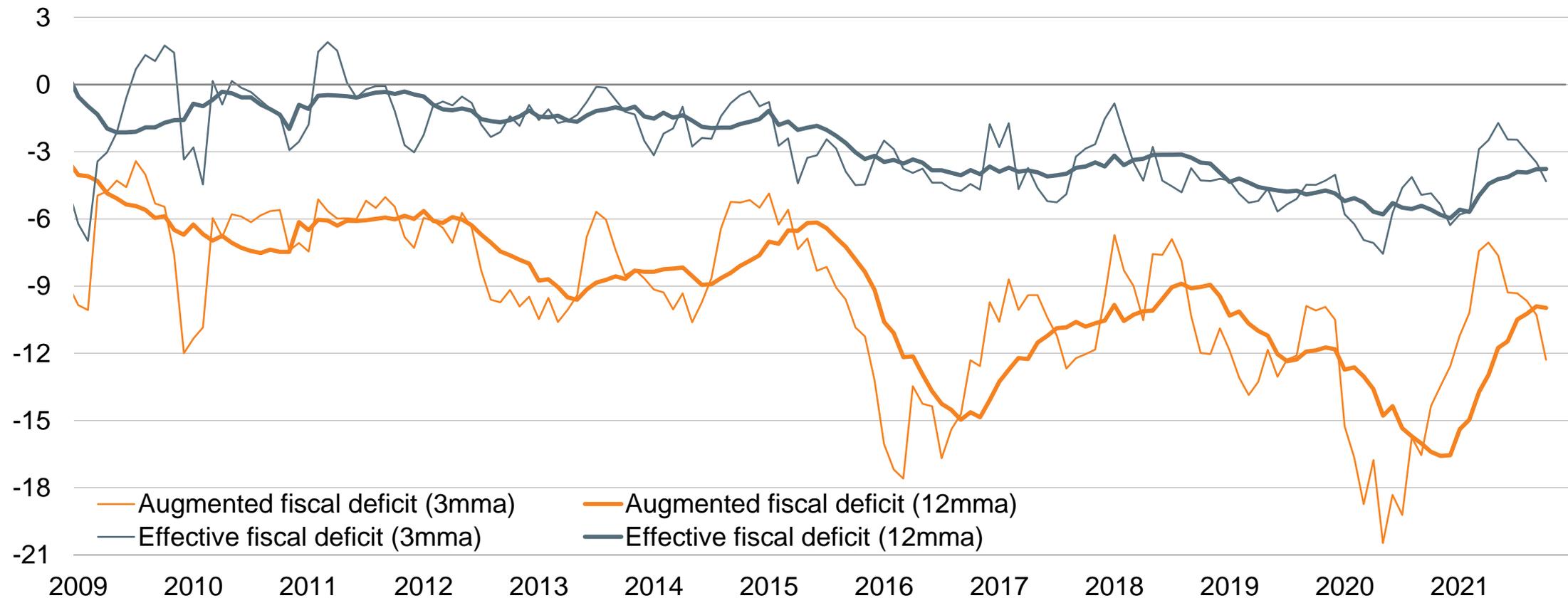


Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

\* Inventory: Cumulative starts minus cumulative sales since 1997, sales: rolling 12M  
Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

# 2021 war die Fiskalpolitik sehr restriktiv, aber sie wendet sich bereits – 2022 liegt Fokus auf grünen Investitionen und strukturellen Anpassungen

## China Government Balance (in % of GDP)



# Politik wird im Jahr 2022 unterstützend wirken, bevor sie gegen Jahresende wieder dreht

## A Fiskalpolitik wird die Antwort dominieren

Es wird erwartet, dass sich die Ausgaben, die in diesem Jahr bisher unter den Erwartungen geblieben sind, in H1 deutlich erhöhen und die Investitionen angekurbelt werden. Grüne Investitionen sind ein wichtiges Thema. Richtung 2023 wieder etwas zurückhaltender.

## C Keine Änderung der Benchmark-Zinssätze

Eine stärkere geldpolitische Lockerung in Form von Zinssenkungen ist angesichts der schwächeren Wachstumsaussichten nicht auszuschließen. Wir gehen jedoch nicht davon aus, da der Schuldenabbau nach wie vor ein wichtiges Ziel ist.

## B Gezielte Lockerungen für KMU und weitere Senkung der RRR

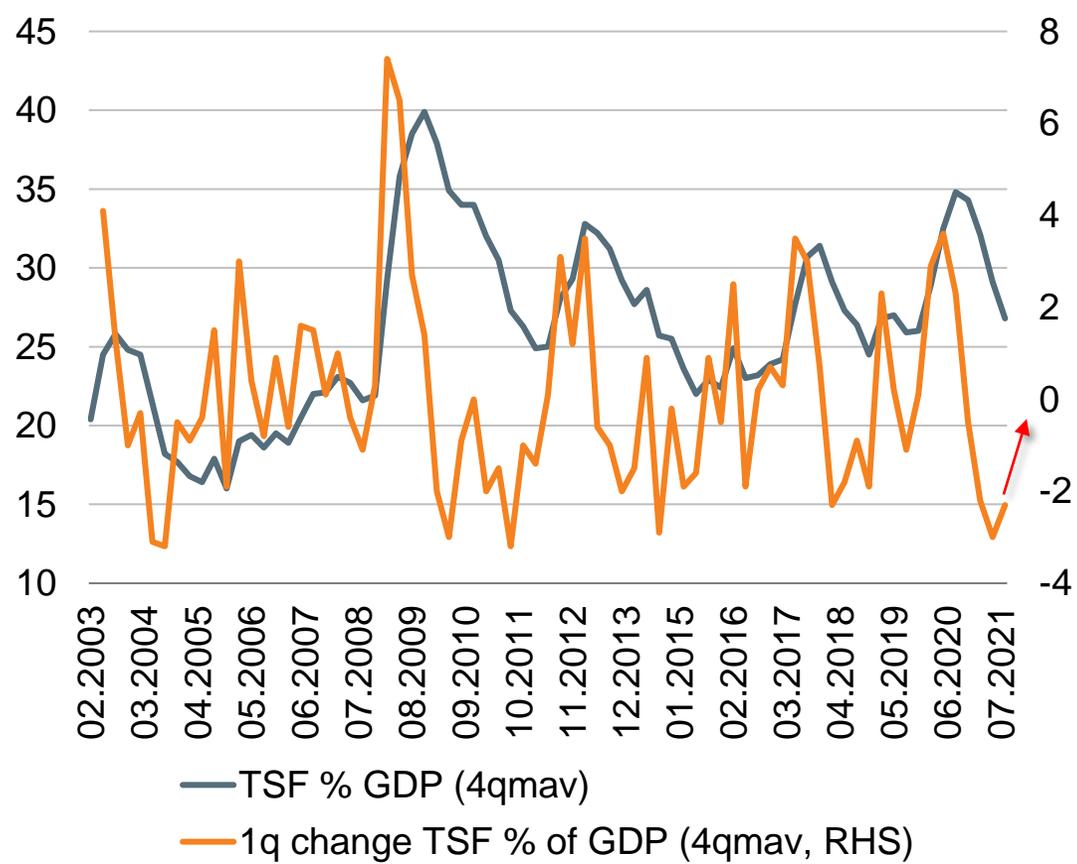
Eine weitere Senkung des Mindestreservesatzes dürfte Struktur der Bankenfinanzierung verbessern. Bereitstellung von mehr Finanzmitteln für KMU sind ebenfalls wahrscheinlich. Kreditwachstum dürfte sich beschleunigen, bevor es sich gegen Jahresende wieder verlangsamt.

## D Regulierungskampagne belastet, Entspannung in Sicht

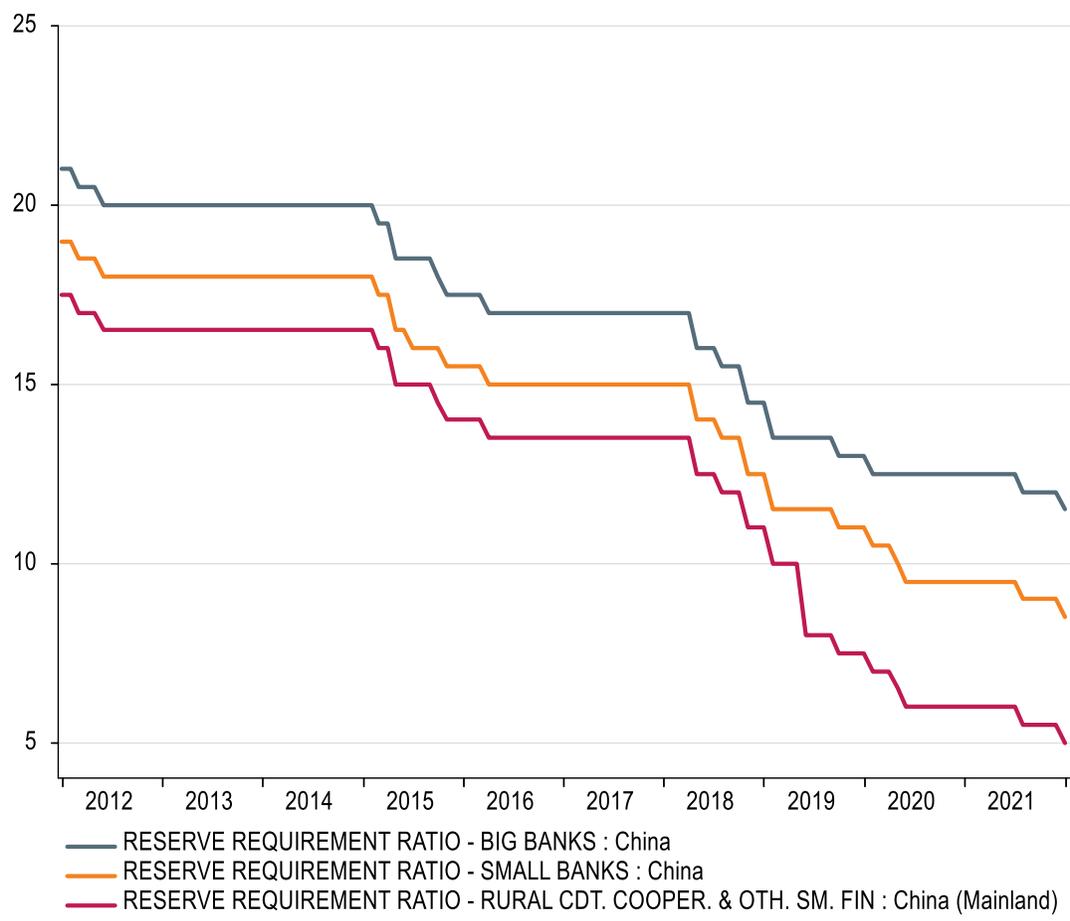
Lockerung der Finanzierungsbedingungen für Bauträger und Hypotheken zur Unterstützung. Darüber hinaus eine gewisse Lockerung der Umweltpolitik. 2023: Wieder stärkere Konzentration auf strukturelle Fragen.

# Kreditimpuls dreht sich und die Geldpolitik konzentriert sich auf gezielte Lockerungen (grüne Projekte, KMU), weitere Senkung der RRR erwartet

**Total Social Financing as % of GDP (4qmov), and 1q change**



20.12.2021

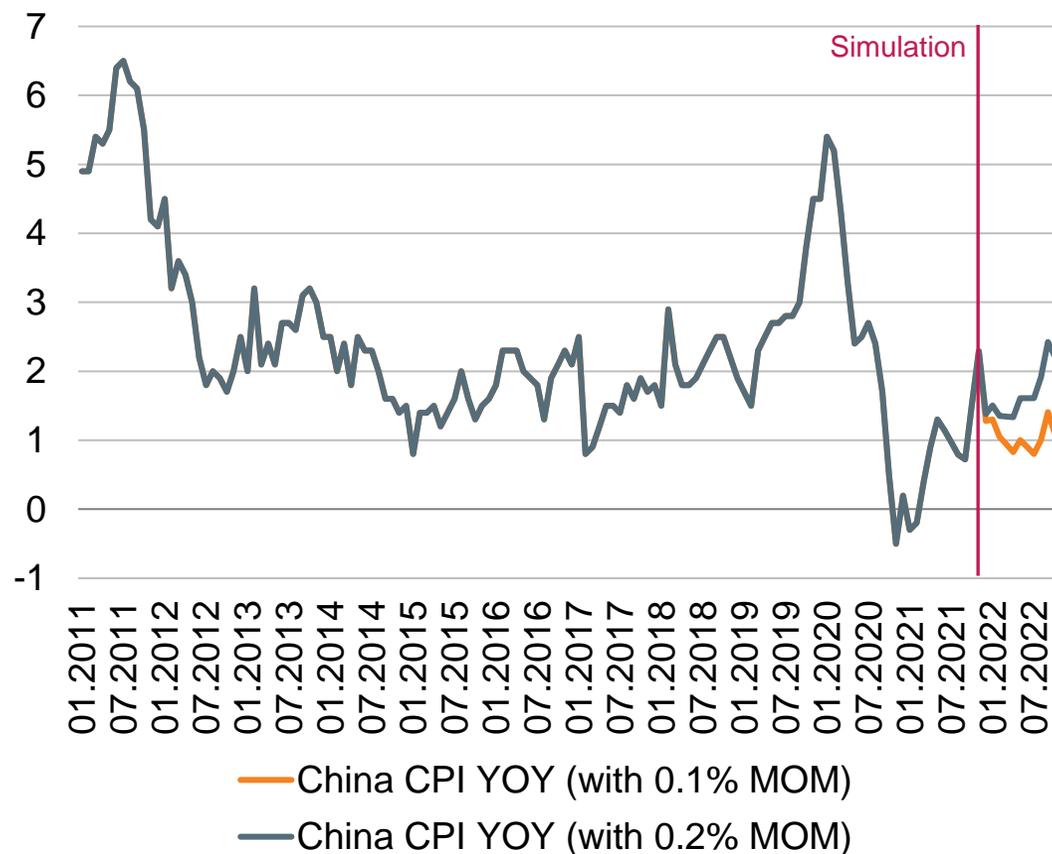


Quelle: Refinitiv Datastream

Source: Refinitiv Datastream, MEAG Research, with projections for Q4 2021

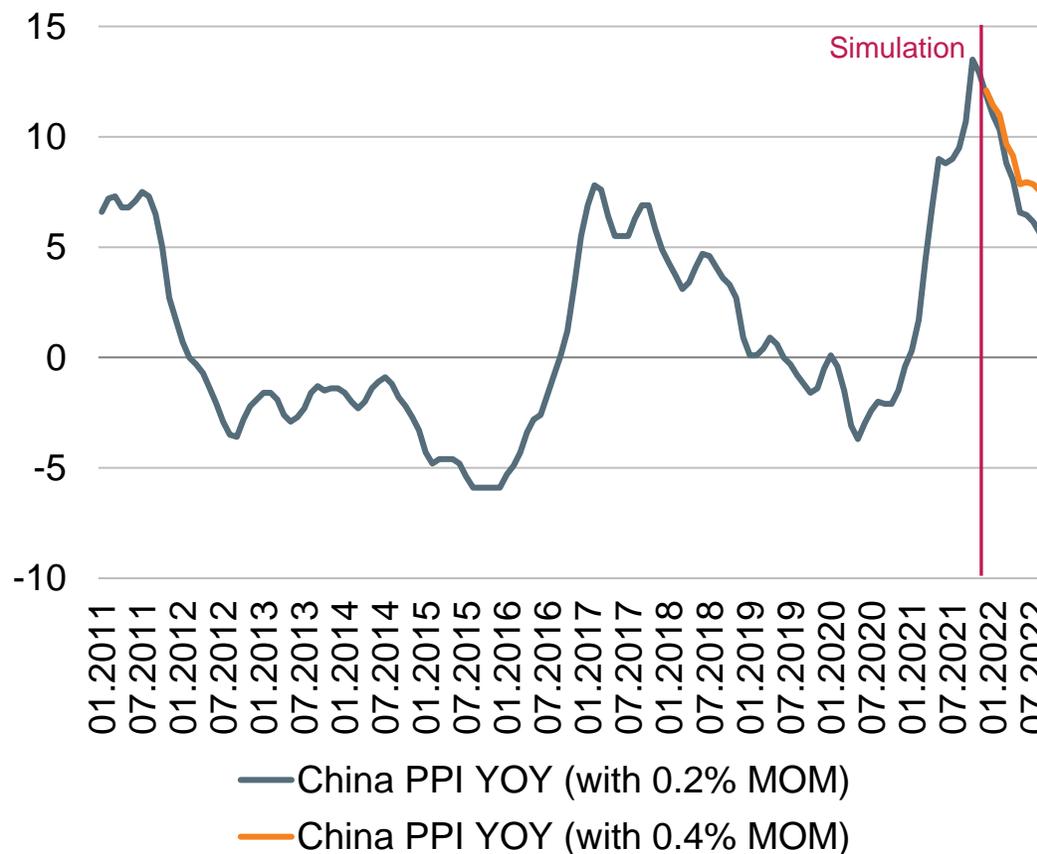
# CPI und PPI divergieren 2021 und konvergieren 2022 – und die CPI-Inflation ist für die PBoC kein Problem

**Simulation: CPI (%YOY) with different sa mom rates**



Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

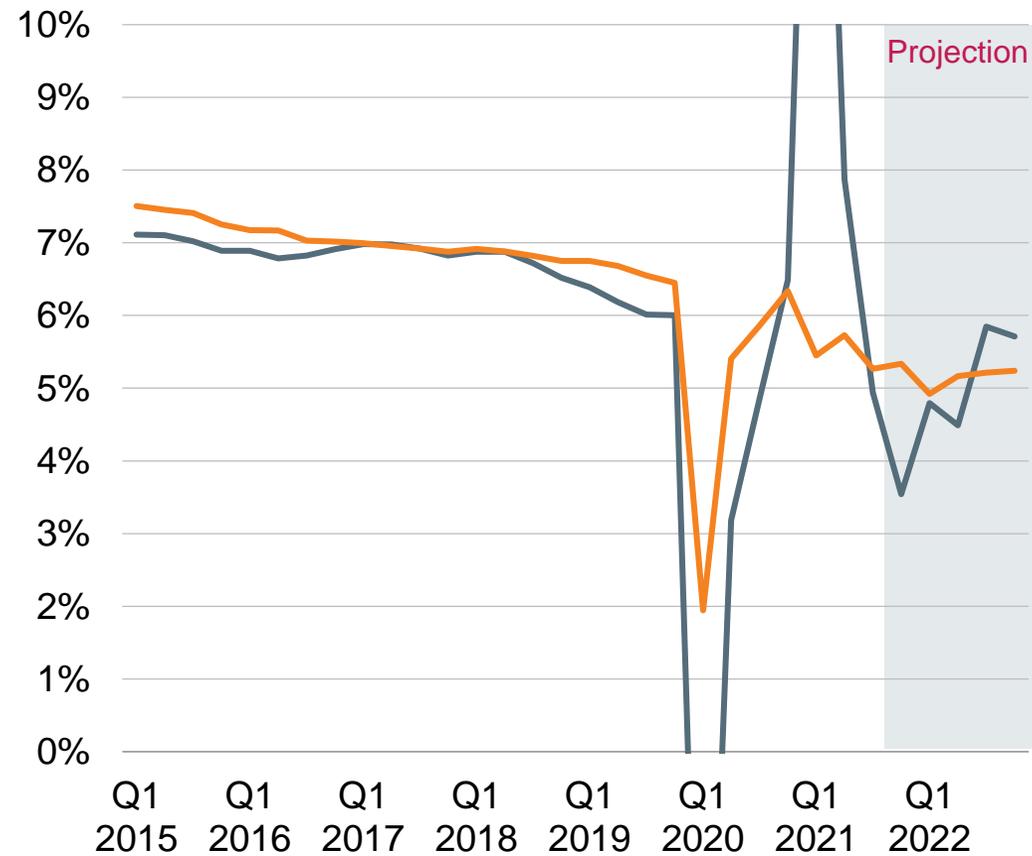
**Simulation: PPI (%YOY) with different sa mom rates**



Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

# Das Wachstum wird im Jahresvergleich recht unbeständig sein, wobei es in H1 seinen Tiefpunkt erreicht und sich in H2 wieder leicht beschleunigt

“Adaption”: China real GDP growth (%YOY, blue line) and 3 year annualized growth (orange line)



China Forecasts for “Adaption”<sup>1)</sup>

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	Consensus 2022e
China GDP in %	2.3	8.0	5.2	5.7	5.4	5.1
CPI in %	2.5	1.0	2.2	2.0	1.8	2.1
Target rate in %		2.95	2.95	2.95	2.95	

1) MEAG Research estimates, for GDP and CPI calendar yearly averages, for Target rate calendar year end, current consensus as of 17.12.2021  
 Target rate is medium term lending facility (MLF)  
 Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream, www.ConsensusEconomics.com

# Zusammenfassung – Fokus China

**1 Belastung durch Bau in H1, beherrschbar**  
Der schwache Wohnungsbau ist in H1 eine Belastung, die sich auch auf verwandte Branchen auswirken wird. Mit einer gezielten Lockerung dürfte sich die Dynamik in H2 verbessern. Es ist unwahrscheinlich, dass systemische Risiken wieder auftauchen, und der Vermögenseffekt in China ist begrenzt, so dass sich die Auswirkungen auf die Wirtschaft in Grenzen halten dürften.

**3 Schwieriges H1, danach Stabilisierung**  
Angesichts der Schwäche im Baugewerbe, einiger möglicher Engpässe im Energiesektor im ersten Quartal und der Zeit, die erforderlich ist, bis die Konjunkturmaßnahmen greifen, wird das erste Halbjahr recht schwierig werden. In H2 sollten wir eine Stabilisierung sehen. Die Jahresraten sind aufgrund starker Basiseffekte volatil.

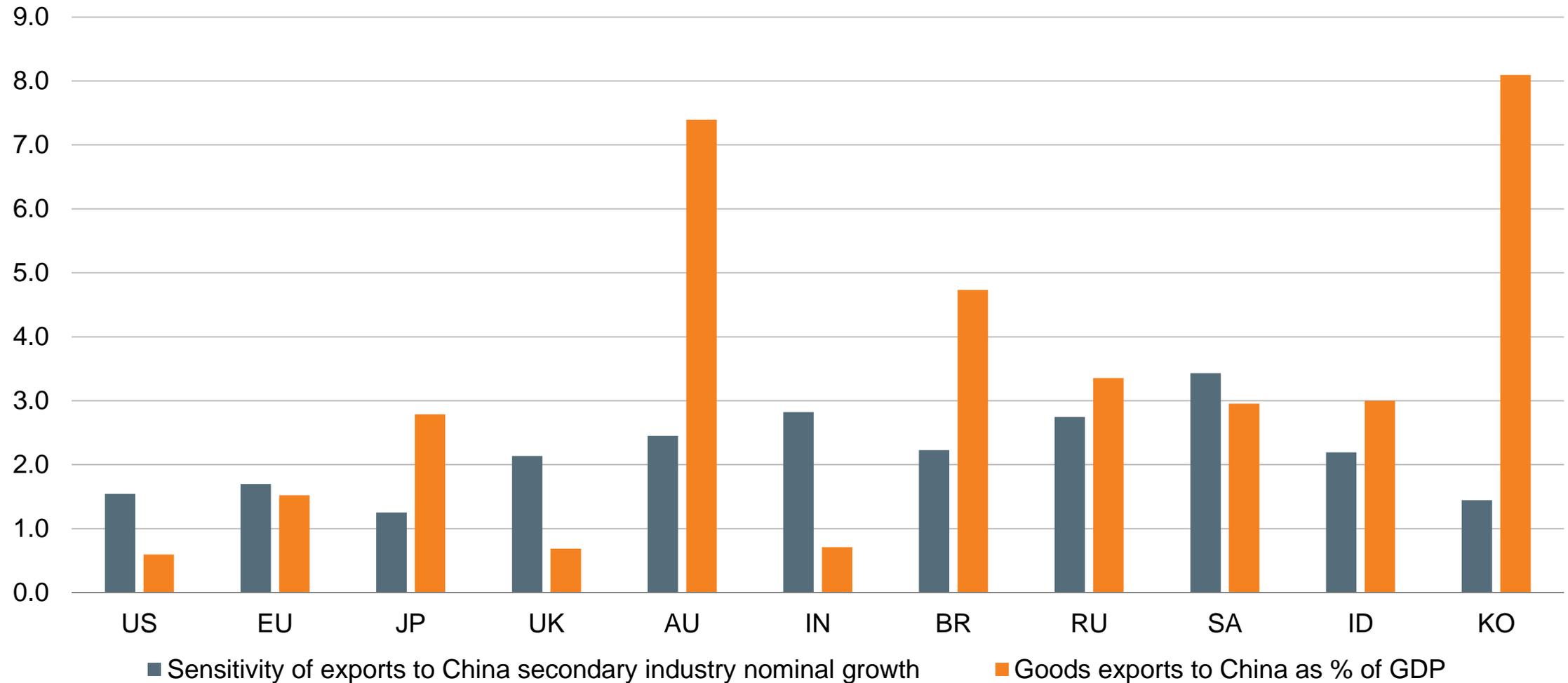
**5 Inflation: Keine politische Einschränkung**  
Der Verbraucherpreisindex dürfte sich von den niedrigen Niveaus erholen, da der Druck der Schweinefleischpreise nachlässt, während die Kerninflation niedrig bleibt. Bei unter 3 % gibt es für die PBoC keine Einschränkung. Im Gegensatz dazu dürfte die PPI-Inflation bereits nahe ihres Höchststands sein und stark zurückgehen.

**2 Andere Sektoren können kompensieren**  
Investitionen im verarbeitenden Gewerbe aufgrund hoher Gewinne und steigender Nachfrage sowie ein starker Impuls für eine umweltfreundlichere Wirtschaft dürften für einen gewissen Ausgleich sorgen. Der Konsum dürfte angesichts der nach wie vor hohen Sparquote stützend wirken, aber sporadische Corona-Ausbrüche könnten eine Belastung darstellen.

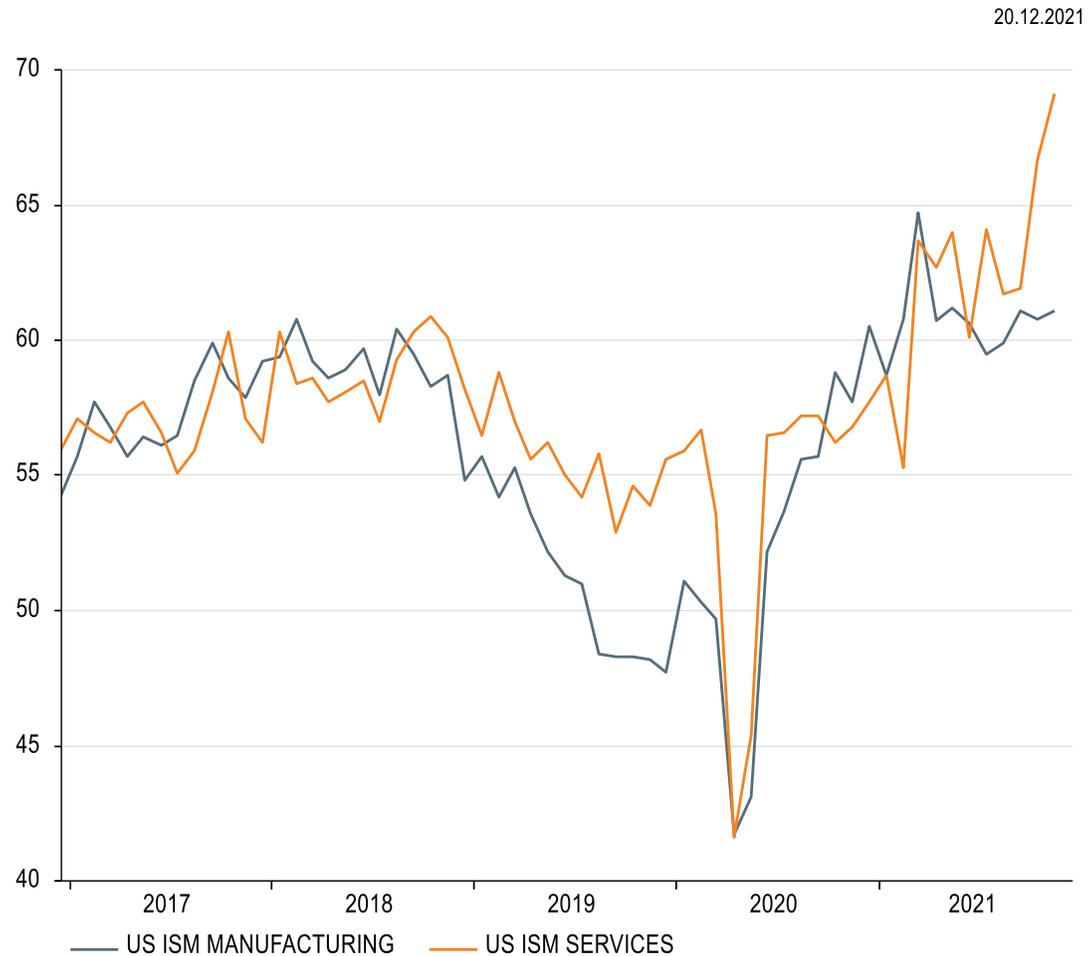
**4 Fiskalpolitik: Unterstützend im Jahr 2022**  
Nach einem stark negativen fiskalischen Impuls für den größten Teil des Jahres 2021 dürfte es 2022 mehr Unterstützung geben. Erlöse aus LGSB-Verkäufen sollten für Infrastrukturprojekte verwendet werden. Die Ausgabe grüner Anleihen dürfte ebenfalls zur Finanzierung von Investitionen beitragen. Im Jahr 2023 dürfte die Unterstützung wieder abnehmen.

**6 Geldpolitik: Mäßige Lockerungen**  
Neben der Senkung der RRR sollte der Schwerpunkt der Geldpolitik auf der Förderung der Kreditvergabe an bestimmte Sektoren (KMU, umweltfreundliche Investitionen, Bemühungen zur Stabilisierung des Immobilienmarktes) liegen, während gleichzeitig versucht wird, die Finanzstabilitätsrisiken zu begrenzen. Allerdings werden keine Zinssenkungen erwartet.

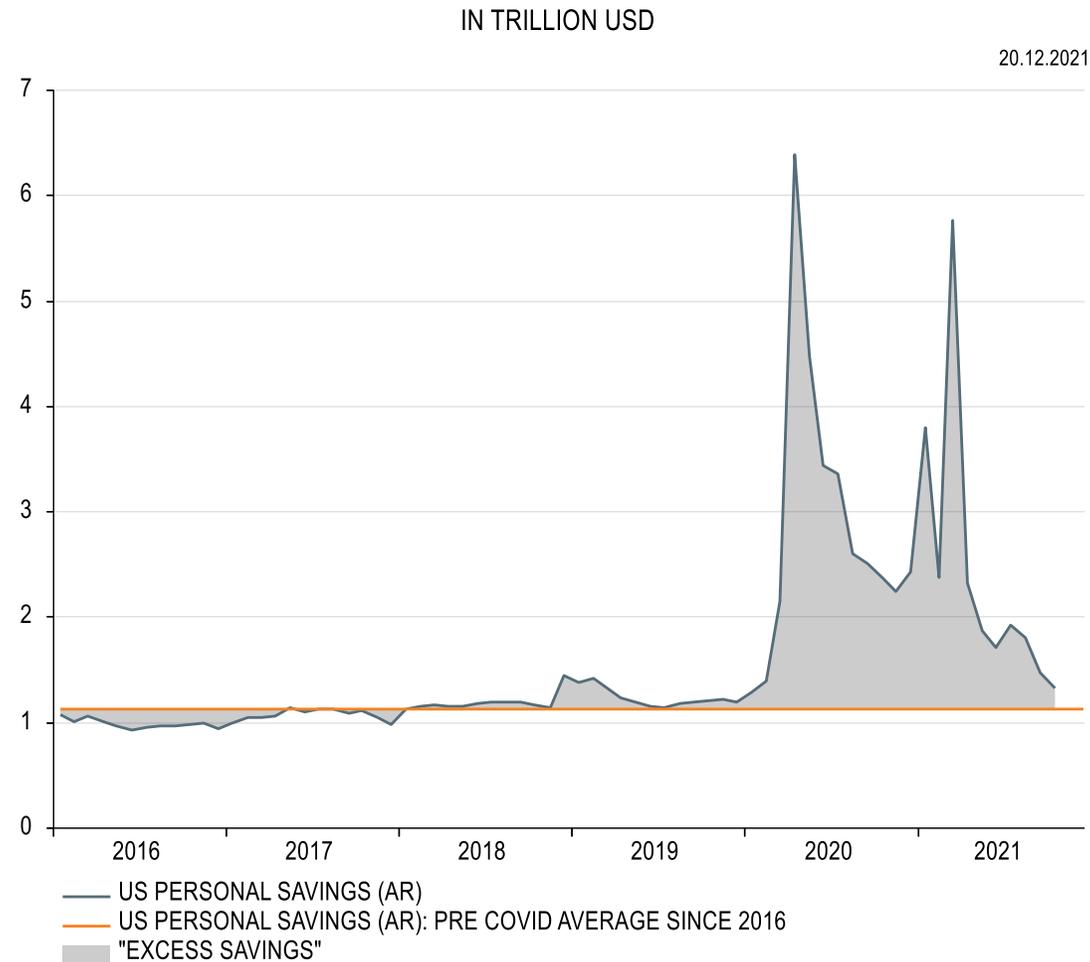
# Die Schwellen- und Nachbarländer sind China viel stärker ausgesetzt, die USA am wenigsten – diesmal ist China nicht der Wachstumstreiber



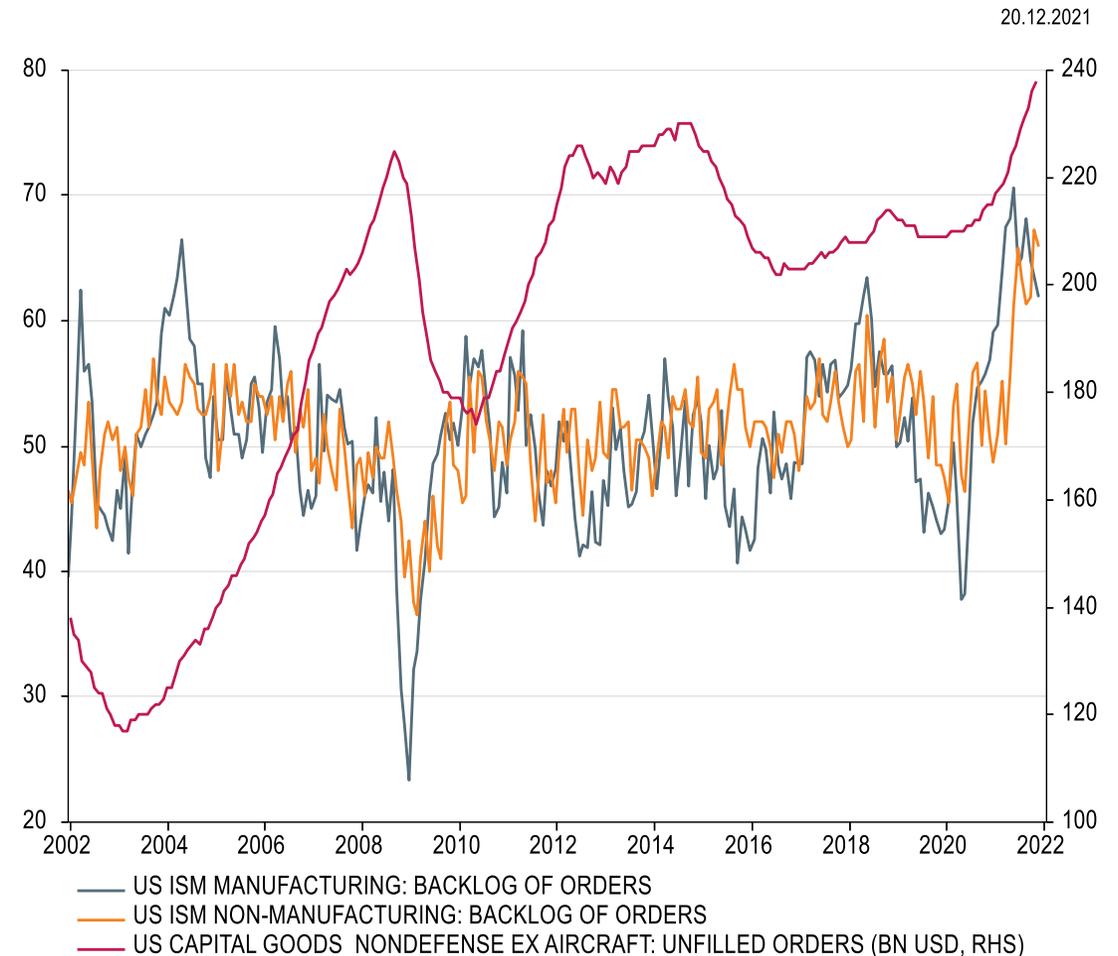
# USA: Nach der durch Delta und die Lieferengpässe bedingten Schwächephase im dritten Quartal nimmt die Dynamik wieder zu



# Trotz Covid-Rücksetzer im Winter bleiben die strukturell unterstützenden Faktoren 2022 bestehen: Hohe Ersparnisse, volle Auftragsbücher, ...

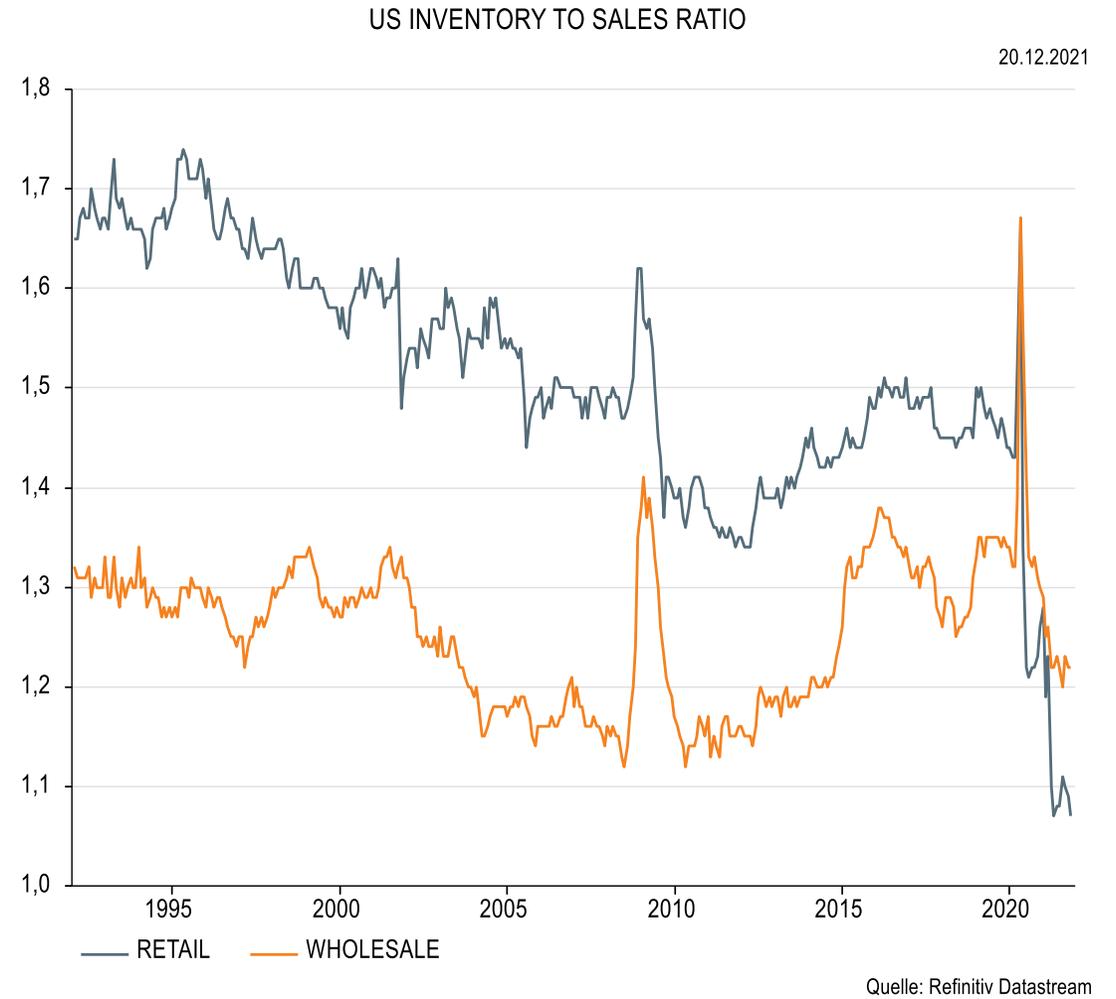
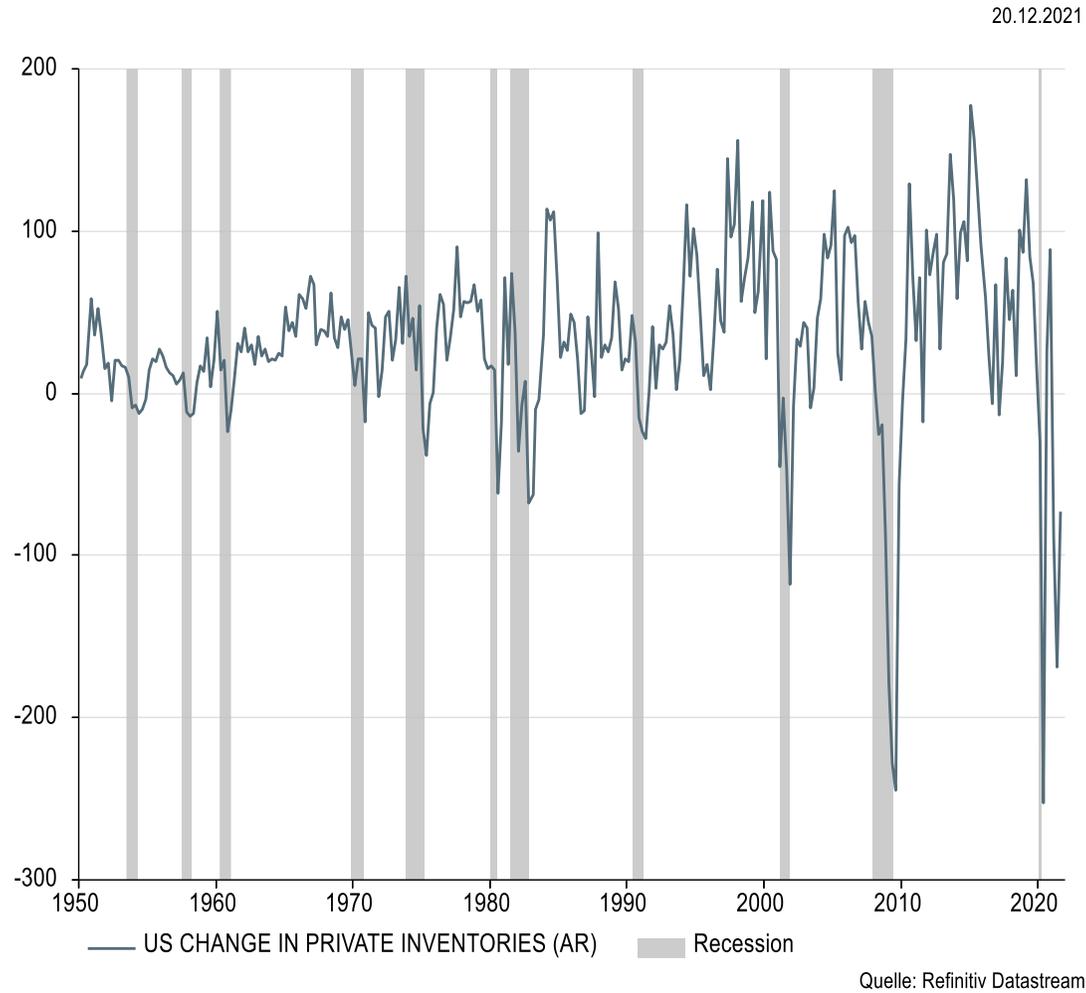


Quelle: Refinitiv Datastream

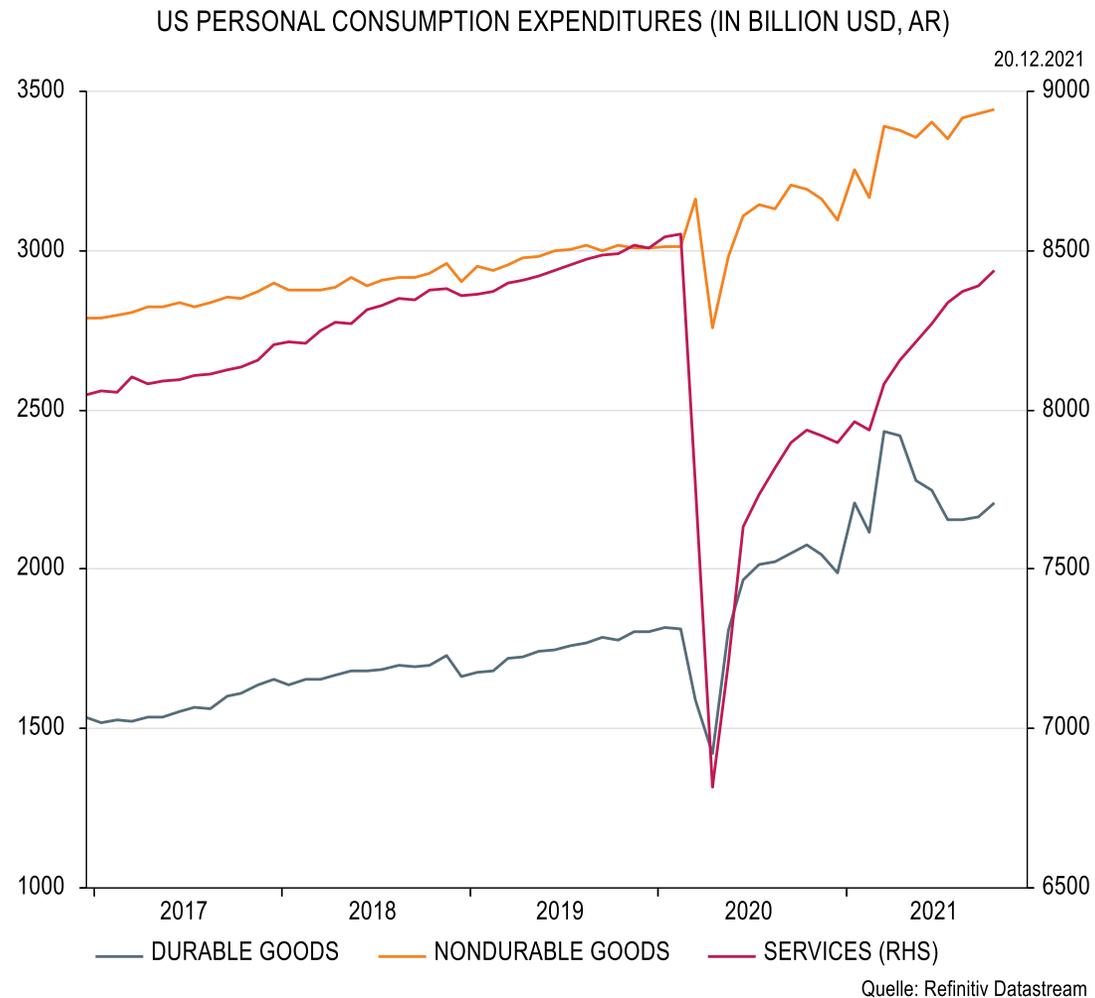


Quelle: Refinitiv Datastream

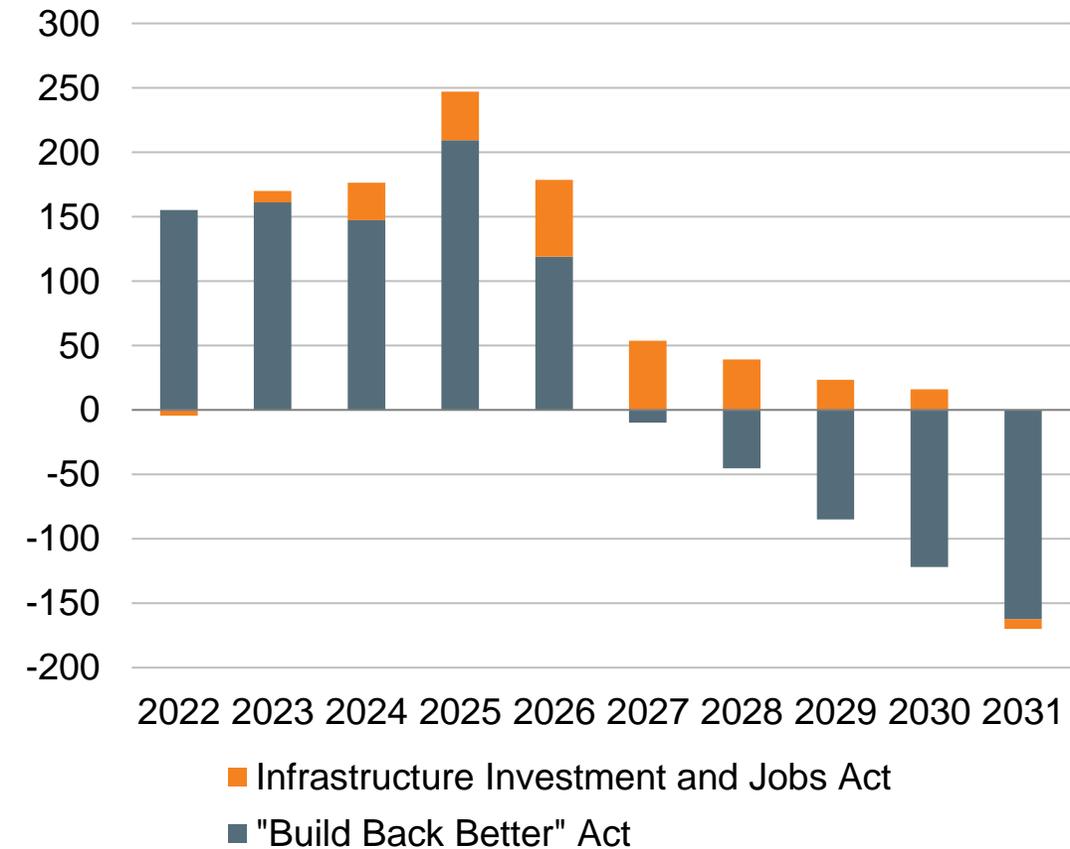
# ... die Notwendigkeit, die aufgebrauchten Lager wieder aufzufüllen ...



# ... und der Nachholbedarf an Dienstleistungen sowie der Schub durch grüne Investitionen – „Build Back Better“ könnte hier große Rolle spielen



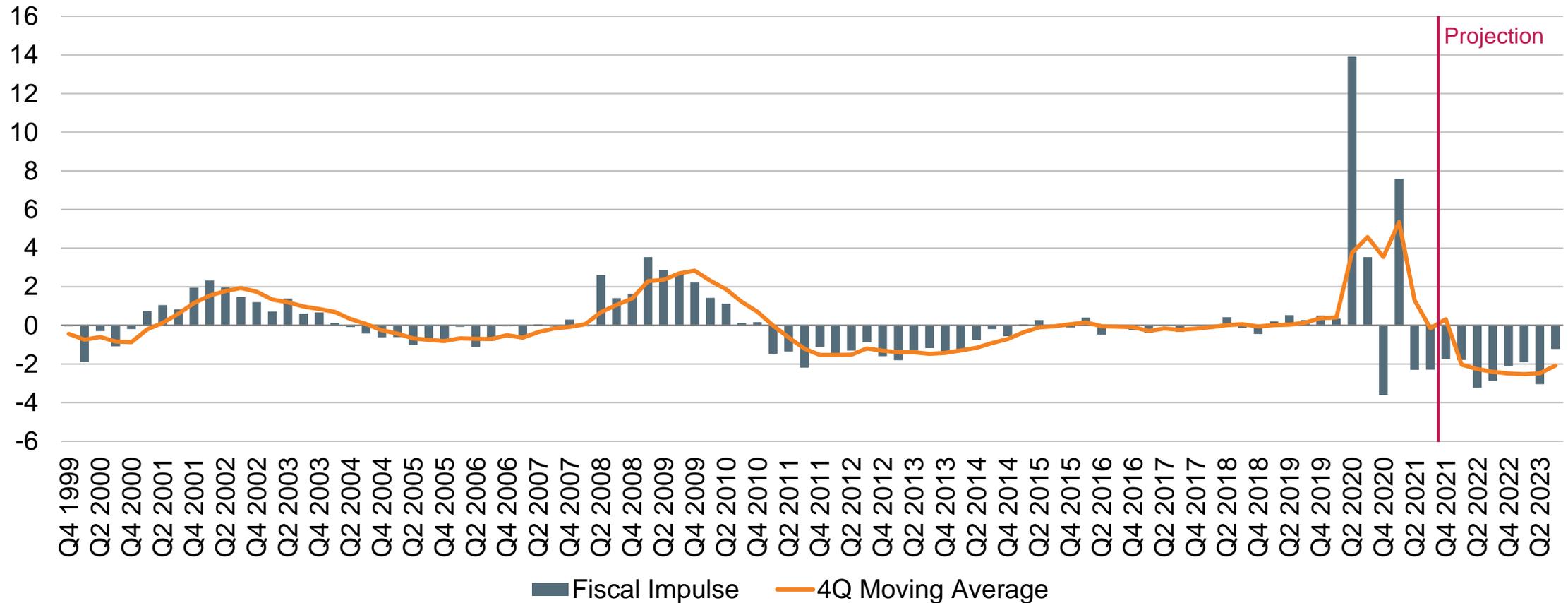
## CBO estimated effect on US deficit\* of different US legislations (in bn USD)



\* (+) increase in deficit, (-) reduction in deficit  
Source: MEAG Research, CBO

# Aber selbst mit „Build Back Better“ wird die Fiskalpolitik von einem starken Rückenwind in den letzten 2 Jahren zu einem Gegenwind werden

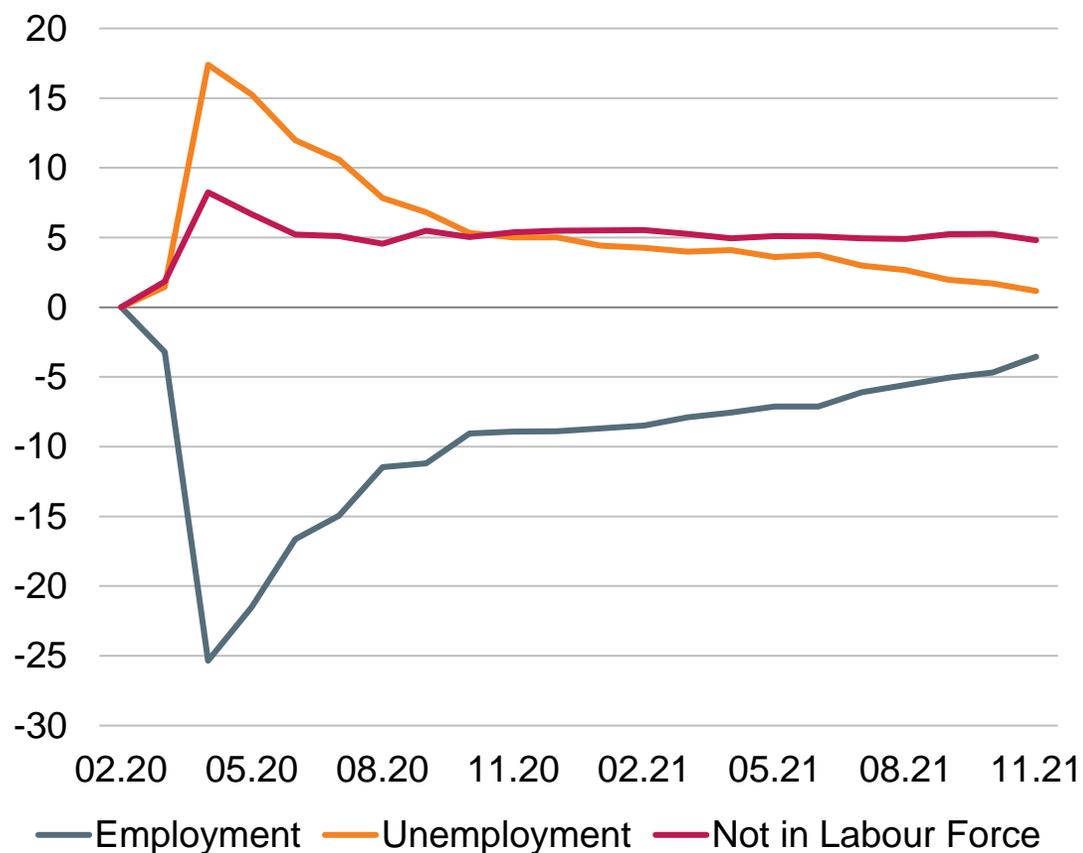
## Fiscal Impulse Measure\* based on current legislation



\* contribution of fiscal policy to annualised real GDP growth  
 Source: MEAG Research, Brookings Institution (Hutchins Center Fiscal Impulse Measure)

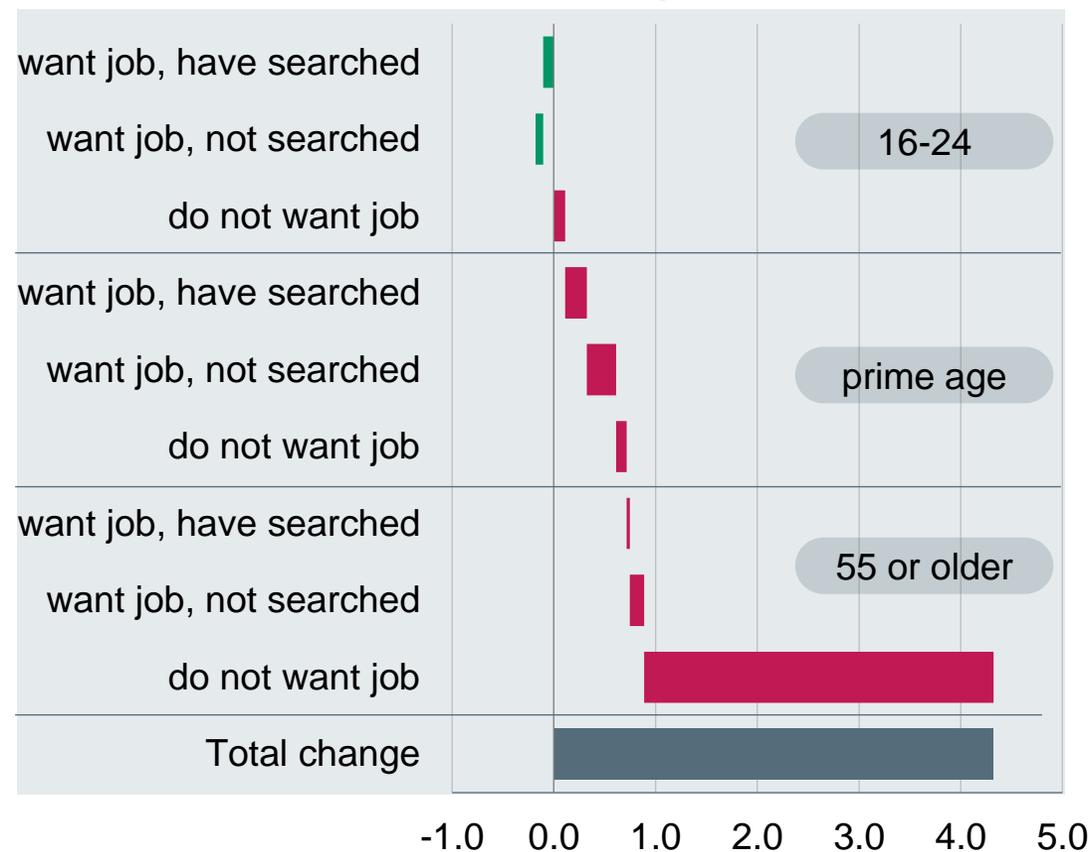
# Erwerbsbeteiligung liegt immer noch deutlich unter Vorkrisenniveau, und die Rückkehr in die Erwerbsbevölkerung scheint länger zu dauern

**Change relative to level in February 2020 (in million, sa)**



Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

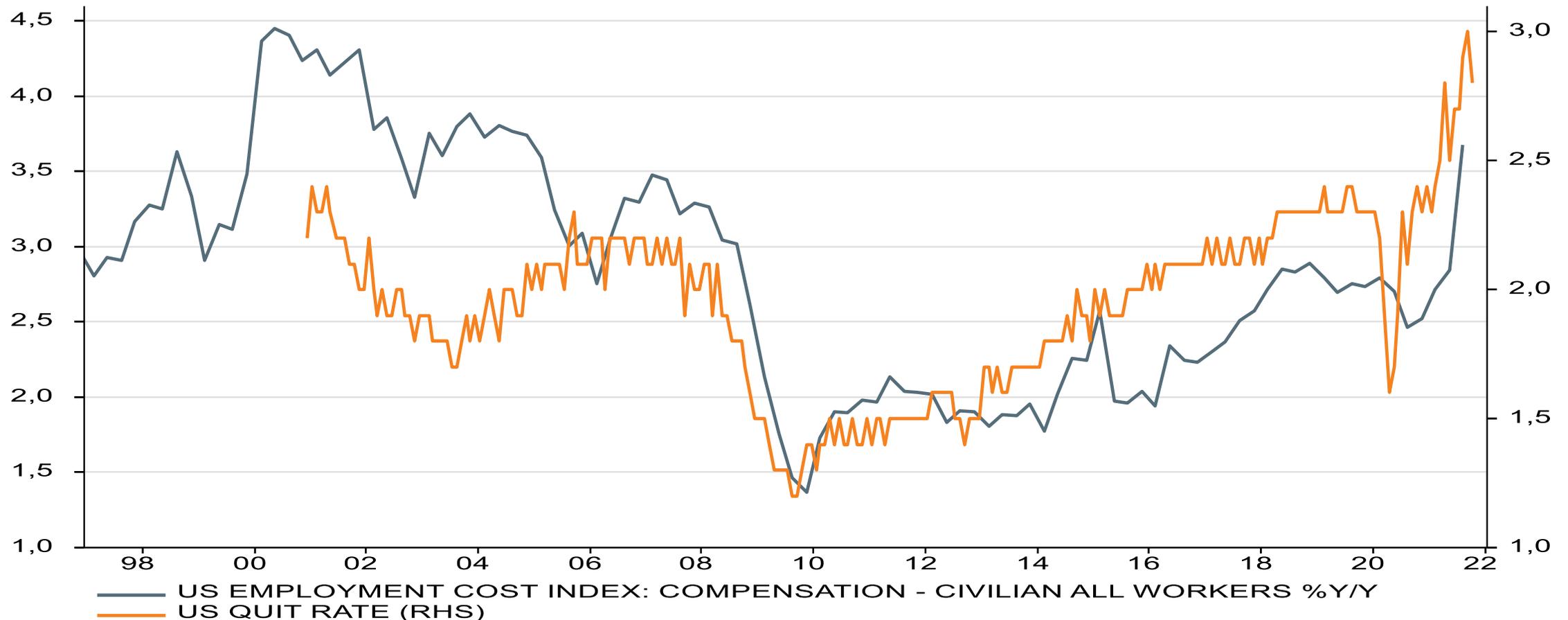
**Change in “Not in Labour Force”: November 2021 vs pre-pandemic average (in million, nsa)**



Source: MEAG Research, US BLS

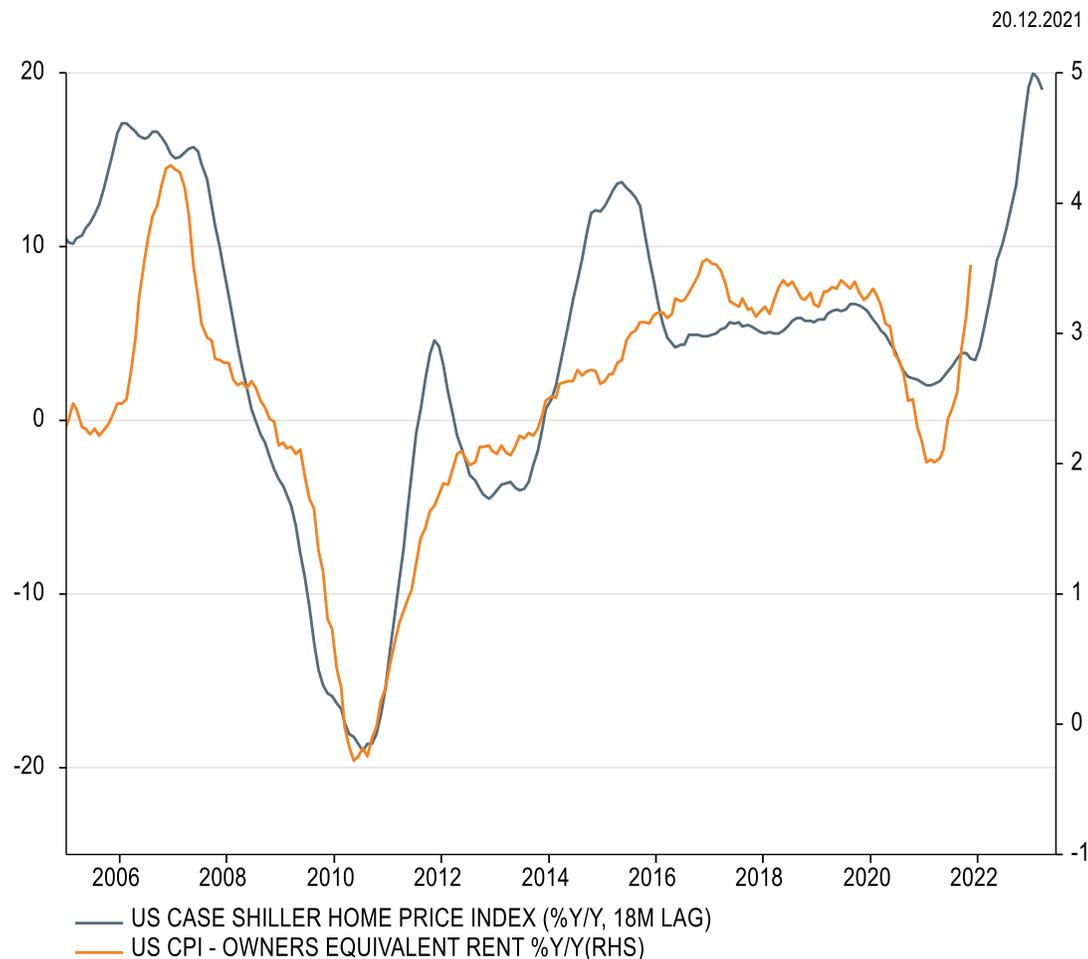
# Aufgrund der geringeren Erwerbsbeteiligung ist der Arbeitsmarkt derzeit enger, als der Blick auf die Beschäftigtenzahl suggeriert

20.12.2021

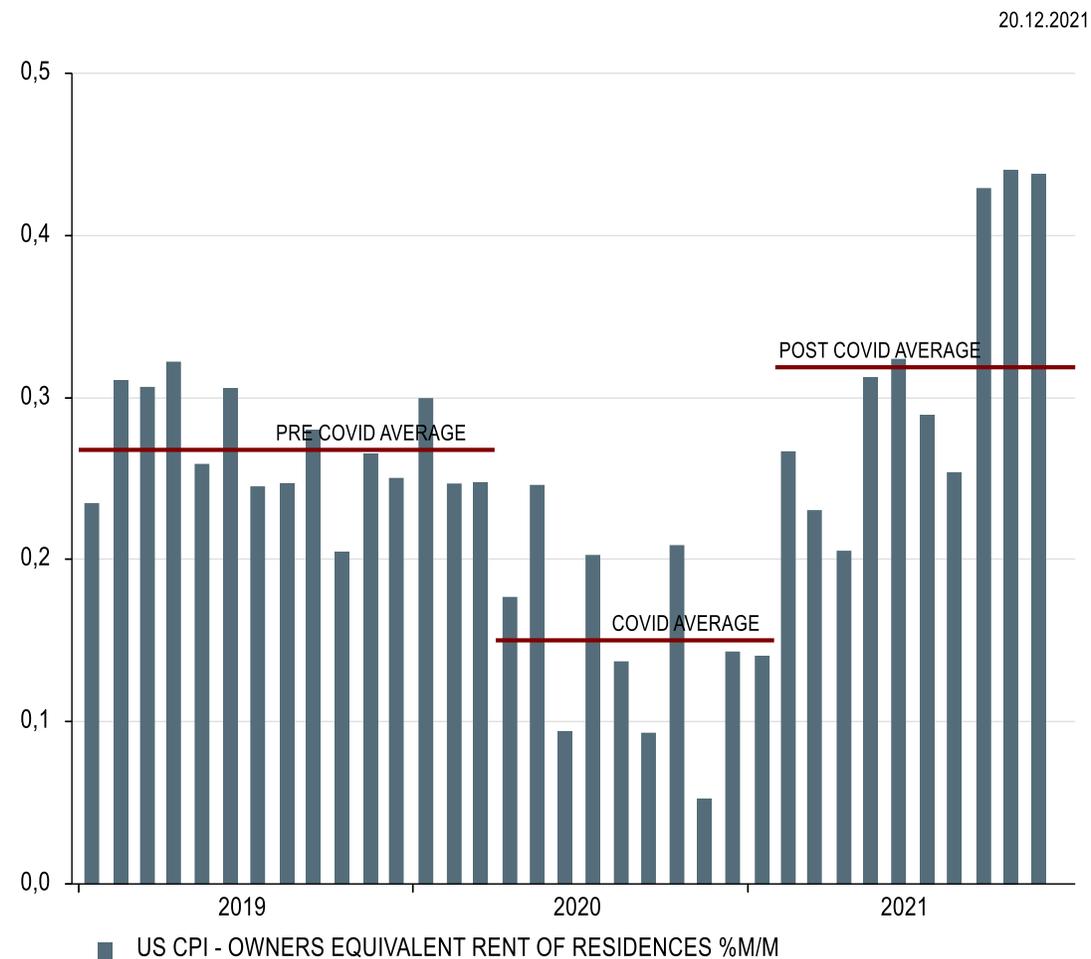


Quelle: Refinitiv Datastream

# Neben den gestiegenen Löhnen gibt es auch andere Komponenten, die den zugrunde liegenden Inflationsdruck erhöhen, vor allem Wohnkosten

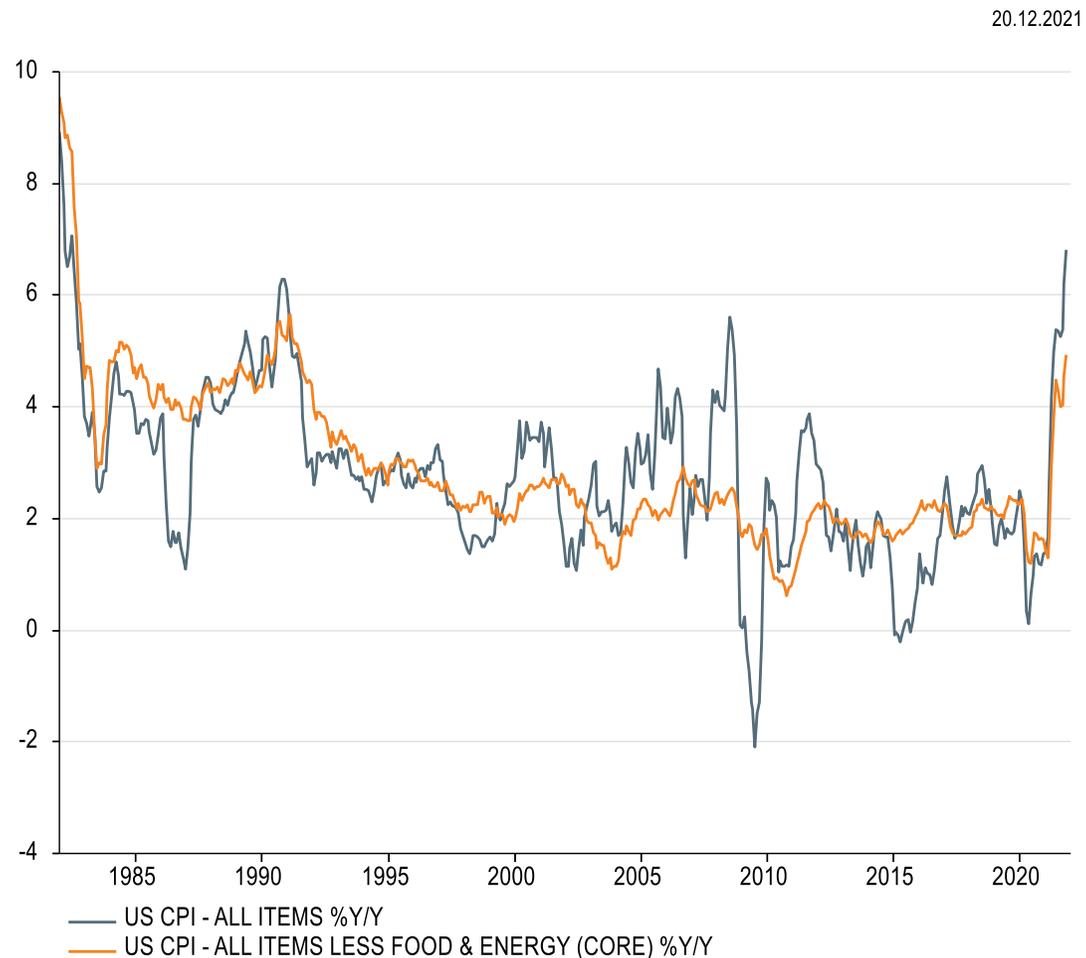


Quelle: Refinitiv Datastream

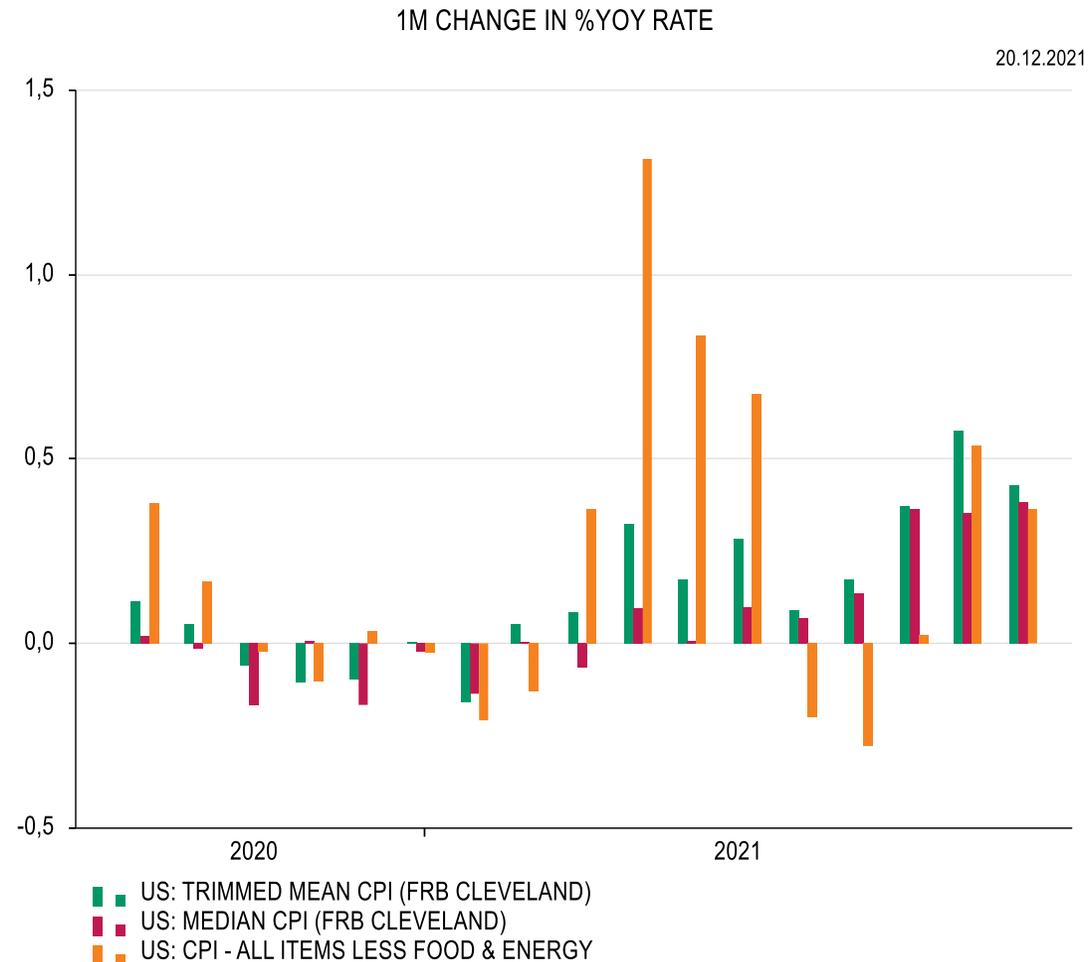


Quelle: Refinitiv Datastream

# Dies hat zu einer Verbreiterung des Inflationsdrucks geführt, was die Situation für die FED noch unangenehmer macht



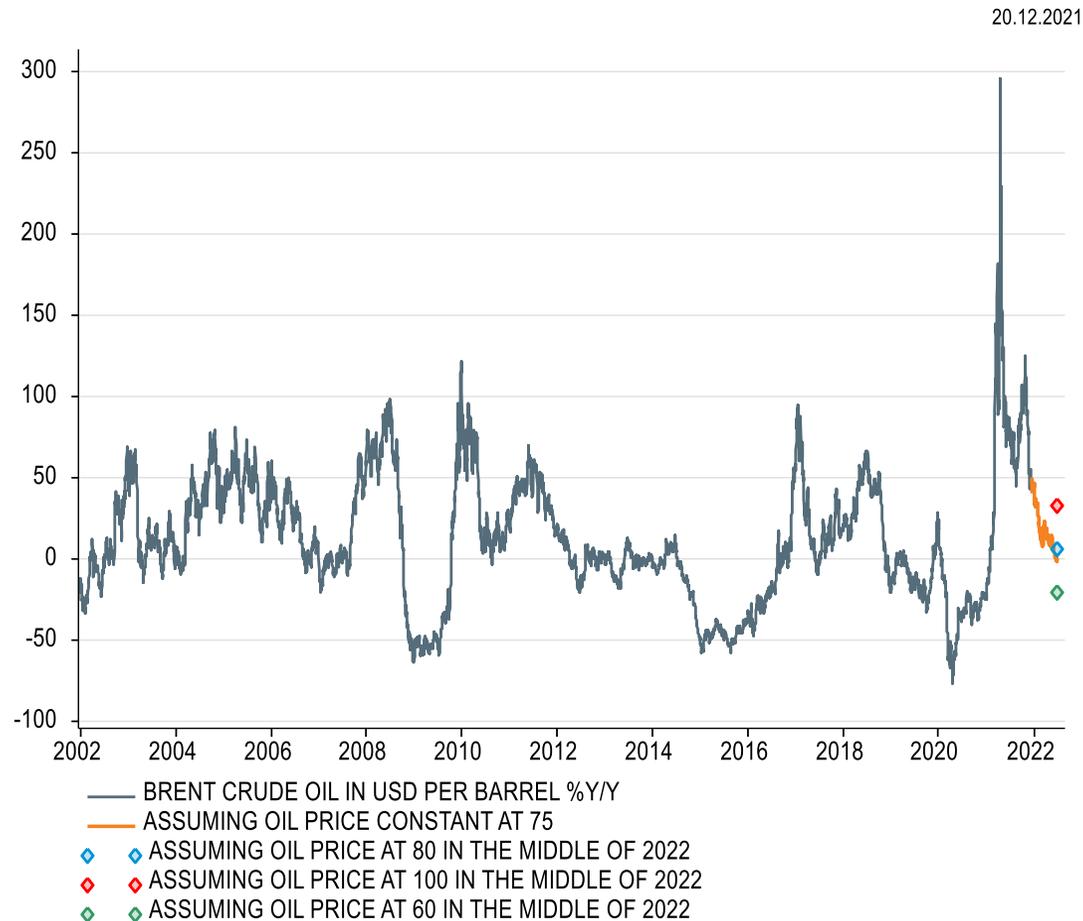
Quelle: Refinitiv Datastream



Quelle: Refinitiv Datastream

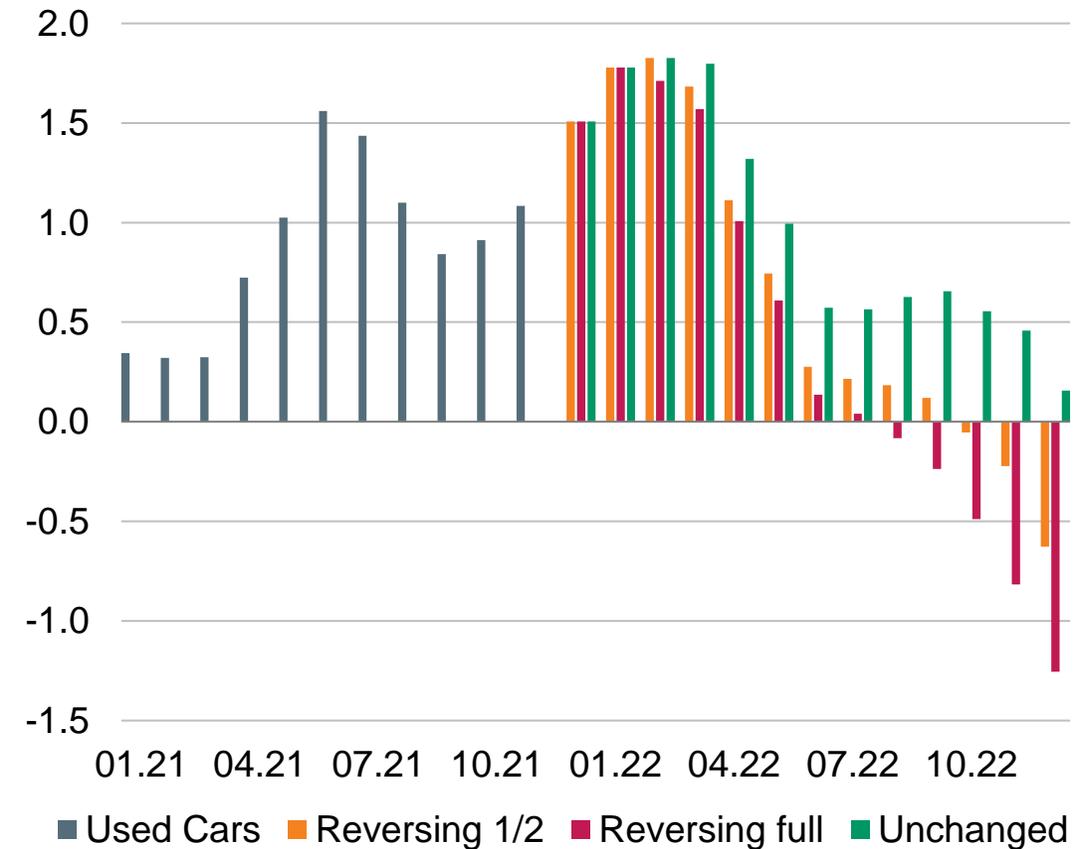
# Die starken Zuwächse bei anderen Komponenten wie Gebrauchtwagen und Energie werden nachlassen und Inflation dem FED-Ziel näherbringen

OIL PRICE %Y/Y - WITH SIMULATIONS



Quelle: Refinitiv Datastream

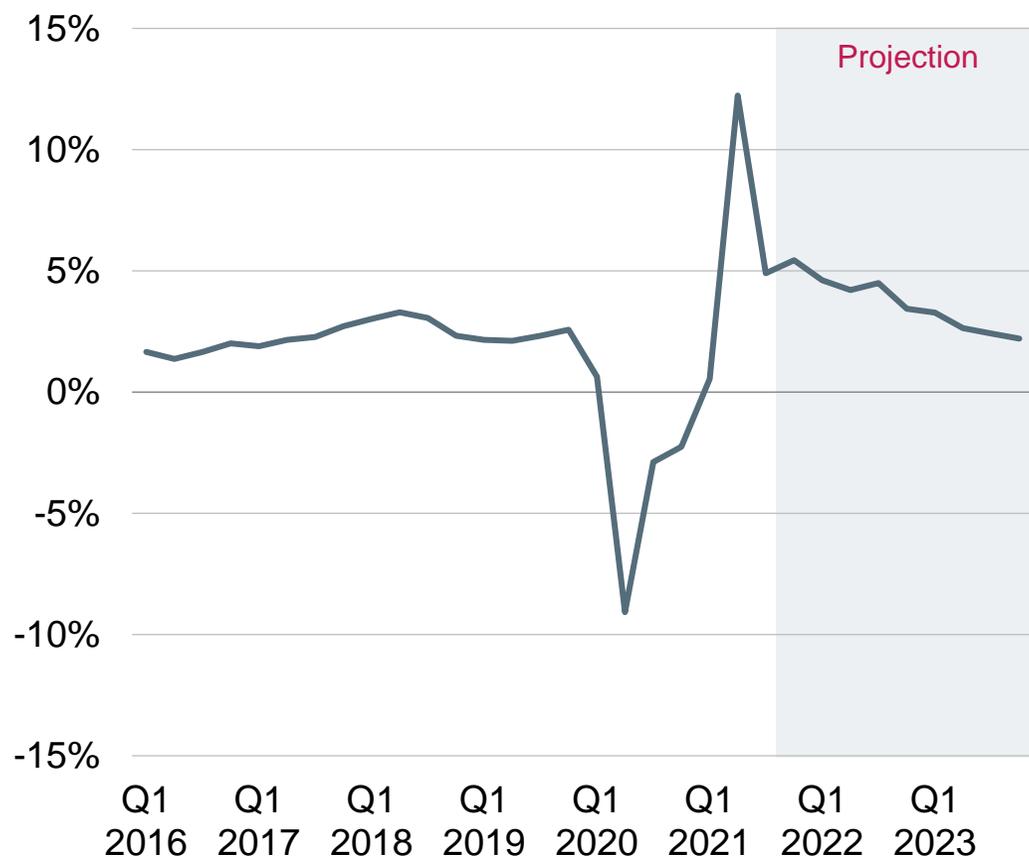
Contribution to US Core CPI %y/y in percentage points – with different simulations until end-22



Simulation assumes monthly increases for Dec and Jan in line with Manheim index for Oct and Nov, simulations are then based on assumption that Used Car CPI component reverses 50% or 100% of the move since Dec 2019 or remains unchanged from that Jan 2021 level  
Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

# Graduelle Angleichung von Angebot und Nachfrage hält das Wachstum über Trend und senkt die Inflation in 2022 – FED muss dennoch handeln

## “Adaption”: US real GDP growth (%YOY)



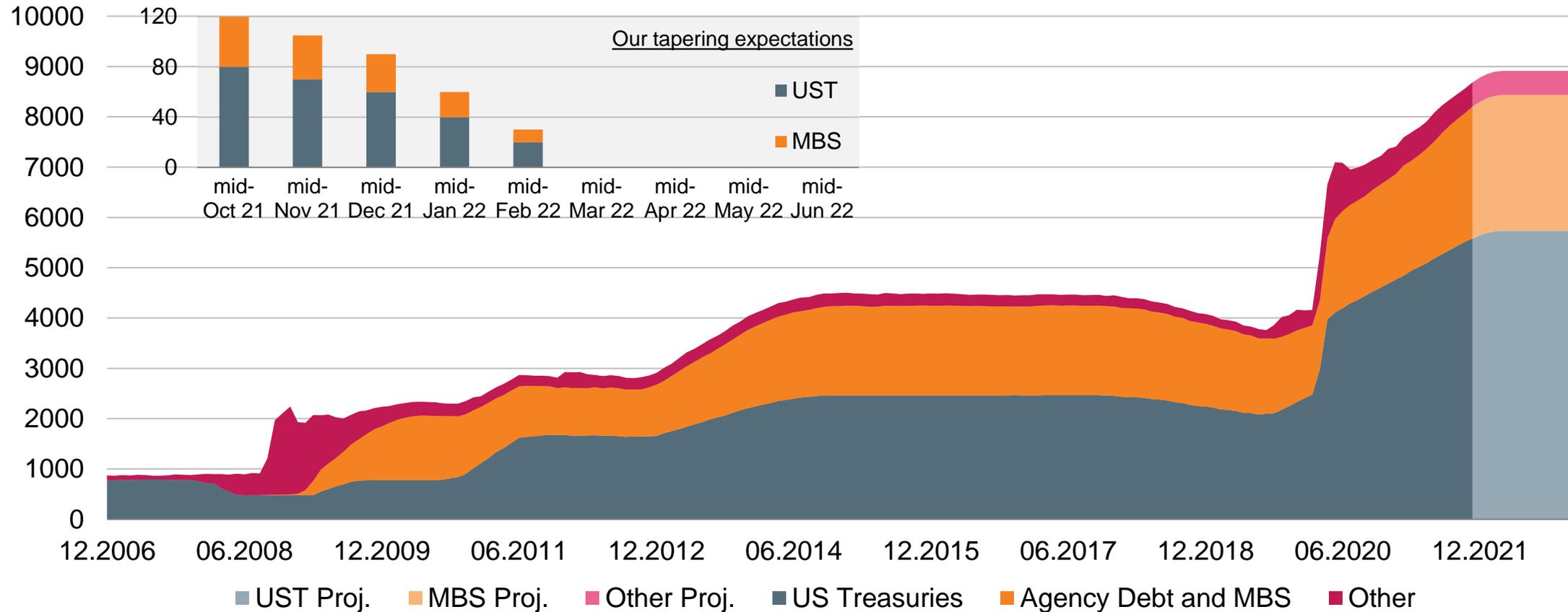
## US Forecasts for “Adaption”<sup>1)</sup>

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	Consensus 2022e
US GDP in %	-3.4	5.6	4.2	2.6	1.8	4.0
CPI in %	1.2	4.7	4.6	2.2	2.4	4.2
Target rate in %		0.25	0.75	1.50	2.00	

1) MEAG Research estimates, for GDP and CPI calendar yearly averages, for Target rate calendar year end, current consensus as of 17.12.2021  
Target rate is upper bound of the target range  
Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream, www.ConsensusEconomics.com

# Die FED hat ihren Tapering-Prozess beschleunigt, um die Möglichkeit zu haben, den Zinserhöhungszyklus früher zu beginnen

## Federal Reserve: Balance sheet with projections\* and tapering expectations (bIn USD)



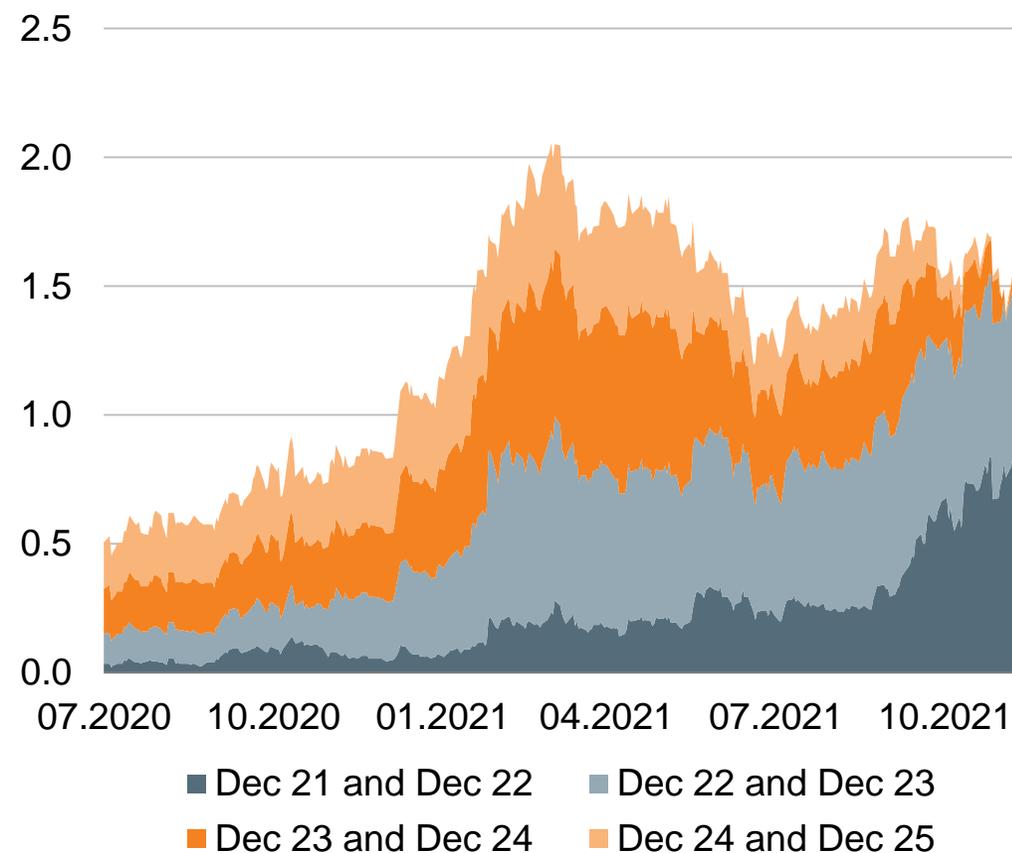
\* light shaded areas assume the tapering process which is outlined in the small chart  
 Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream, Federal Reserve

# Die Märkte preisen den früheren und aggressiveren Aufschwung bereits ein – sie sind jedoch sehr vorsichtig, was die Dauer des Zyklus betrifft



Source: MEAG Research, Bloomberg, Morgan Stanley

## 90 Day EuroDollar Futures spreads between different contracts (in %)



Source: MEAG Research, Bloomberg

# Zusammenfassung – Fokus USA

## 1 Pandemie: Die kurze Frist

Die Ausbreitung der Delta-Variante im Süden während des Sommers hat zusammen mit den Lieferkettenproblemen zu einer Wachstumsschwäche geführt. Die Dynamik nimmt zu, aber die Winterwelle wird sich wahrscheinlich als weitere Wachstumsbremse erweisen.

## 2 Wachstum: Nachfrage strukturell gestützt...

Die Nachfrageseite ist nach wie vor stark: Aufgestaute Nachfrage und hohe Ersparnisse, volle Auftragsbücher, das Auffüllen aufgebrauchter Lagerbestände, investitionsbereite Unternehmen, der Übergang zu einer umweltfreundlicheren/digitalisierten Wirtschaft usw.

## 3 ...nur die Angebotsseite braucht Zeit

Die Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage werden die Wachstumsdynamik bremsen, aber eine allmähliche Angleichung in 2022 wird das Wachstum deutlich über dem Potential halten, wenn auch niedriger als 2021. Trend-Annäherung ist für 2023 wahrscheinlich.

## 4 Fiskalpolitik: Mäßiger Gegenwind

Selbst mit der Verabschiedung von Bidens „Build Back Better“ wird der fiskalische Impuls für 2022 negativ sein. Wegen der Erholung in 2021 ist die fiskalische Unterstützung jedoch weniger wichtig. Nach den Zwischenwahlen wird Bidens Handlungsspielraum kleiner sein.

## 5 Inflation: Über dem Ziel, aber rückläufig

Erhöhte Energiepreise und breiter werdender Preisdruck werden die Inflation zunächst nach oben treiben. Solange Inflationserwartungen verankert bleiben, dürfte eine Anpassung von Angebot und Nachfrage den Preisdruck verringern und die Inflation näher an das Ziel bringen.

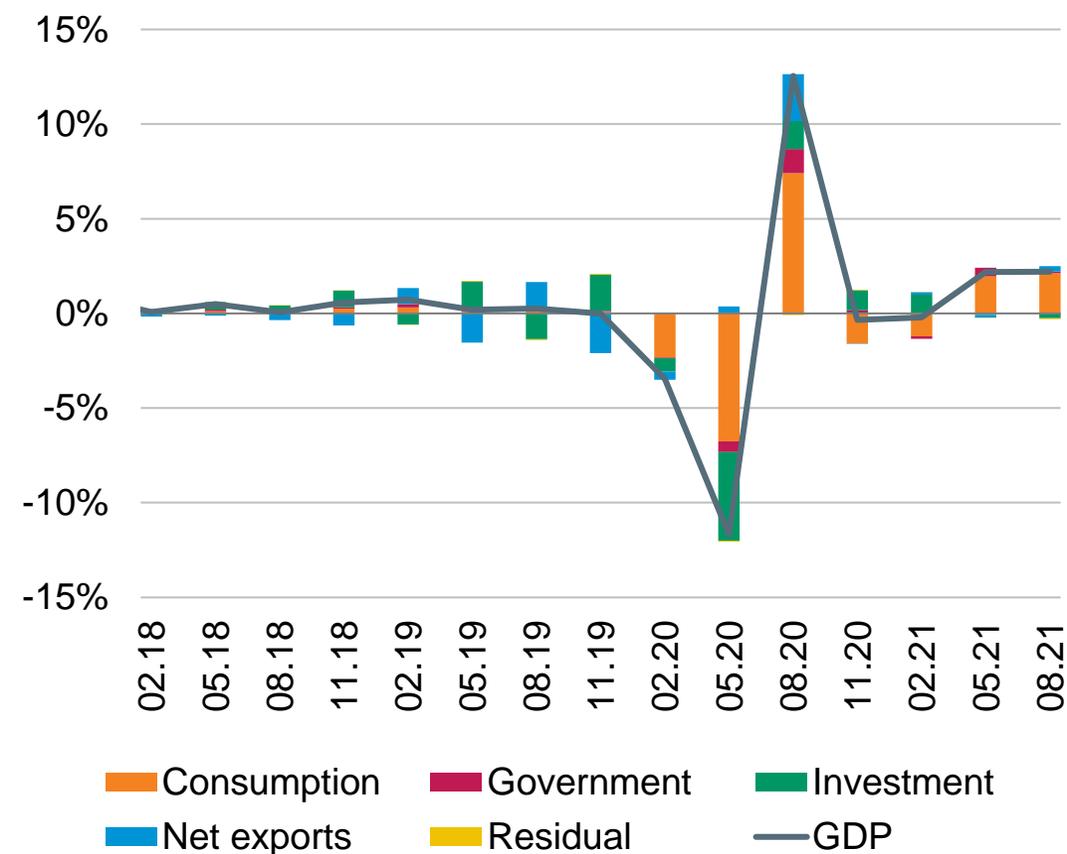
## 6 Geldpolitik: Inflation zwingt zum Handeln

Der Tapering-Prozess wurde beschleunigt, so dass die FED Mitte 2022 mit Zinserhöhungen starten kann, damit Inflationserwartungen verankert bleiben. Wir erwarten nicht, dass die FED das Wachstum abwürgt, sondern eher einen graduellen und anhaltenden Zinserhöhungszyklus.

# Eurozone: Wachstum 2021 durch Konsum getrieben – in 2022 sollten die meisten Länder über Vorkrisenniveau sein, unterstützt durch Investitionen

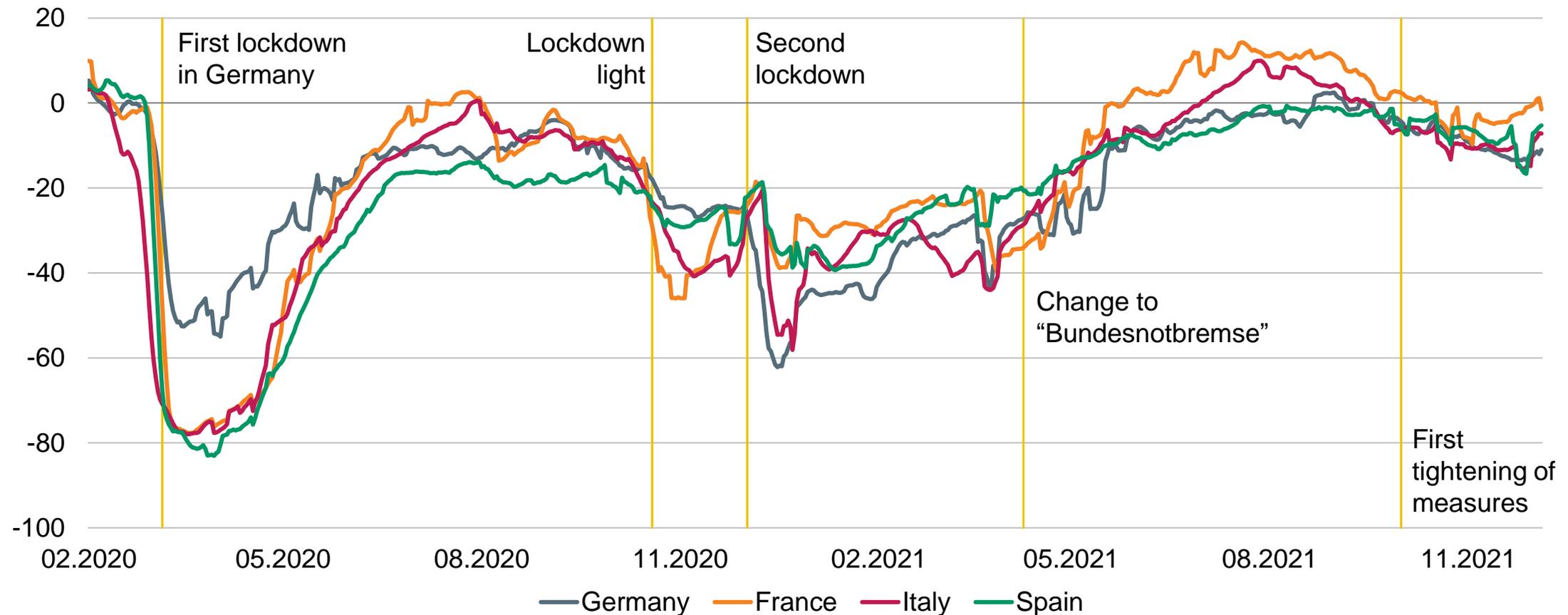
GDP % q/q	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Recent vs 4Q19
<b>Euroland</b>	0.0	-3.5	-11.7	12.6	-0.4	-0.2	2.2	2.2	<b>99.7</b>
GER	-0.1	-1.8	-10.0	9.0	0.7	-1.9	2.0	1.7	98.9
FRA	-0.3	-5.7	-13.5	18.5	-1.1	0.1	1.3	3.0	99.9
ITA	-0.4	-5.7	-12.9	15.6	-1.6	0.3	2.7	2.6	98.7
SPA	0.4	-5.4	-17.7	16.8	0.2	-0.6	1.1	2.0	93.4
NED	0.5	-1.6	-8.4	7.5	0.0	-0.8	3.8	1.9	101.7
BEL	0.7	-3.1	-11.6	11.9	-0.1	1.2	1.7	2.0	100.5
AUT	-0.3	-2.5	-11.4	10.9	-2.0	-0.4	4.2	3.8	101.1
FIN	-0.3	-0.4	-6.4	4.6	0.7	0.1	2.2	0.8	101.5
GRE	-0.2	-1.6	-14.2	5.6	3.9	4.2	2.1	2.7	101.2
IRL	1.2	3.7	-3.3	9.5	-4.7	10.0	5.2	0.9	122.3
POR	0.8	-4.4	-15.2	14.7	0.3	-3.3	4.4	2.9	96.8
<b>CHF</b>	0.4	-1.5	-6.2	6.3	-0.1	-0.1	1.8	1.7	<b>101.4</b>
<b>USA</b>	0.5	-1.3	-8.9	7.5	1.1	1.5	1.6	0.5	<b>101.4</b>
<b>JAP</b>	-2.4	0.3	-8.0	5.1	2.3	-0.7	0.5	-0.9	<b>98.1</b>
<b>UK</b>	0.0	-2.7	-19.6	17.4	1.1	-1.4	5.5	1.3	<b>97.9</b>
<b>CHN</b>	1.5	-9.5	10.7	2.9	3.2	0.2	1.2	0.2	<b>108.1</b>

Eurozone GDP and contributions (%QOQ)



# Covid Restriktionen haben weniger negative Effekte auf Wirtschaft, da sie sich daran anpasst – Wachstum im Winter wird dennoch schwächer sein

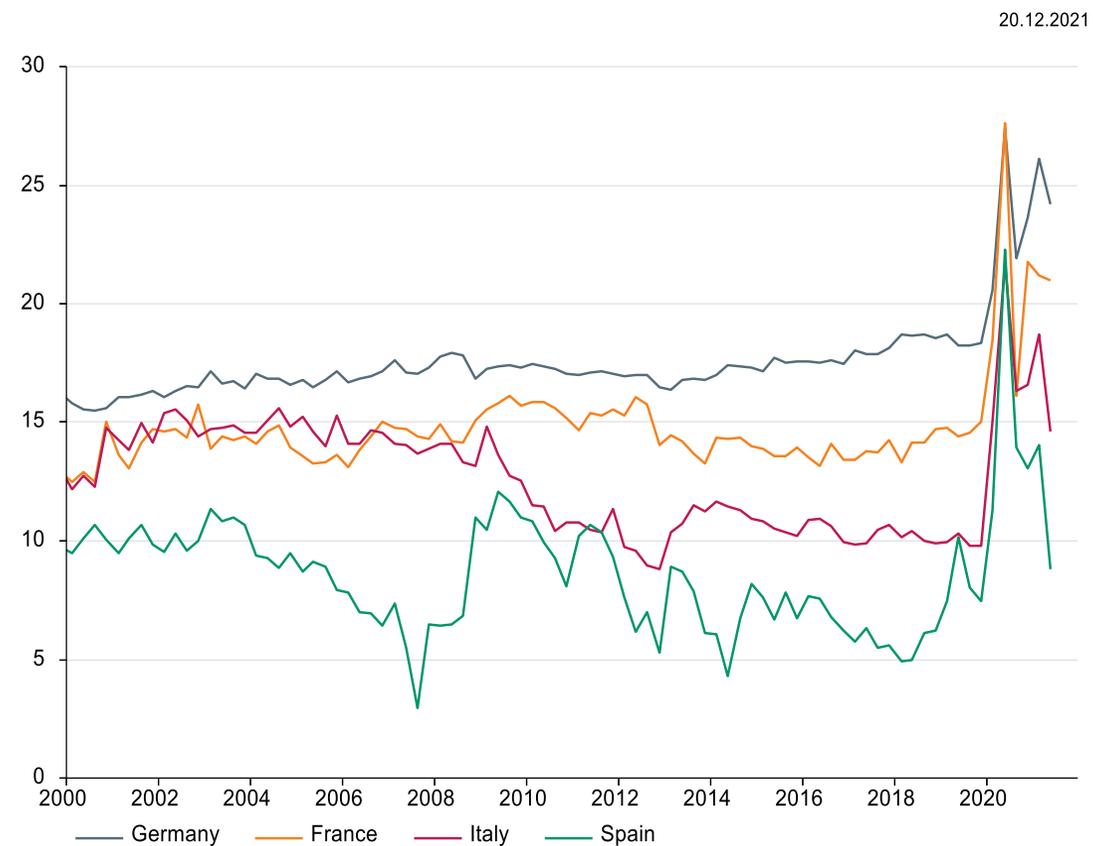
## Google Mobility Indices



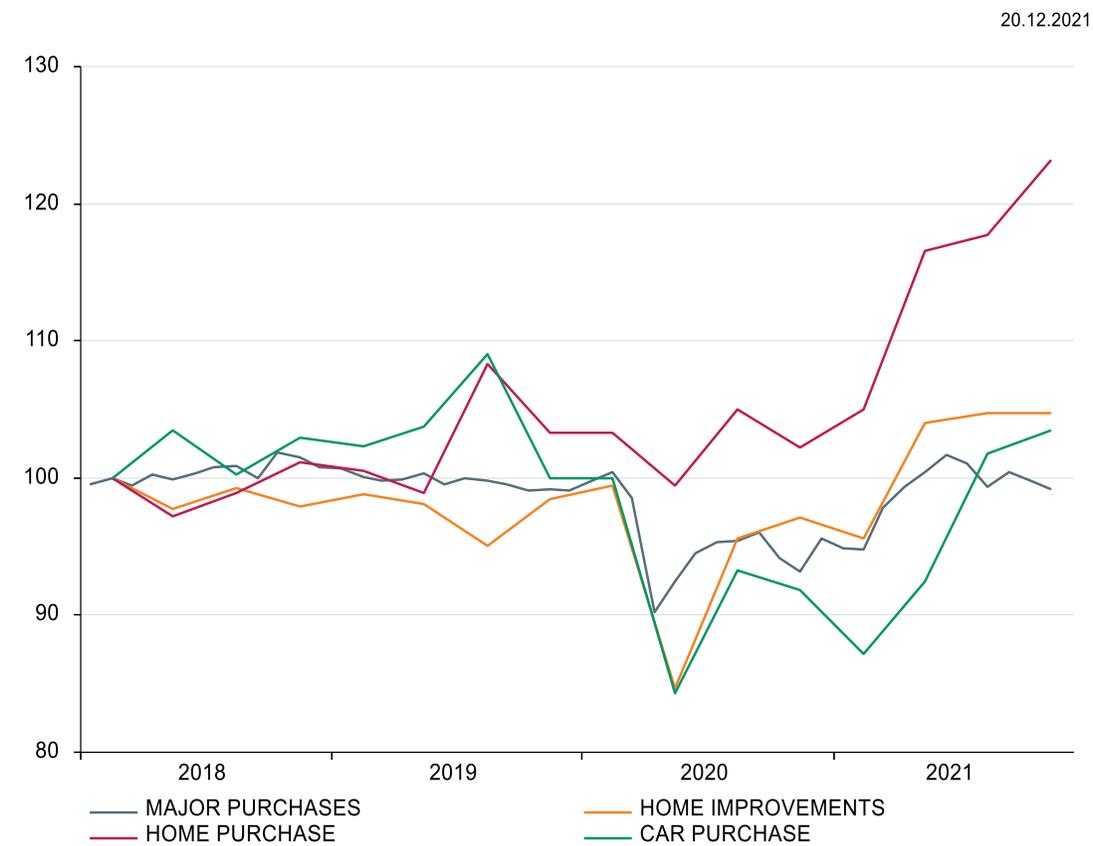
Note: 7 Day Moving Average of Retail/recreation, Transit Stations, Workplaces  
Source: MEAG Research, Google Mobility Index, 20.12.2021

# Konsum: Im Anpassungsprozess können die hohen Sparquoten die negativen Effekte höherer Preise auf die Realeinkommen abmildern

## Gross household savings rates

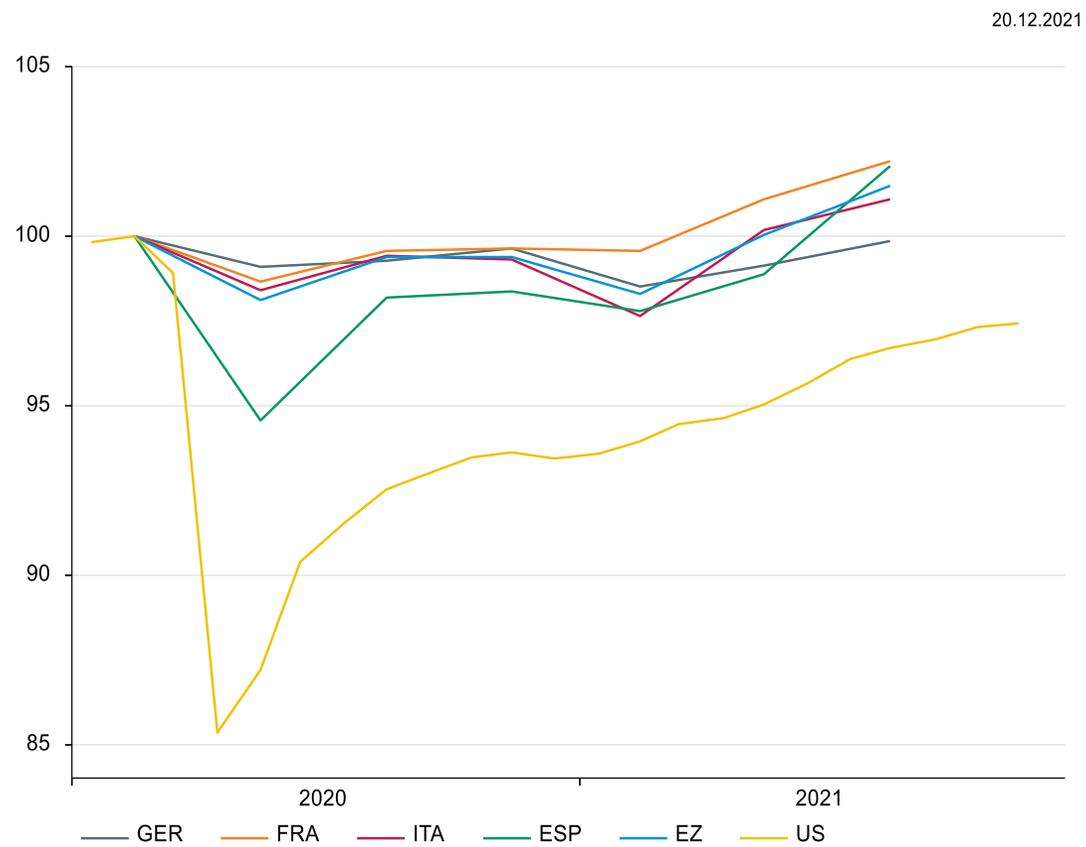


## Eurozone consumer survey: Purchase intentions next 12 months (rebased to 100)

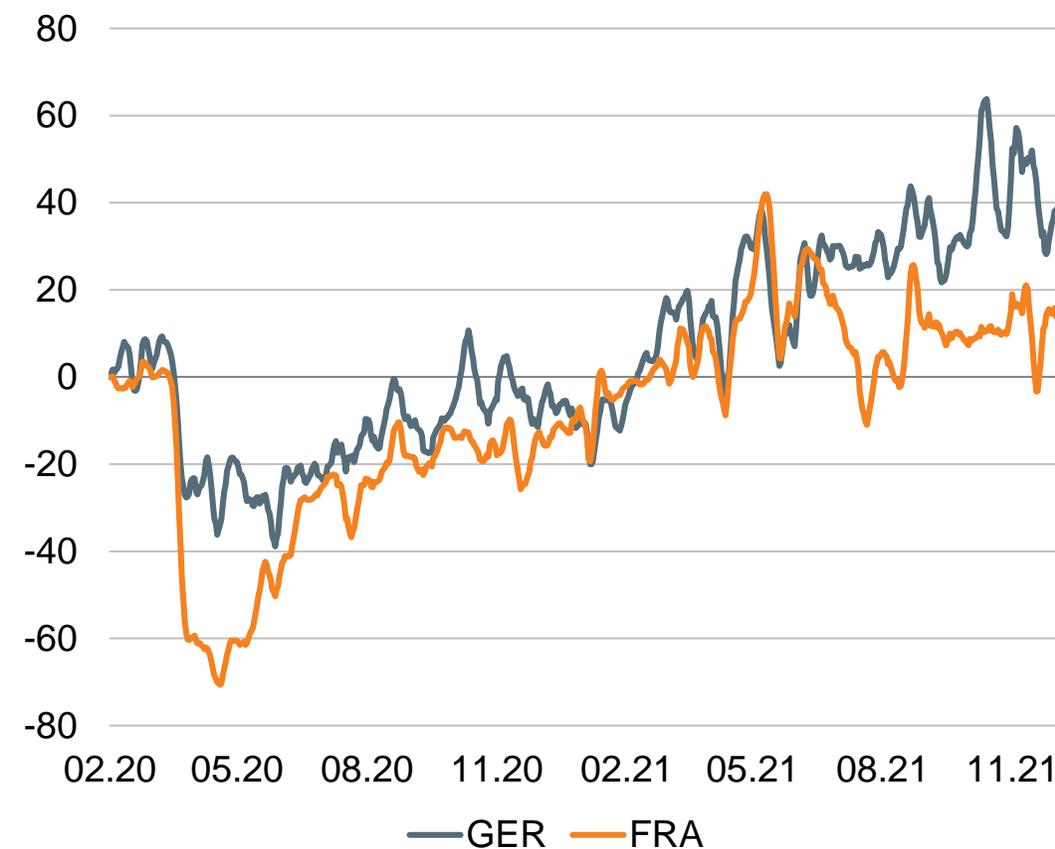


# Arbeitsmarkt: Beschäftigung in der Eurozone hat sich bereits erholt, nach der Winterpause könnte der Lohndruck steigen

## Total employment (rebased to 100)



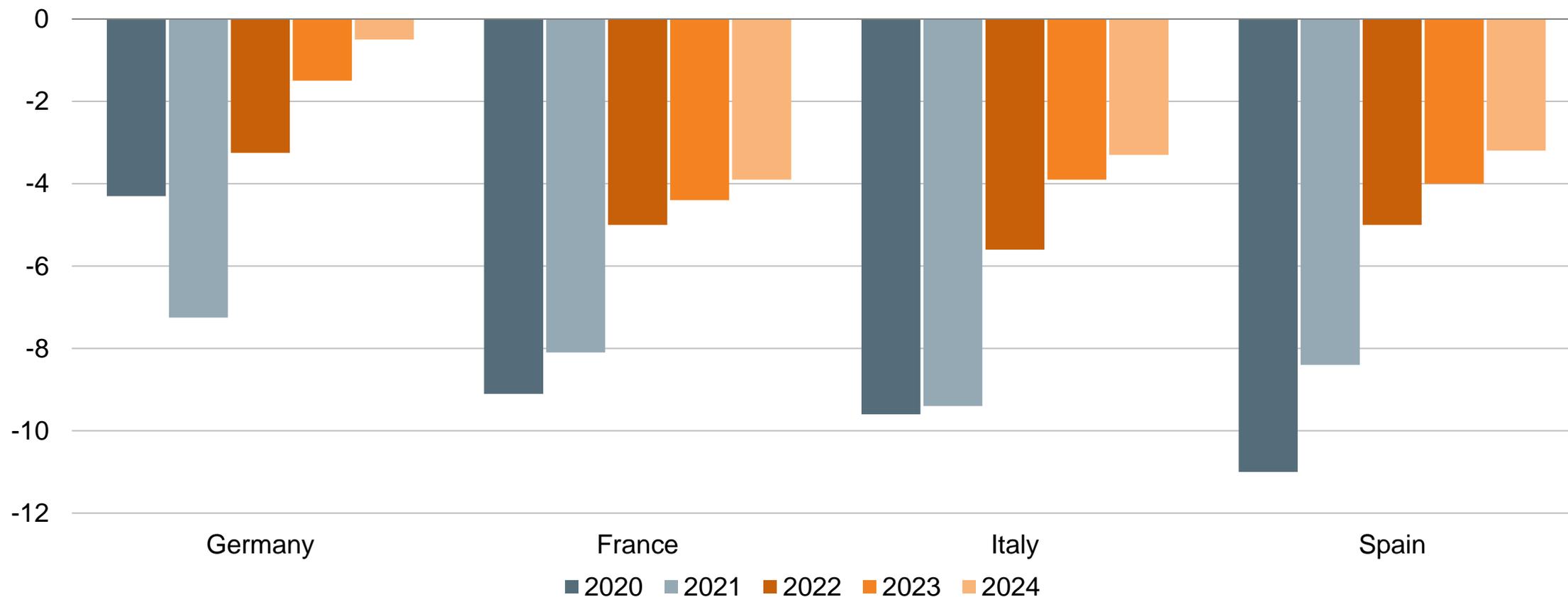
## Indeed job portal: New job postings (% change since Feb. 2020, sa)



Source: MEAG Research, Indeed, data as of 10.12.2021

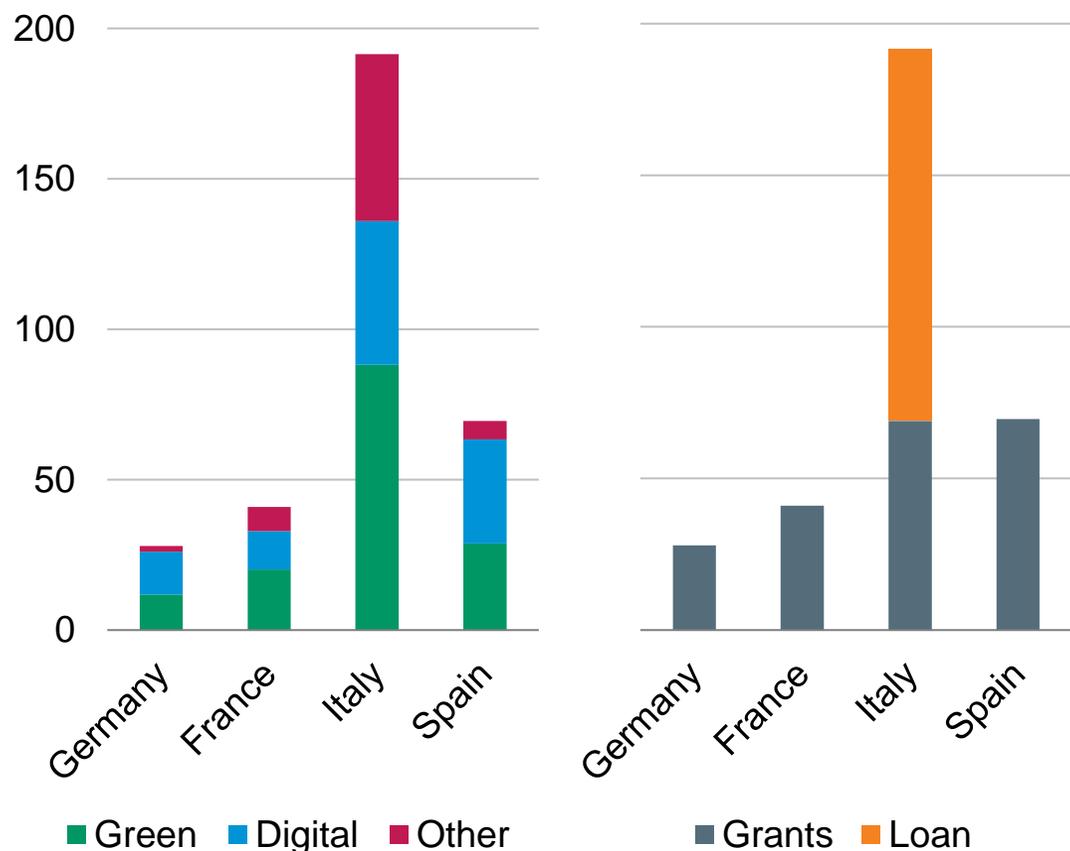
# Fiskalpolitik wechselt von Rücken- zu Gegenwind, nimmt aber etwas Druck von der EZB, die Finanzierungsbedingungen günstig zu halten

Net lending + / net borrowing – (% of GDP)

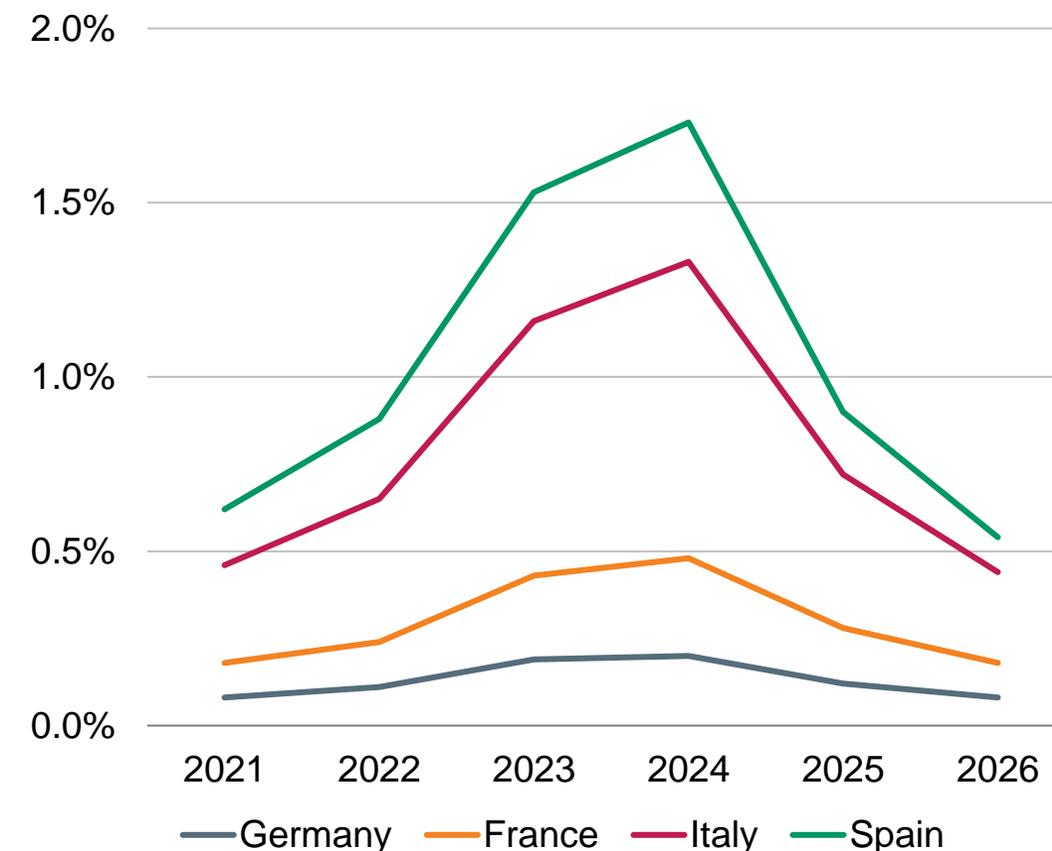


# Eine grünere Wirtschaft und der Trend zur Digitalisierung sind die Schlüsselthemen für die kommenden Jahre – der Großteil kommt noch

**Total RRF amount (grants & loans requested, in bn EUR)**



**Payments from NGEU grants and guarantees (% GNI)**

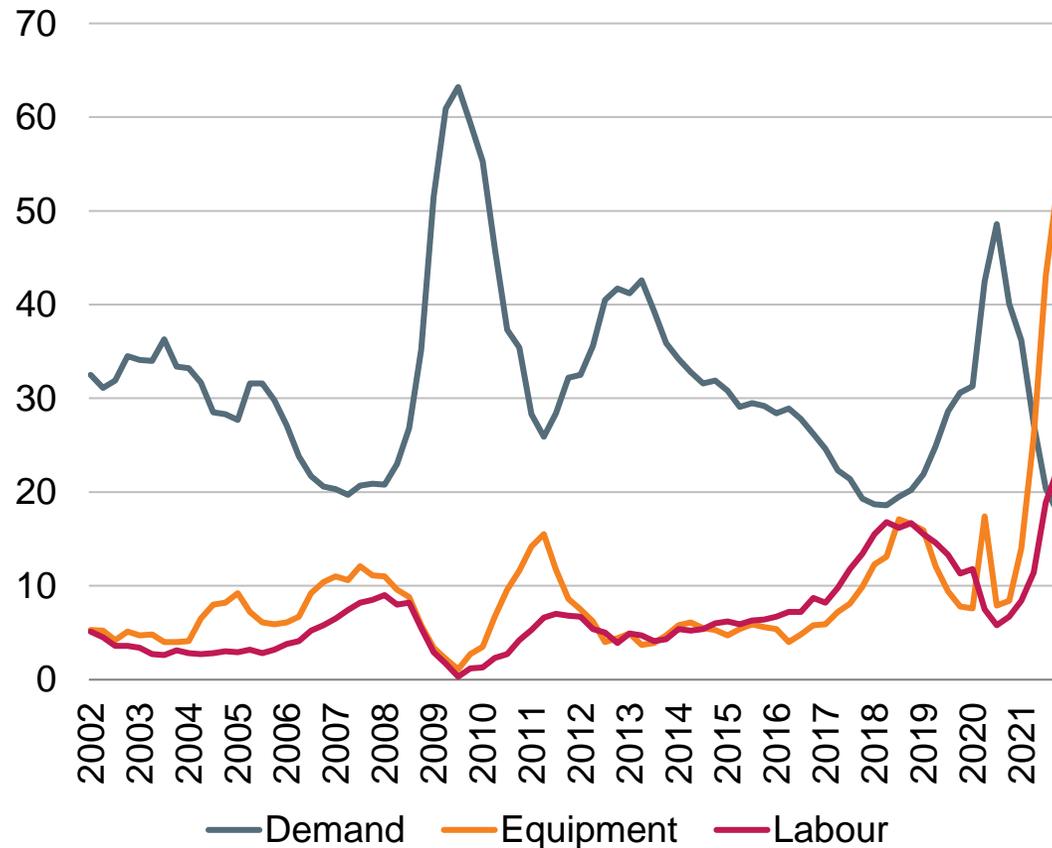


Source: MEAG Research, Bruegel; RRF=Recovery and Resilience Facility

Note: Grants and Guarantees= RRF, ReactEU, Just Transition Fund, EAFRD, rescEU, Horizon Europe, InvestEU  
Source: MEAG Research, Bruegel

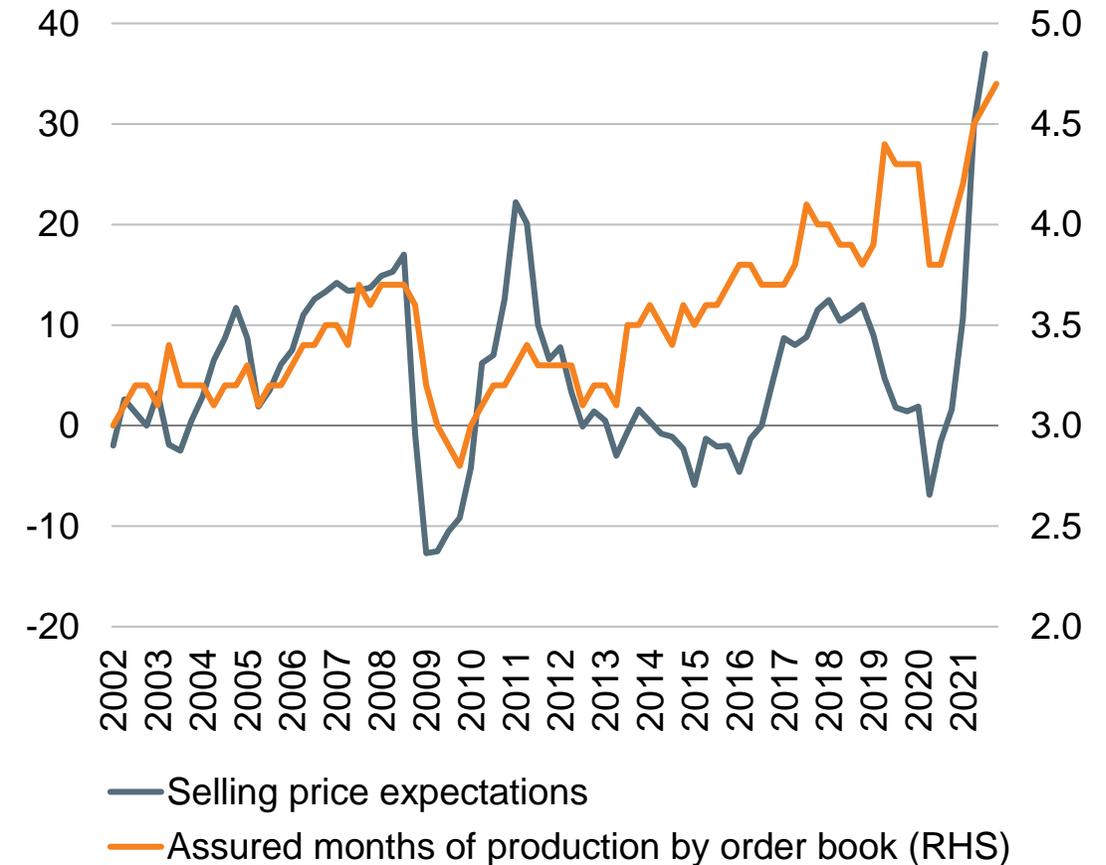
# Volle Auftragsbücher im Jahr 2022 aufgrund von Lieferengpässen im Jahr 2021 dürften das Wachstum antreiben und den Preisdruck erhöhen

EA EC survey: Factors limiting production



Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

EA EC survey: Selling price expectations vs assured months of production



Note: Assured months of production according to order books  
Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream

# Eurozonen-Inflation ist von vielen Faktoren geprägt mit großer Unsicherheit bezüglich künftiger Treiber – einige Effekte dürften jedoch auslaufen

## Expiring effects

Base effects from extremely weak oil, airlines and hotel prices in H220 

Base effect from the German VAT cut in H220 

Distortion in the YOY reading from the new HICP weights 2021 

## Ongoing drivers for 2022

Increasing oil prices 

Increasing natural gas and electricity prices 

Higher other commodity prices (e.g. metals) 

Shortage in semiconductors and chipsets 

Second-round effects from the higher commodity prices 

Agricultural commodity prices 

Shortages in logistics (containerships) 

## New drivers

Labour shortages as a wage driver 

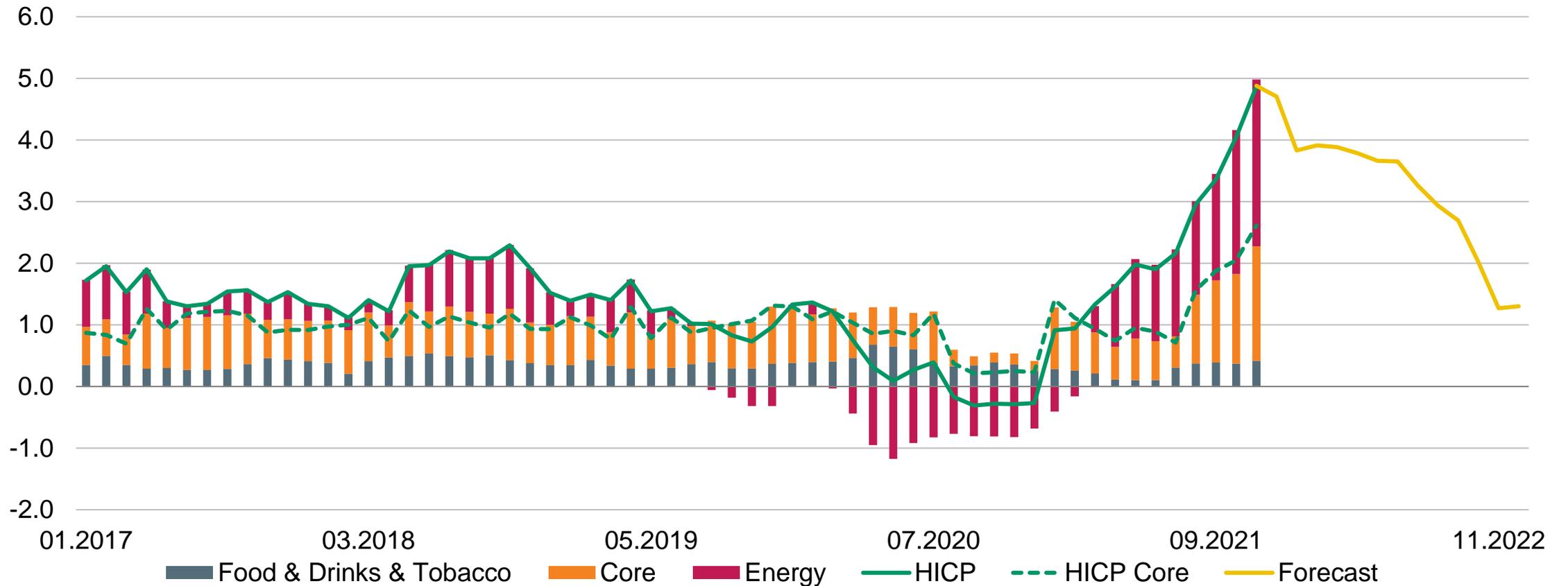
Higher capital expenditures 

Green transition effects 

-  Push for inflation
-  Mixed effect
-  Drag on inflation

# Die Gesamtinflation mit neuen Höchstständen – ein Treiber ist Energie

## Eurozone: Inflation, core inflation and contributions (%YOY)



# Prognosen für die Eurozone: Hohe Durchschnittszahlen für das Kalenderjahr kaschieren einen Verlust an Momentum über das Jahr 2022

## “Adaption”: Eurozone real GDP growth (%YOY)



## Eurozone Forecasts for “Adaption”<sup>1)</sup>

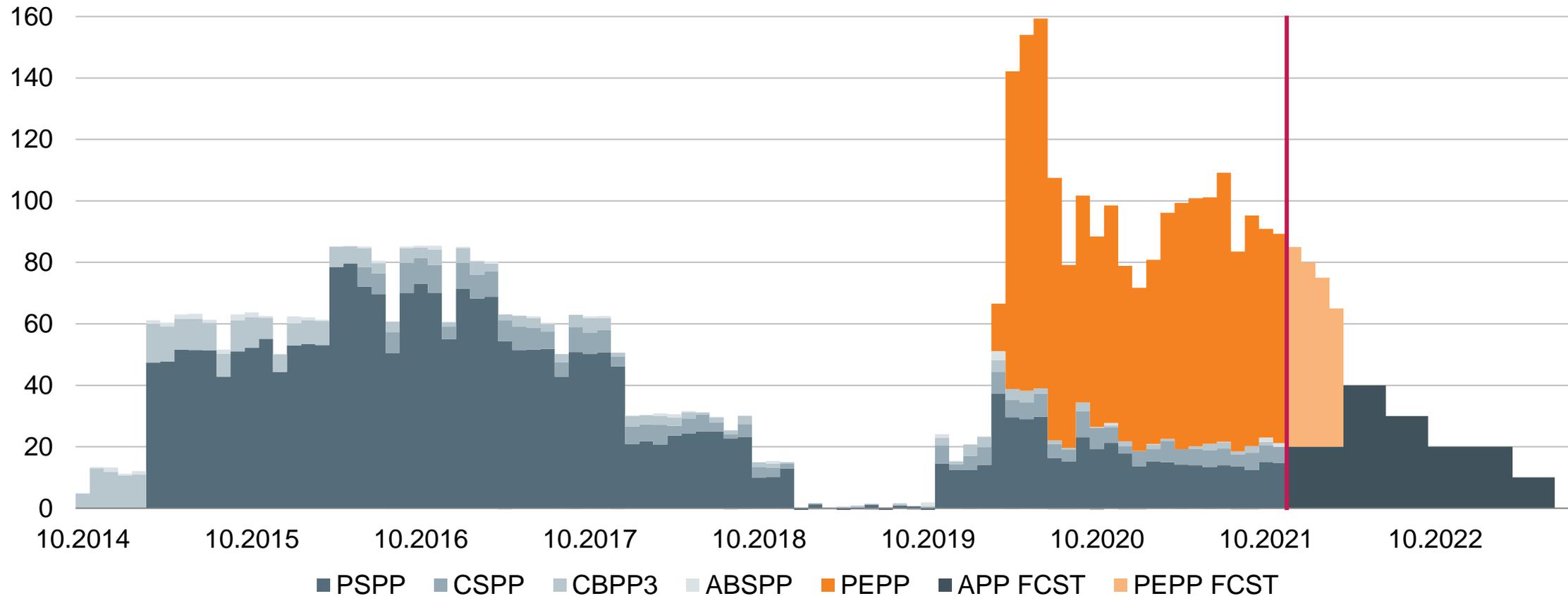
GDP in %	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	Consensus	
						2022e	2022e
<b>Euroland</b>	-6.5	5.2	4.0	2.6	1.5	4.2	4.2
Germany	-4.9	2.7	3.8	2.5	1.5	4.0	4.0
France	-8.0	6.7	3.6	1.9	1.9	3.8	3.8
Italy	-9.0	6.4	4.0	1.9	0.9	4.3	4.3
Spain	-10.8	4.4	5.3	4.0	2.0	5.8	5.8

CPI in %	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	Consensus	
						2022e	2022e
<b>Euroland</b>	0.3	2.6	3.0	1.6	1.9	2.6	2.6
Germany	0.4	3.2	3.3	2.1	2.0	2.7	2.7
France	0.5	2.1	2.5	1.5	2.0	2.1	2.1
Italy	-0.2	1.9	2.6	1.3	1.5	2.2	2.2
Spain	-0.3	2.9	3.3	1.4	2.1	2.5	2.5
<b>Target Rates in %</b>			-0.50	-0.50	-0.25		

1) MEAG Research estimates, for GDP and CPI calendar yearly averages, for Target rate calendar year end, current consensus as of 17.12.2021  
 Target rate is Deposit rate  
 Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream, www.ConsensusEconomics.com

# EZB: PEPP-Käufe enden im März, danach temporäre Erhöhung der APP-Käufe, um die Fallhöhe zu begrenzen

## ECB monthly net purchases at book value (in bn EUR)



# Die EZB wird mit einer Gesamtinflation von über 3% im ersten Halbjahr 2022 vor einer kommunikativen Herausforderung stehen



2022  
Post PEPP Ära

- **PEPP Nettokäufe enden im März, erhöhte Flexibilität bei Reinvestitionen (auch überproportionale Griechenland-Käufe möglich)**
- **Übergang mit erhöhtem APP und stufenweiser Reduktion in 2022**
- APP Nettokäufe enden unseres Erachtens in 2023
- Günstige TLTRO-II Liquidität läuft im Juni aus, Veränderungen beim Multiplikator wahrscheinlich
- Neue/r Bundesbankpräsident/in wird geldpolitische Entscheidungen wahrscheinlich nicht ändern.

Anhebung in  
2024

- Nachdem die APP-Nettokäufe Mitte 2023 enden, sehen wir die erste Zinserhöhung erst Anfang 2024, da die Inflation im Jahr 2023 schwächer ausfällt.

# Zusammenfassung: Hohe Inflation zu Jahresbeginn und eine Verlangsamung im Laufe von 2022 sind eine große Herausforderung für die EZB

**1 Covid verringert Wachstumsdynamik**  
Trotz genügend Impfstoffs waren einige Länder der Eurozone nicht in der Lage, die kritischen Immunitätsgrenzen zu erreichen, um neue Beschränkungen angesichts der Delta-Winter-Welle zu vermeiden. Große Unsicherheit für den Rest des Jahres aufgrund von Omikron.

**2 Wachstumsbelebung im Sommer erwartet**  
Großes Aufholwachstum letzten Sommer. Pandemie wird die Dynamik in der Winterzeit abschwächen. Für 2022 erwarten wir erneute Sommerbelebung, verstärkt durch Lockerungen auf der Angebotsseite, Auffüllung der Lagerbestände, volle Auftragsbücher und eine Anpassung der Wirtschaft.

**3 2022 –Jahr der ungleichen Adaption**  
Frankreich ist bereits auf Vorkrisenniveau, Spanien Nachzügler mit großem Aufholpotenzial. Deutschland dürfte durch gelöste Lieferkettenprobleme Auftrieb erhalten. Italien steht ein gutes Jahr bevor, wenn die Politik nicht stört. Schwerpunkt ist die Anpassung an eine grünere, digitale Wirtschaft.

**4 Fiskalpolitik auf dem Rückzug**  
EU Recovery Fund wird die Haushaltsausgaben in den folgenden Jahren unterstützen. Mehr Diskussionen über den SWP, aber vorerst nur weichere Übergangsregeln erwartbar. Nationale Haushalte versuchen, Ausgaben einzudämmen und erhalten durch Konjunktur-Erholung etwas Rückenwind.

**5 Inflation: Hoch, aber Abschwächung in `22**  
Auslaufende Basiseffekte zu Beginn 2022 werden Inflation bald senken. Langsamere Anstieg der Energiepreise und nachlassende Angebotsprobleme werden Inflationsdruck ab dem zweiten Halbjahr verringern. Höhere Löhne dürften Kerninflation in Richtung 2023 stärker beeinflussen.

**6 EZB: Navigation durch Inflationsunsicherheit**  
EZB wird Netto-PEPP-Käufe im März beenden. APP wird nach Erhöhung dann stufenweise heruntergefahren und läuft in 2023 aus. Trotz Inflation von über 3 % in 2022 Anhebung in 2023 wegen aktueller „Forward Rate Guidance“ nicht machbar. Erste Anhebung dürfte im Jahr 2024 folgen.



# Agenda

- 01 Szenarien 2022
- 02 Fundamentaler Ausblick
- 03 Kapitalmarktausblick**
- 04 Alternative Szenarien & Risiken

- 05 Implikationen für die Asset Allokation

# Das fundamentale Bild für das Gesamtjahr dürfte „Risky Assets“ zugute kommen

## Wachstum

Wir erwarten überdurchschnittliches Wachstum, Anpassung an veränderte Nachfrage und Lockerung der Lieferkettenprobleme ab Mitte 2022. Dies stellt die Weichen für positive Gewinnüberraschungen und unterstützt Aktien, Unternehmensanleihen und den Euro.

## China

China dürfte seine Schwächephase überwinden, was die globalen Wachstumsängste lindern und die Kapitalmärkte stabilisieren sollte.

## Fiskalpolitik

Negative Wachstumsauswirkungen dürften durch stärkeren Privatsektor kompensiert werden, was helfen dürfte, den Zinsanstieg zu begrenzen, und für Aktien nur dann negativ ist, wenn es zu Steuererhöhungen kommt. Stärkere Dynamik in Europa unterstützt Peripherie.

## Inflation

Preiserhöhung zu Beginn des Jahres könnten negative Überraschung darstellen. In der zweiten Jahreshälfte 2022 dürfte der Inflationsdruck stärker nachlassen, als die Märkte erwarten. Im Laufe des Jahres wird also Gegenwind zu Rückenwind.

## Impuls

Der fundamentale Impuls begünstigt höhere Aktien, höhere Renditen, konstante oder niedrigere Spreads sowie einen schwächeren USD und Yuan.

# „Adaption“: Ein weiteres Jahr mit über dem Trend liegendem Wachstum und hoher – aber im Laufe des Jahres abnehmender – Inflation

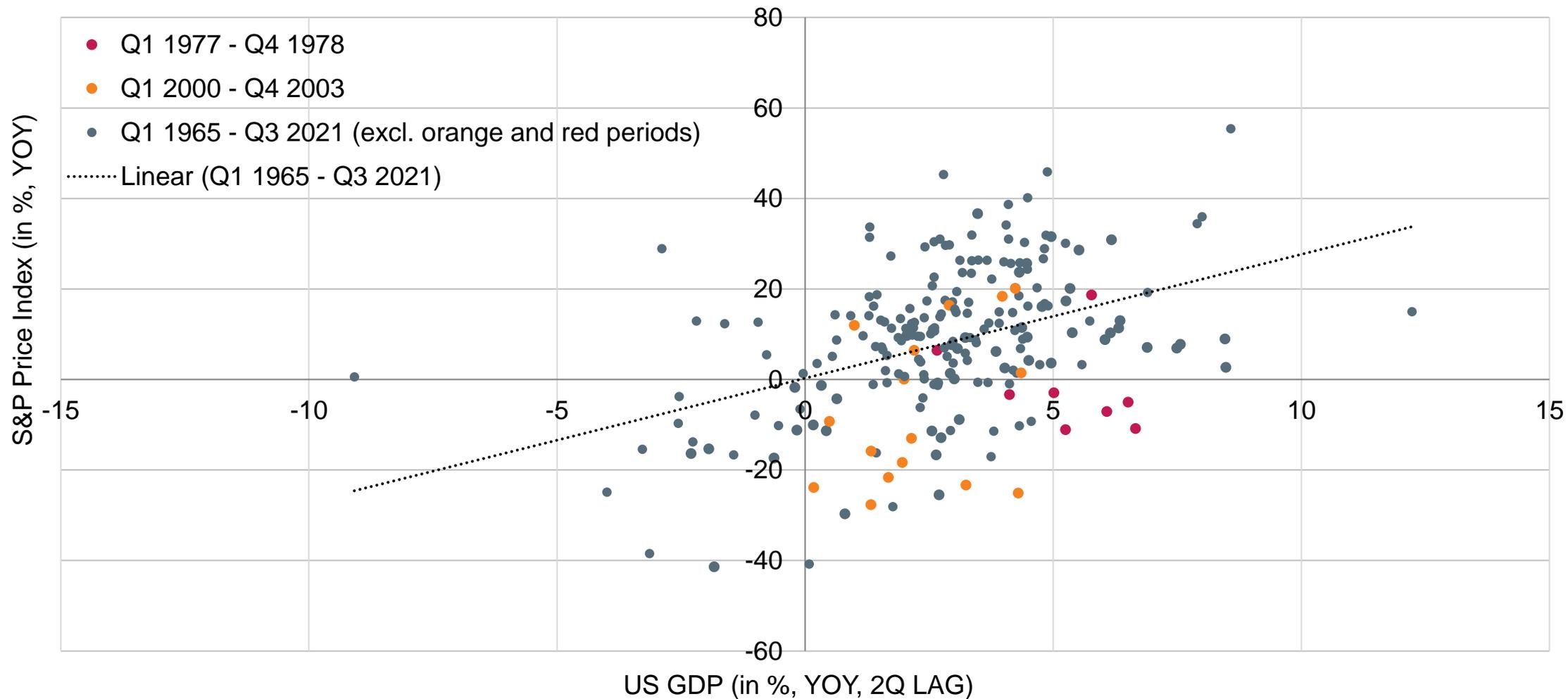
## GDP and CPI Forecasts for “Adaption”<sup>1)</sup>

GDP in %	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	Consensus	
						2021e	2022e
<b>US</b>	-3.4	5.6	4.2	2.6	1.8	5.6	4.0
<b>Euroland</b>	-6.5	5.2	4.0	2.6	1.5	5.1	4.2
Germany	-4.9	2.7	3.8	2.5	1.5	2.7	4.0
France	-8.0	6.7	3.6	1.9	1.9	6.6	3.8
Italy	-9.0	6.4	4.0	1.9	0.9	6.3	4.3
Spain	-10.8	4.4	5.3	4.0	2.0	4.7	5.8
<b>UK</b>	-9.7	6.9	4.7	2.0	1.5	7.0	4.7
<b>Japan</b>	-4.5	1.8	3.2	1.6	1.0	1.8	3.2
<b>China</b>	2.3	8.0	5.2	5.7	5.4	8.0	5.1
<b>Brazil</b>	-4.2	4.8	1.0	2.0	2.1	4.7	0.9
<b>Russia</b>	-3.0	4.3	2.9	2.0	1.7	4.2	2.6
<b>India</b>	-7.0	8.7	8.7	6.3	6.3	9.0	8.3
<b>G20</b>	-3.3	5.8	4.3	3.3	2.6	5.7	4.3
G20 DM	-4.9	5.1	4.0	2.5	1.6	5.0	4.0
G20 EM	-0.5	7.0	4.8	4.6	4.3	7.0	4.7

CPI in %	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	Consensus	
						2021e	2022e
<b>US</b>	1.2	4.7	4.6	2.2	2.4	4.6	4.2
<b>Euroland</b>	0.3	2.6	3.0	1.6	1.9	2.5	2.6
Germany	0.4	3.2	3.3	2.1	2.0	3.1	2.7
France	0.5	2.1	2.5	1.5	2.0	1.7	2.1
Italy	-0.2	1.9	2.6	1.3	1.5	1.8	2.2
Spain	-0.3	2.9	3.3	1.4	2.1	2.9	2.5
<b>UK</b>	0.9	2.5	4.0	2.0	2.2	2.5	4.1
<b>Japan</b>	0.0	-0.1	0.8	1.0	0.9	-0.2	0.7
<b>China</b>	2.5	1.0	2.2	2.0	1.8	0.9	2.1
<b>Brazil</b>	3.2	8.4	8.5	3.9	3.7	8.2	7.4
<b>Russia</b>	3.4	6.7	6.6	4.3	4.0	6.7	6.2
<b>India</b>	6.6	5.2	5.3	4.3	4.5	5.2	5.2
<b>G20</b>	1.9	3.4	3.9	2.5	2.6	3.4	3.6
G20 DM	0.8	3.3	3.6	1.8	2.0	3.2	3.2
G20 EM	3.8	3.7	4.5	3.7	3.5	3.7	4.4
<b>Oil Price</b>			80	82	78	81	70

1) MEAG Research estimates, Calendar Yearly Average, Oil Price: Calendar Year End, current consensus as based on Bloomberg of 17.12.2021  
 Due to compatibility reasons GDP consensus for India and CPI consensus for Brazil, Russia and India are calculated on the basis of quarterly Bloomberg Consensus numbers  
 Source: MEAG Research, www.ConsensusEconomics.com, Refinitiv Datastream, IMF, Bloomberg, current data as of 17.12.2021

# Aussicht auf anhaltendes Wachstum ist ein wichtiger Unterstützungsfaktor für Aktien

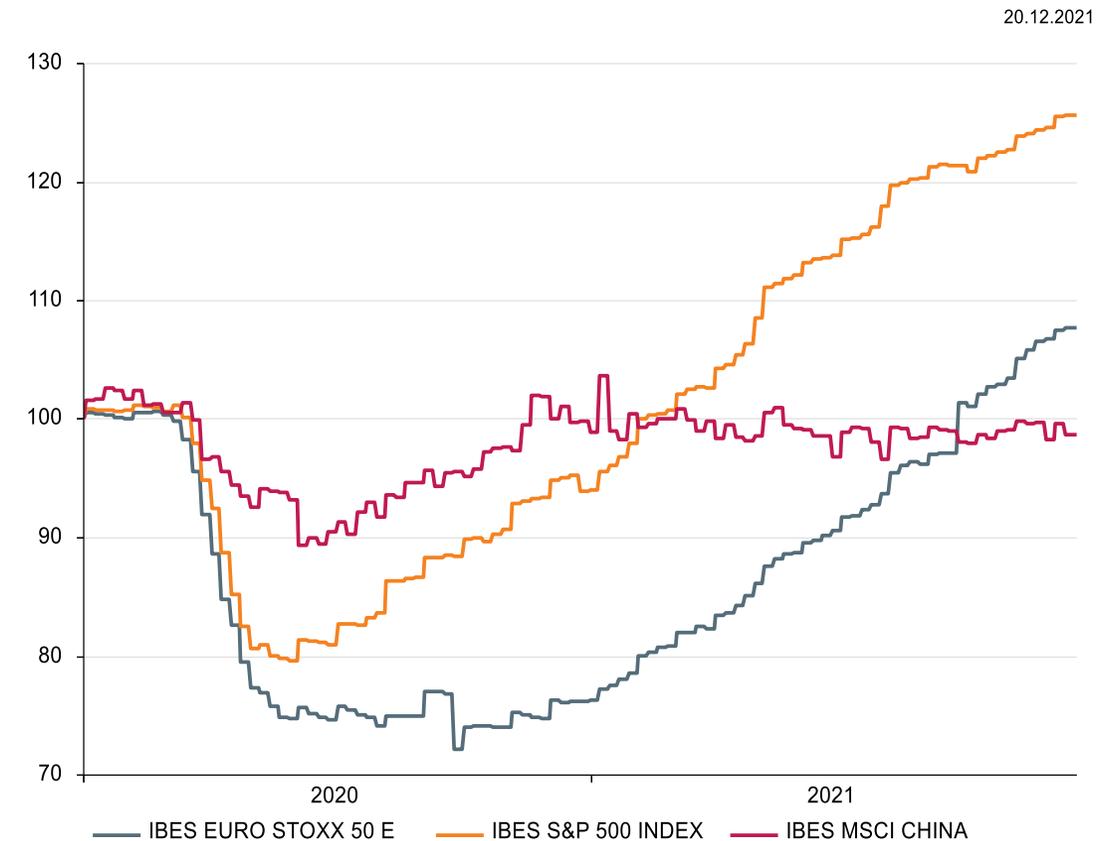


# Gewinndynamik wird 2022 entscheidender Treiber für Aktien sein und durch ein hohes Nominalwachstum unterstützt werden

## Equity return indices, rebased to 100



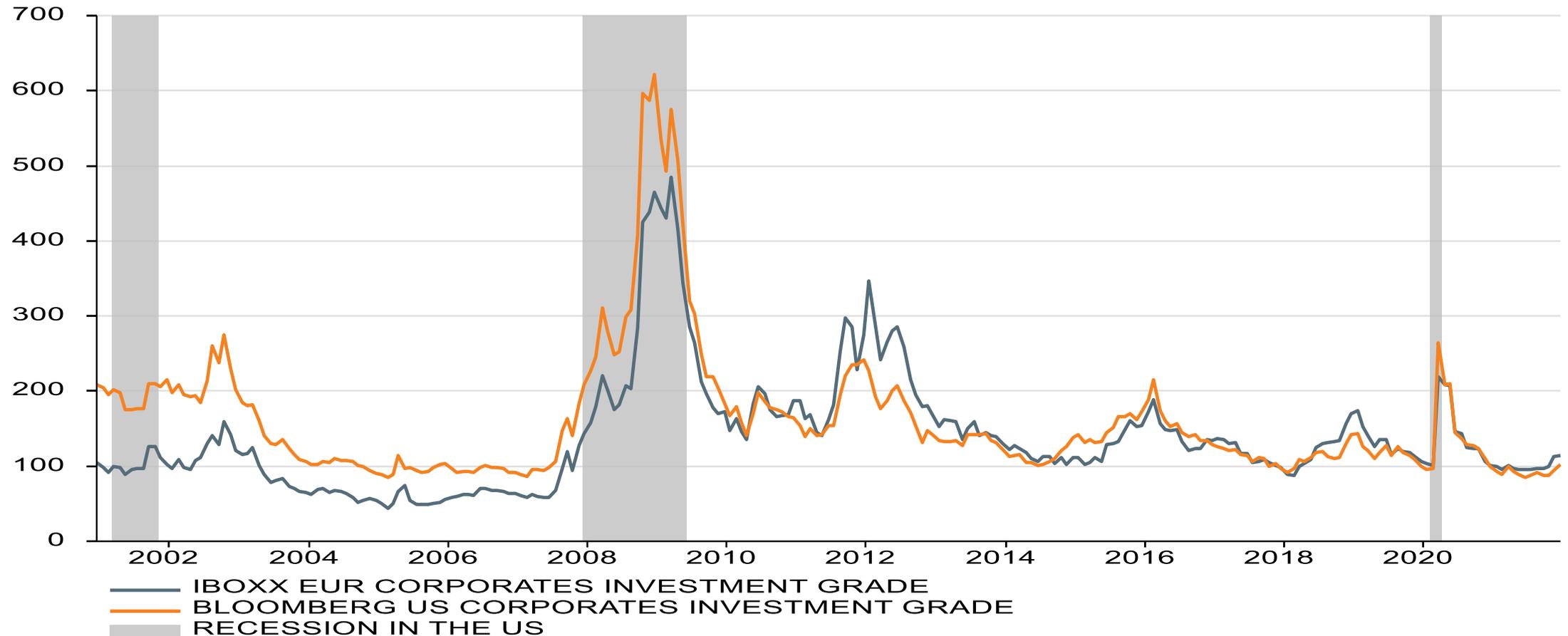
## Equity indices 12m forward earnings, rebased to 100



# Temporäre Spread-Ausweitungen nicht auszuschließen, aber größere Sprünge jenseits von Rezessionen eher selten

SPREAD OVER GOVERNMENT BONDS

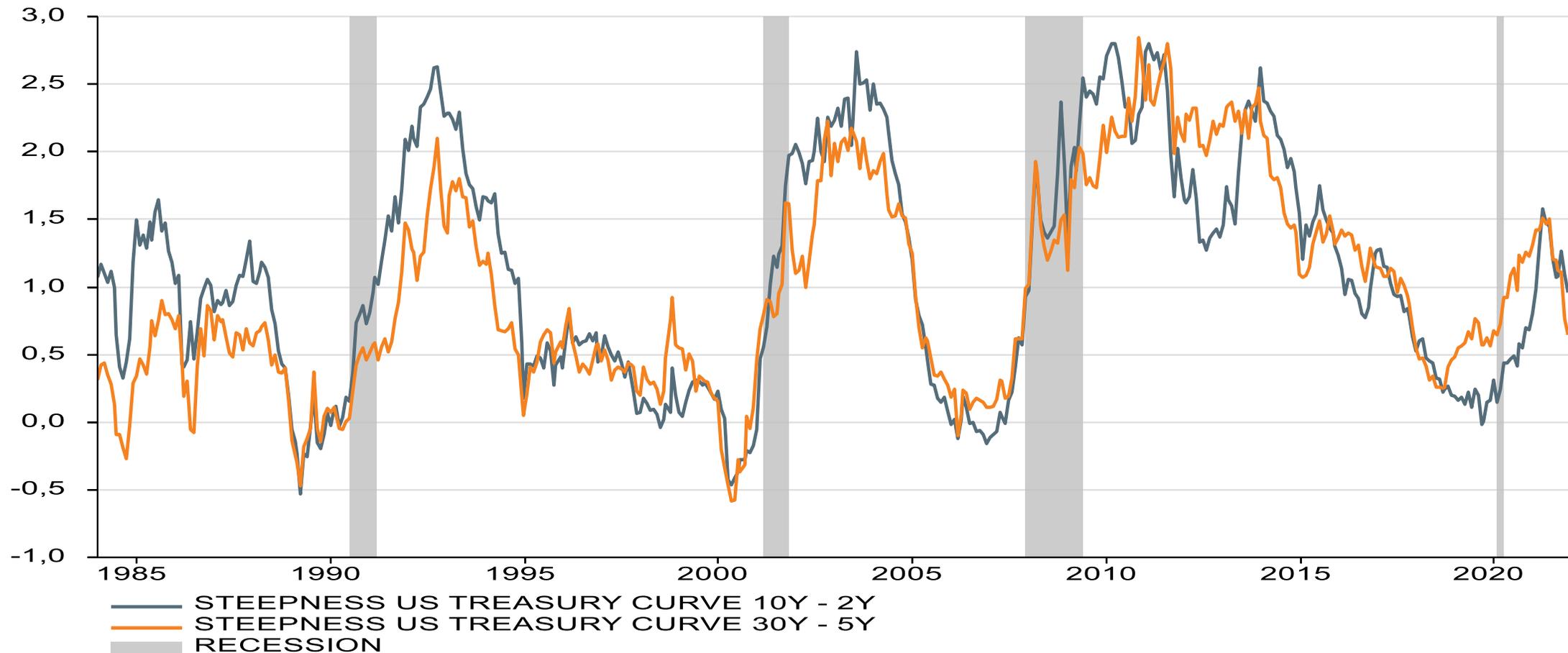
20.12.2021



Quelle: Refinitiv Datastream

# Wenn Zinskurvensteilheit die Markterwartungen für das Wachstums- umfeld reflektiert, dann Potenzial für positive Wachstumsüberraschungen

20.12.2021



Quelle: Refinitiv Datastream

# Derzeit schwieriges Umfeld für die Märkte, welches sich aber im Laufe des Jahres 2022 verbessern dürfte

**Average monthly returns of different asset classes in different inflation regimes in the US (in %, data since 1980)**

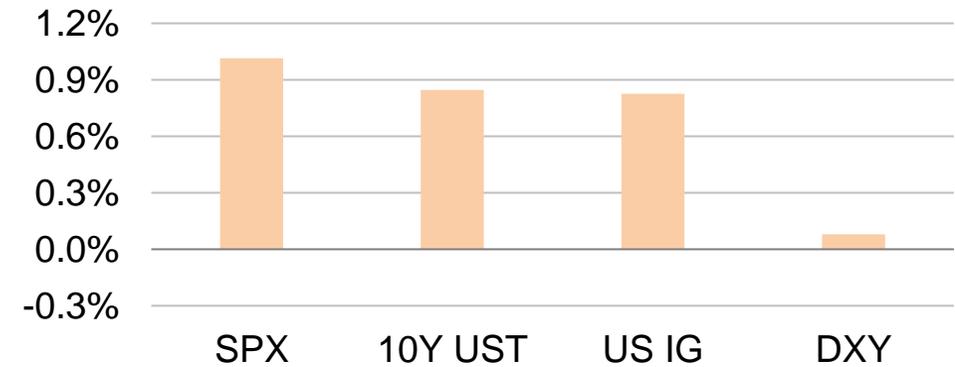
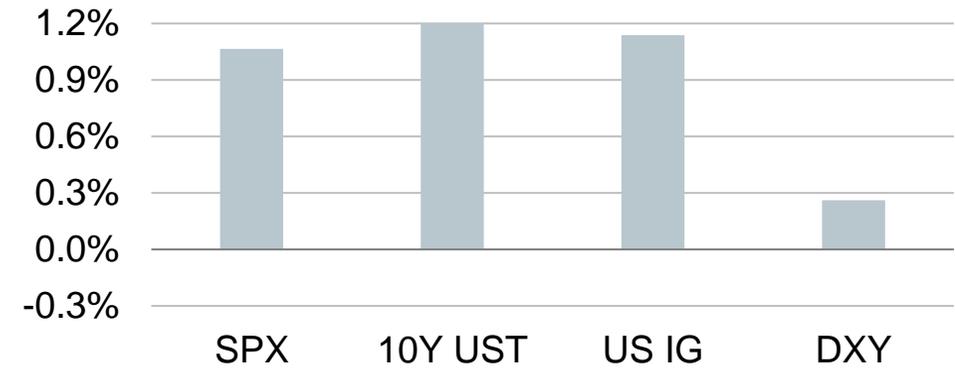
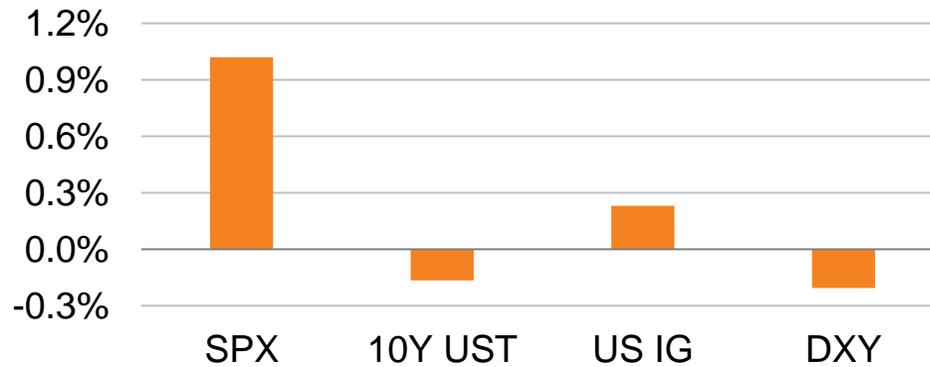
**Inflation rate > 3%**

**Inflation rate rising**



**Inflation rate < 3%**

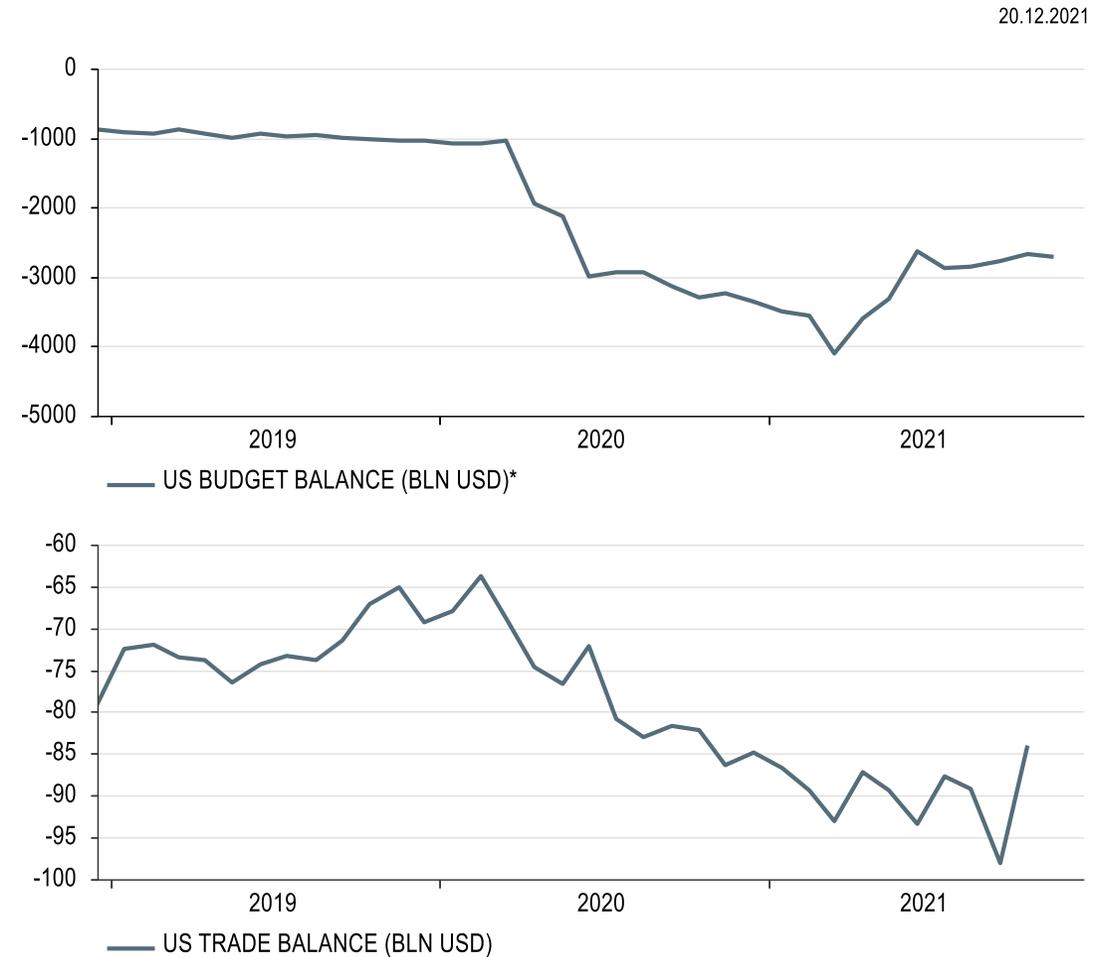
**Inflation rate falling**



# USD: Sich verbesserndes globales Wachstum hat Euro oft gestützt und großes Zwillingsdefizit bleibt – strukturell gesehen – Belastung für Dollar



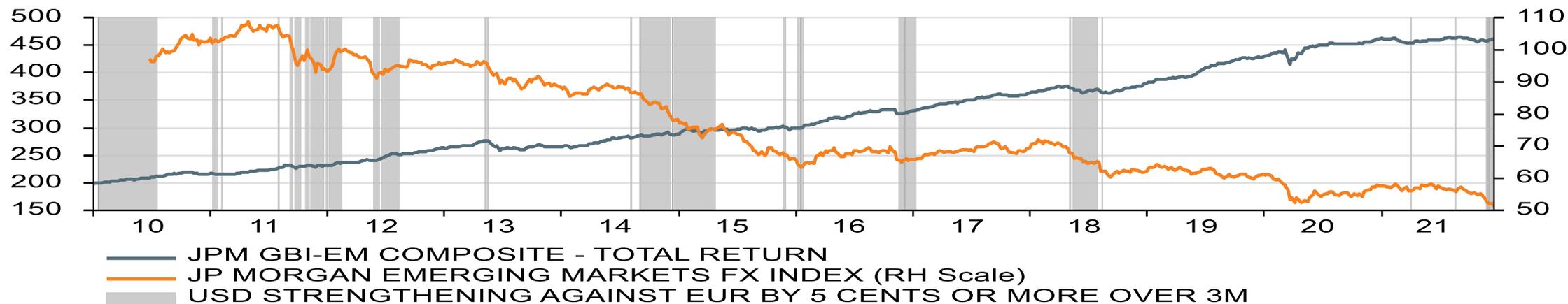
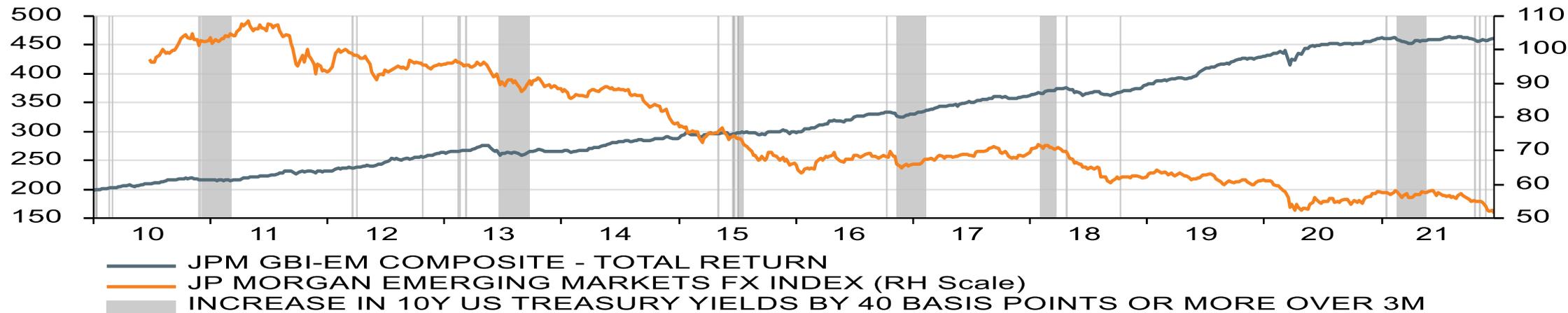
Quelle: Refinitiv Datastream



Quelle: Refinitiv Datastream

# Steigende US-Treasury Renditen oder stärkerer USD sind in der Regel ein schwieriges Umfeld für die Schwellenländer

20.12.2021



Quelle: Refinitiv Datastream

# Monetäres Umfeld als Herausforderung für die Märkte in 2022

## Ungleiche Zentralbankpolitik

Mehrere EM Zentralbanken haben bereits Zinsen erhöht, ebenso die BoE. Die FED wird bald folgen. Einzige große Zentralbank, die ihre Geldpolitik lockert, ist die PBoC, während die EZB so gut es geht versucht, nur allmählich zu einer weniger expansiven Haltung überzugehen.

## FED

Der "hawkische" Wechsel zur Inflationsbekämpfung ist bereits vollzogen, und das ist an den Märkten auch schon eingepreist, aber nur für die kurze Frist. Wir erwarten nicht, dass FED das Wachstum abwürgt, daher dürfte der Zinszyklus länger dauern als Märkte derzeit erwarten.

## EZB

Situation für EZB ist weitaus unangenehmer, da sie die günstigen Finanzierungsbedingungen für die Peripherie aufrechterhalten will, aber mit erhöhter Inflation konfrontiert ist, die Risiken nach oben birgt. Die derzeitige vorsichtige Haltung wird von den Märkten in Frage gestellt werden.

## Niedrigzinsumfeld

Trotz steigender Renditen dürfte das allgemeine Niedrigzinsumfeld in den Industrieländern erhalten bleiben. Die „Jagd nach Rendite“ sollte also weitergehen.

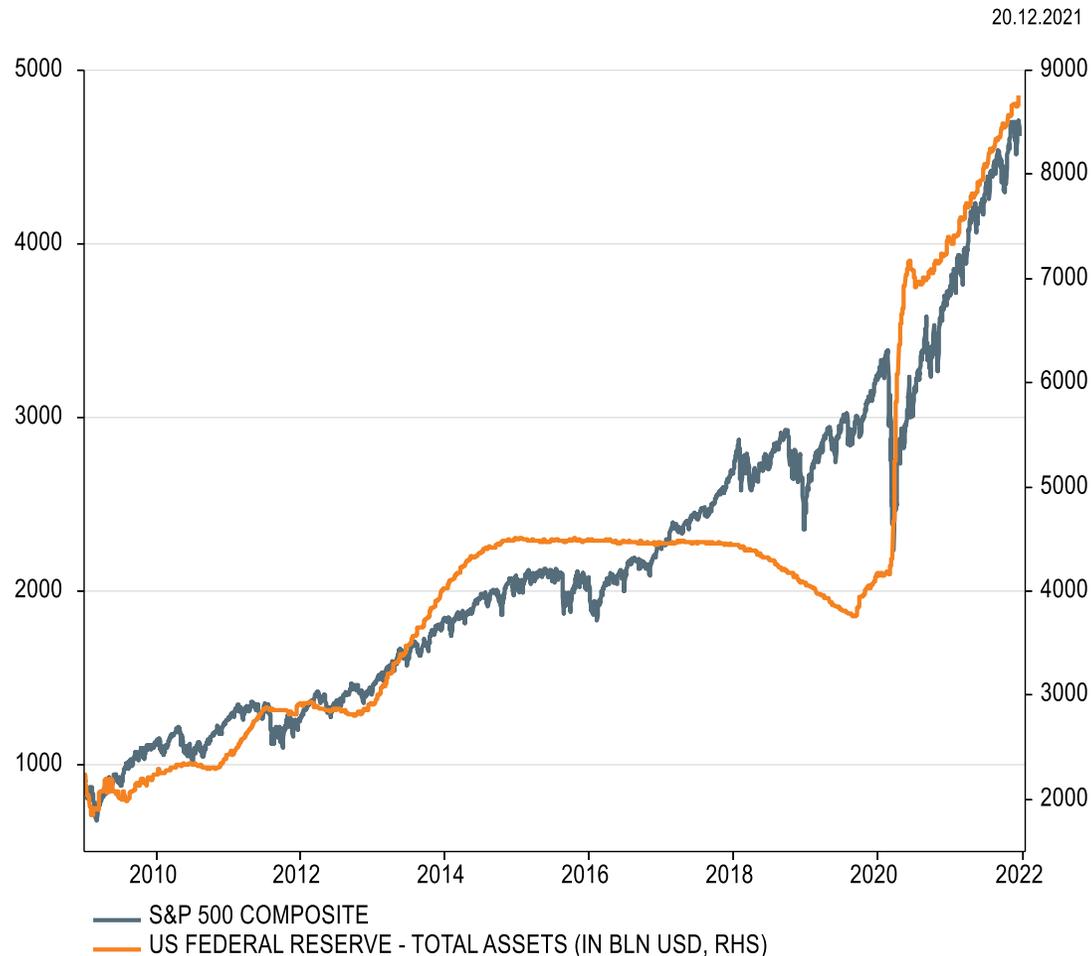
## Impuls

Der isolierte Impuls spricht für seitwärts tendierende Aktien, höhere Renditen, konstante oder leicht weitere Spreads und einen stärkeren US-Dollar.

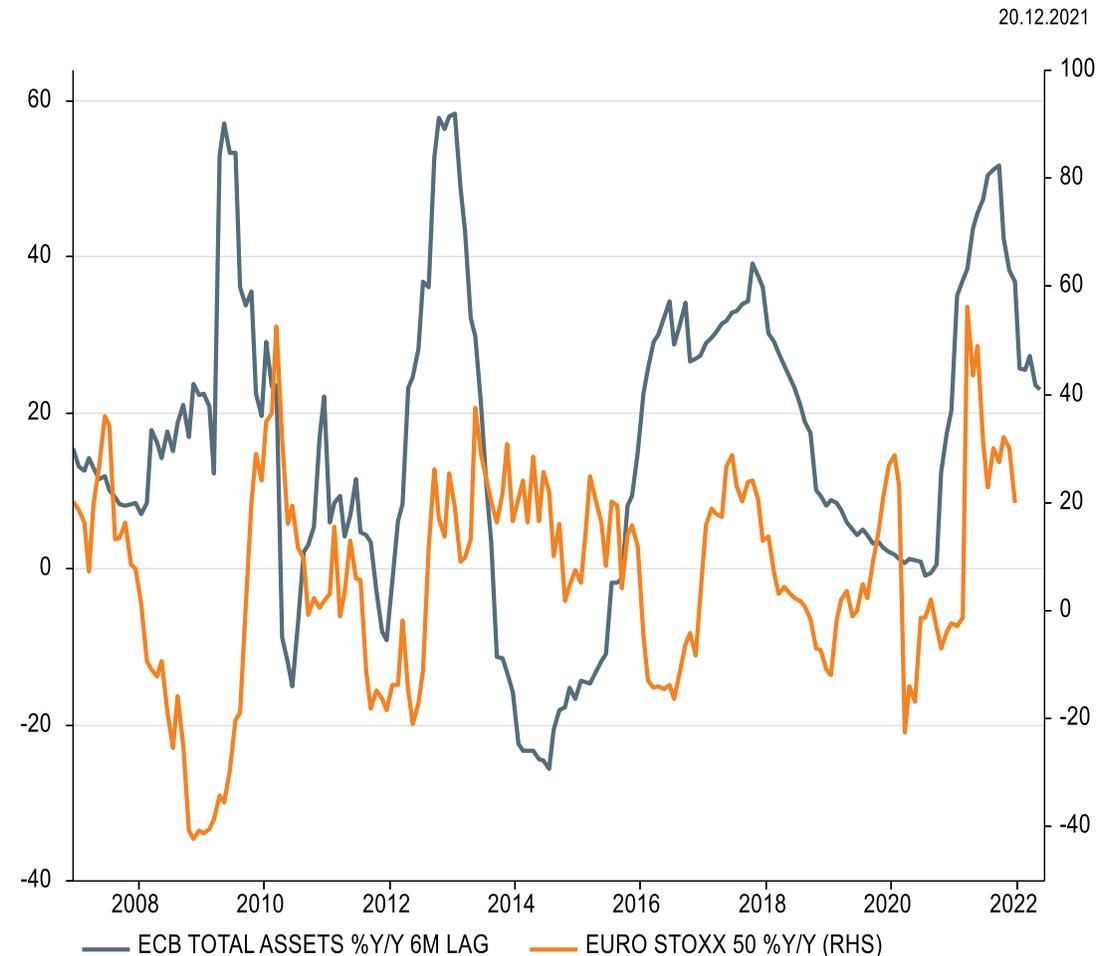
# Zentralbankpolitik wird sich ändern: Ungleiche Bewegungen hin zu einer strafferen Politik – nur die PBoC bewegt sich Richtung Lockerung

					
<b>Leitzinsen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erste Zinserhöhung erst 2024 erwartet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anhebungszyklus startet in Q2 mit zwei Zinserhöhungen in 2022</li> <li>• Drei Erhöhungen folgen in 2023</li> <li>• Zwei weitere in 2024</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• In absehbarer Zeit keine Änderung der Leitzinsen, aber weitere Ausweitung der Bandbreite für 10-jährige JGBs möglich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Insgesamt drei Zinsschritte (15 Bp + 2x 25 Bp) bis Ende 2022</li> <li>• Zwei weitere Erhöhungen im Jahr 2023</li> <li>• Eine weitere im Jahr 2024</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Keine Änderung des MLF-Satzes bis 2024</li> </ul>
<b>Andere Maßnahmen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PEPP endet im März 2022</li> <li>• Zunächst höhere APP-Käufe mit schrittweiser Reduzierung</li> <li>• Ende der Nettokäufe in 2023</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beschleunigtes Tapering endet in Q1 2022</li> <li>• In 2023, Ankündigung einer schrittweisen Reduzierung der Bilanzsumme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grünes Finanzprogramm startet Ende 2021, um Mittel in die Wirtschaft zu leiten</li> <li>• YCC weiter mit endogenen Käufen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reinvestition von fälligen Anleihen wird 2022 enden</li> <li>• BoE wird ab 2023 aktiv Gilts verkaufen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• RRR-Senkung</li> <li>• Gezielte Unterstützung für KMU und grünen Projekten</li> <li>• Erhöhte Liquiditätszufuhr</li> </ul>

# Wenn Zentralbankkäufe enden, wird das Umfeld für Aktien schwieriger und andere Faktoren müssen als Treiber übernehmen

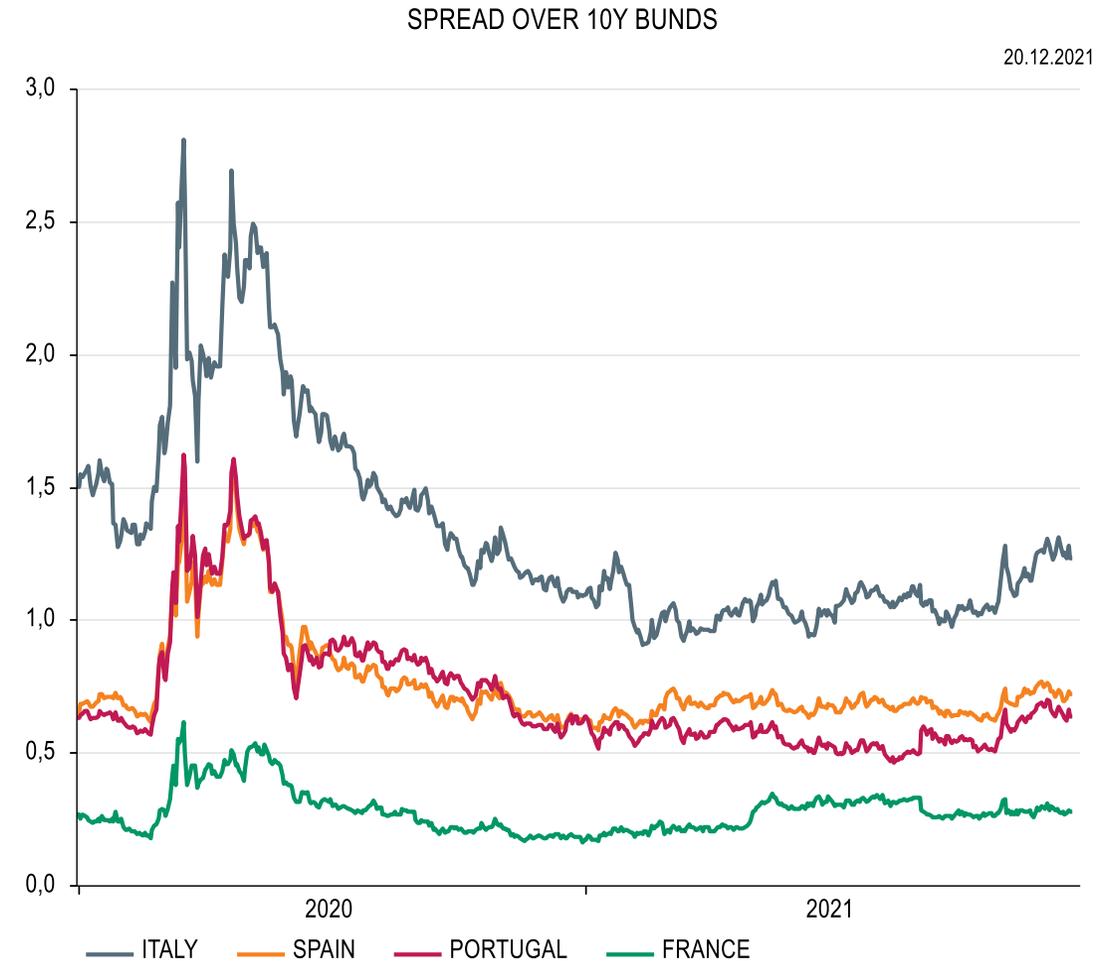


Quelle: Refinitiv Datastream



Quelle: Refinitiv Datastream

# Bei Verringerung der Käufe will EZB eine rasche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen verhindern, für Peripherie und Unternehmen



Eurozone GDP-weighted average 10y government bond yield (zero coupon bonds)  
Source: MEAG Research, Bloomberg

Quelle: Refinitiv Datastream

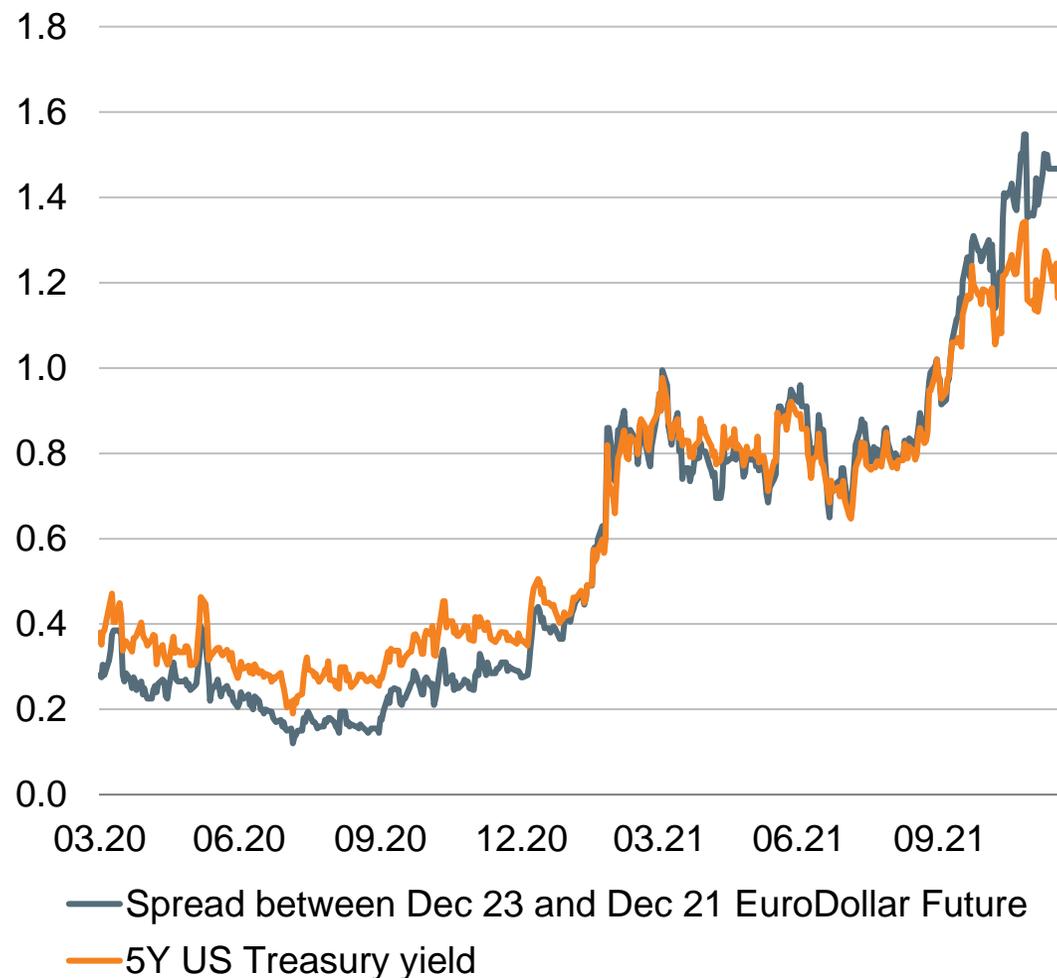
# Da die FED Mitte nächsten Jahres mit ihrem Zinserhöhungszyklus beginnt, wird der Aufwärtsdruck am kurzen Ende der Kurve anhalten

20.12.2021

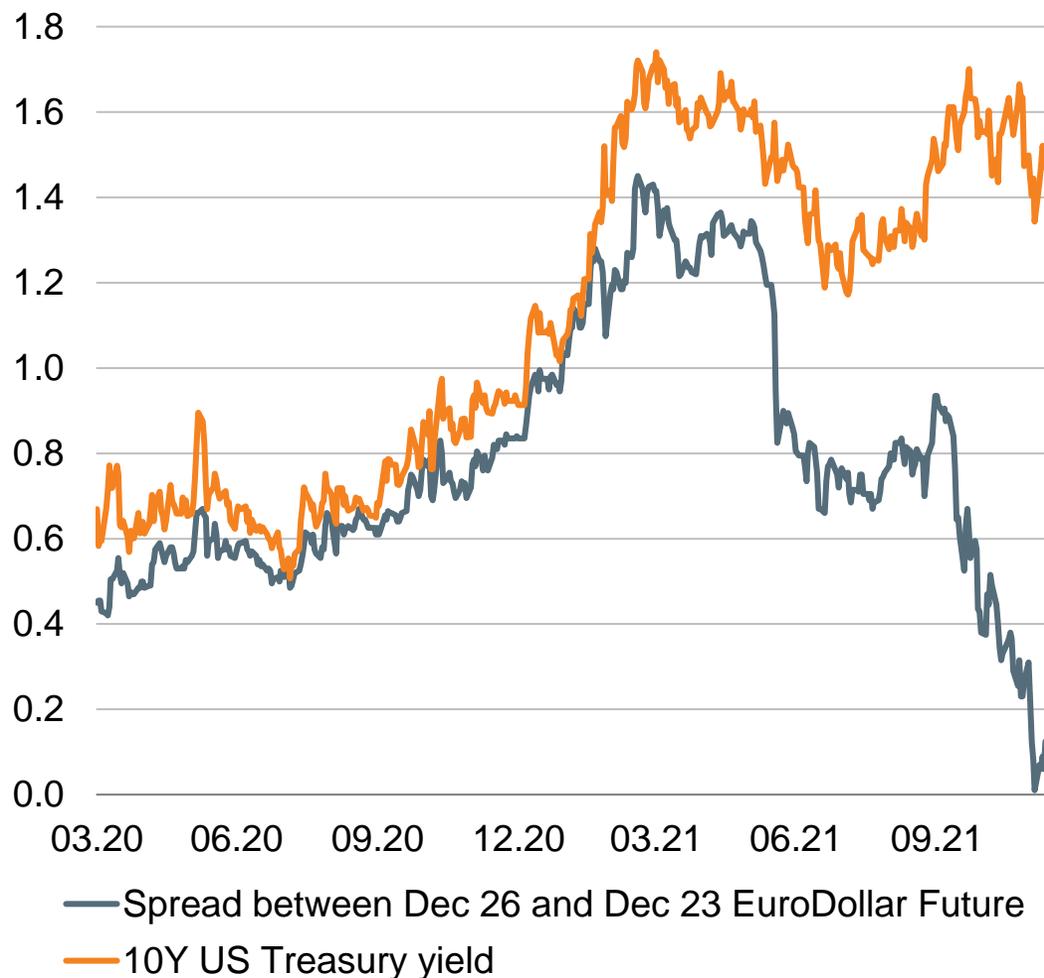


Quelle: Refinitiv Datastream

# Aber Märkte preisen extrem kurzen Anhebungszyklus – wir erwarten längeren Zyklus, so dass auch am langen Ende Druck entstehen dürfte



Source: MEAG Research, Bloomberg



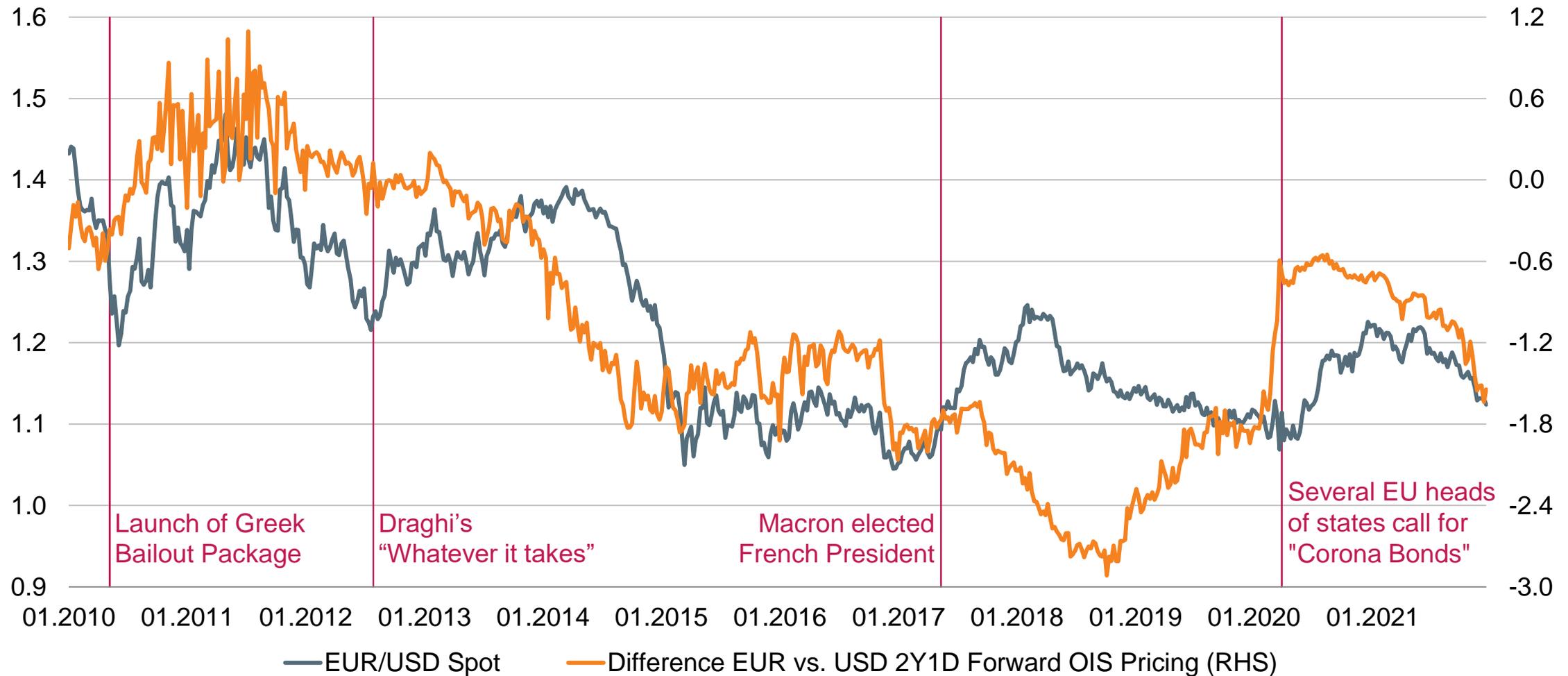
Source: MEAG Research, Bloomberg

# Trotz des erwarteten Anstiegs wird allgemeines Zinsniveau niedrig und „Jagd nach Rendite“ ein wichtiger Treiber für die Märkte bleiben

20.12.2021



# EUR/USD: Erwartete Leitzinsänderungen sind wichtiger Faktor für den Wechselkurs, aber es spielen auch andere Faktoren eine Rolle



# Bewertungen meist über dem durchschnittlichen Niveau, Realzinsen können nicht dauerhaft niedrig bleiben

## Realzinsen zu niedrig

„Stagflationsängste“ wegen stark steigender Inflation drückten Realzinsen auf Rekordtiefs. Rückgang der Inflation und mehr Vertrauen in die Wachstumsaussichten dürften Realzinsen steigen lassen, was eine Herausforderung für alle Assets darstellt, die relativ gepreist werden.

## Aktienbewertung nicht mehr moderat

In absoluten Zahlen sind Aktienbewertungen schon seit geraumer Zeit hoch, aber da dies für viele Assets gilt, sieht das Bild auf relativer Basis besser aus. Steigende Zinsen von Safe Haven Anleihen werden zumindest temporär eine Belastung für TINA darstellen.

## Spreads anfällig

Da Spreads bereits eng sind, wird es schwierig sein, mehr als den Carry-Aufschlag zu verdienen. Risiken sind also asymmetrisch, und eine geringere Unterstützung durch die Zentralbanken macht Spread-Produkte anfällig. Größere Spread-Ausweitungen sind jedoch normalerweise nur in Rezessionen zu beobachten.

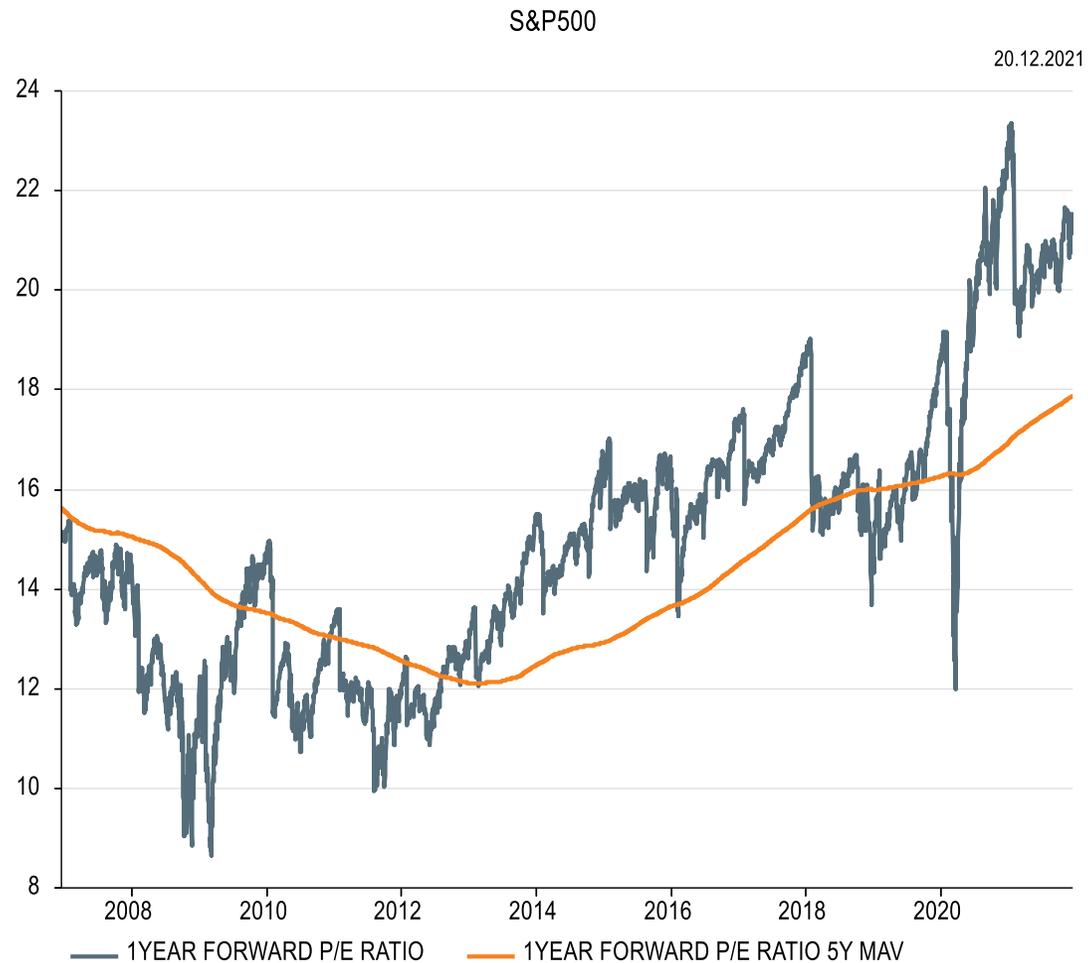
## Relative Bewertung begünstigt weiterhin Aktien

Vor dem Hintergrund steigender nominaler Renditen und einer asymmetrischen Risikoverteilung sieht die Lage für Unternehmensanleihen weniger günstig aus als für Aktien, solange eine Rezession vermieden werden kann – das ist unser Basisszenario.

## Impuls

Der Impuls ist neutral für Aktien, spricht aber für höhere Renditen bei Safe Haven Anleihen, weitere Spreads und einen stärkeren Dollar.

# Bewertungen sind auf absoluter Basis immer noch sehr hoch

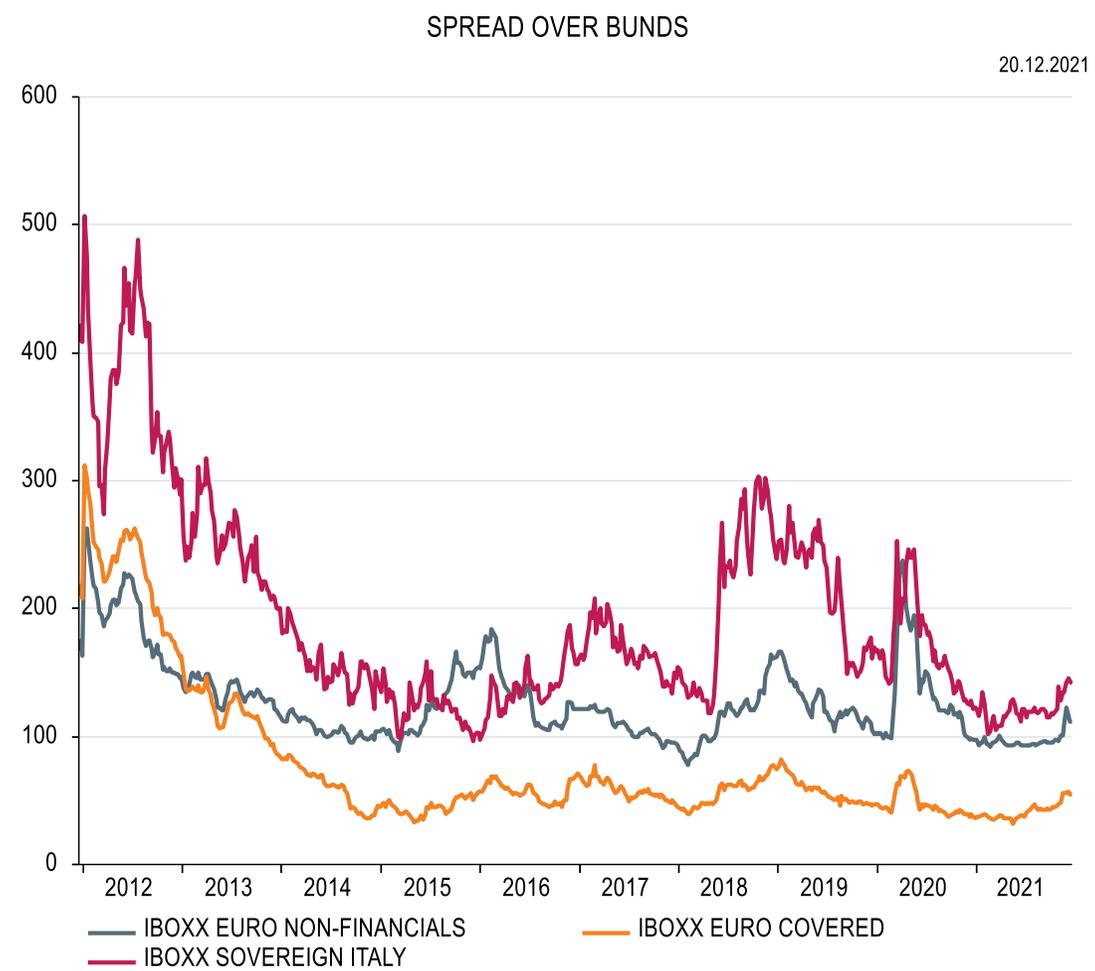


Quelle: Refinitiv Datastream

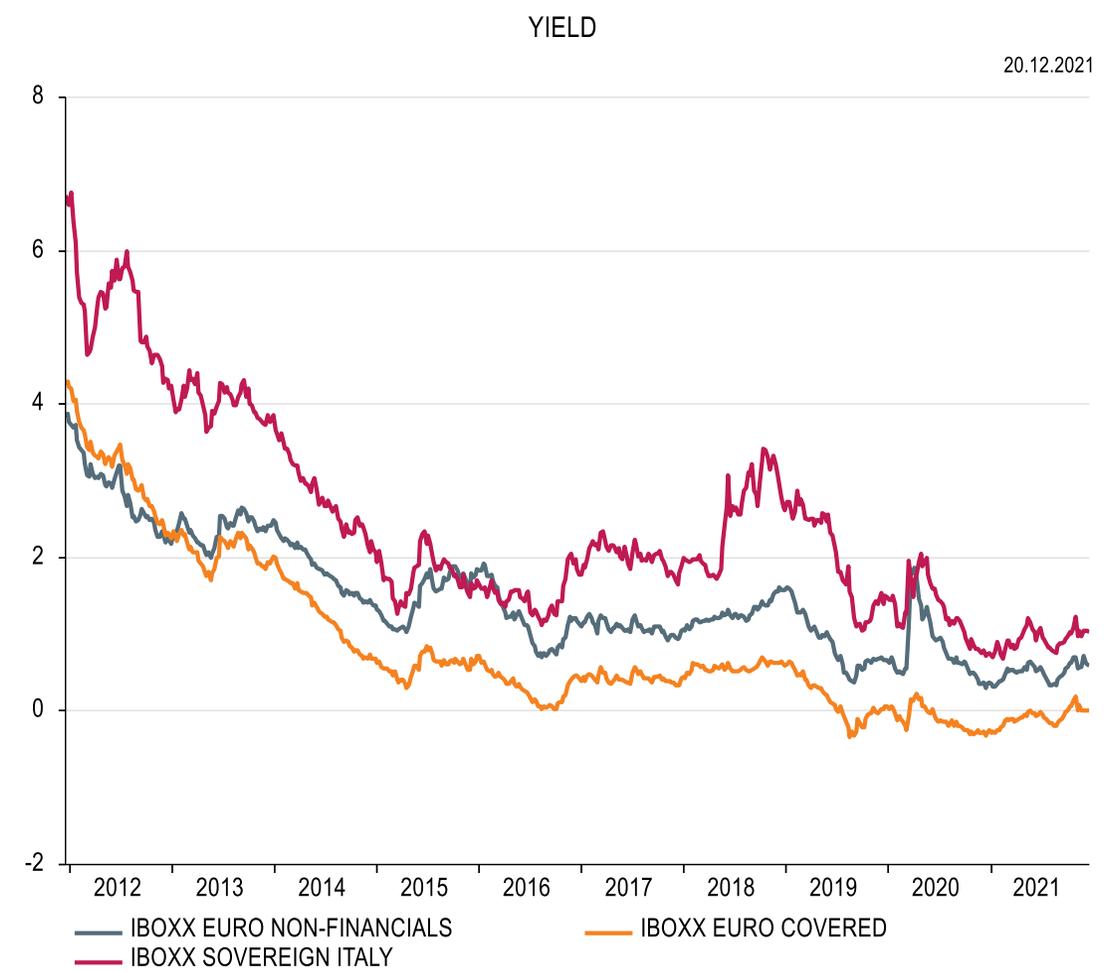


Quelle: Refinitiv Datastream

# Risikoprämien auch bei EUR-Spread-Produkten niedrig, daher asymmetrische Risiken und geringer Puffer bei steigenden Safe Haven Renditen



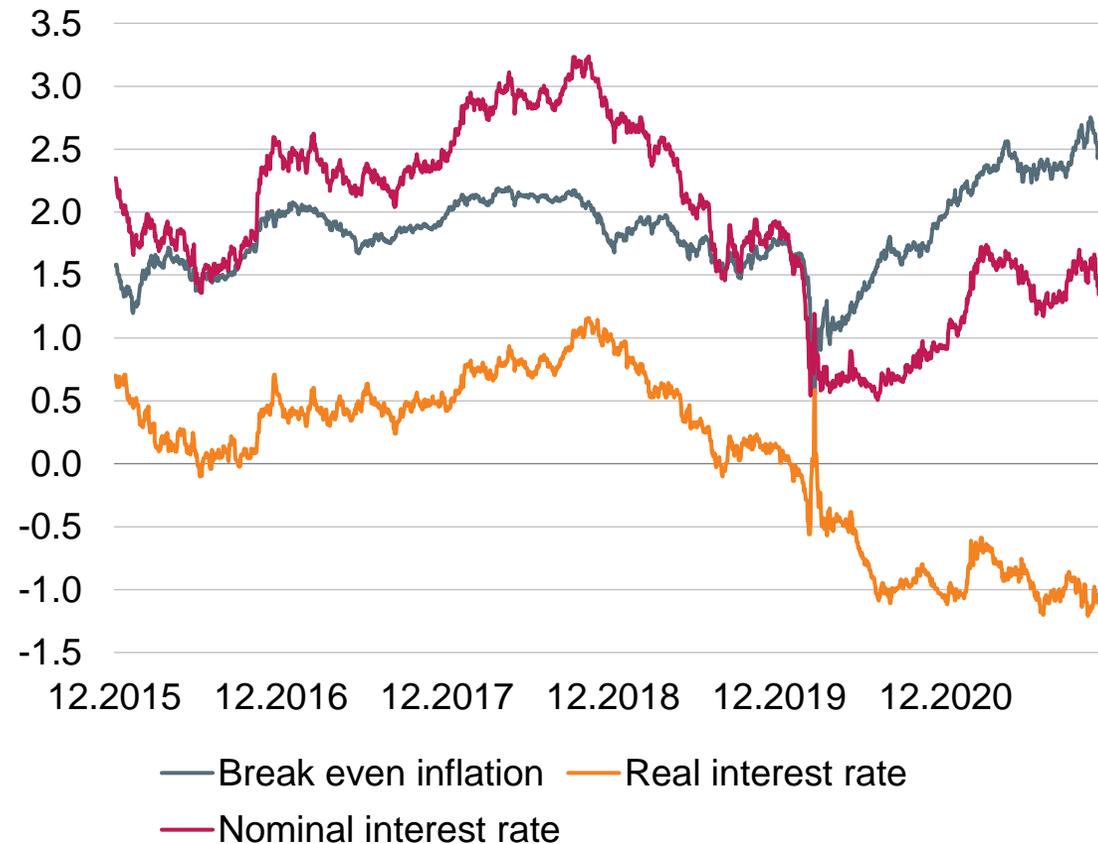
Quelle: Refinitiv Datastream



Quelle: Refinitiv Datastream

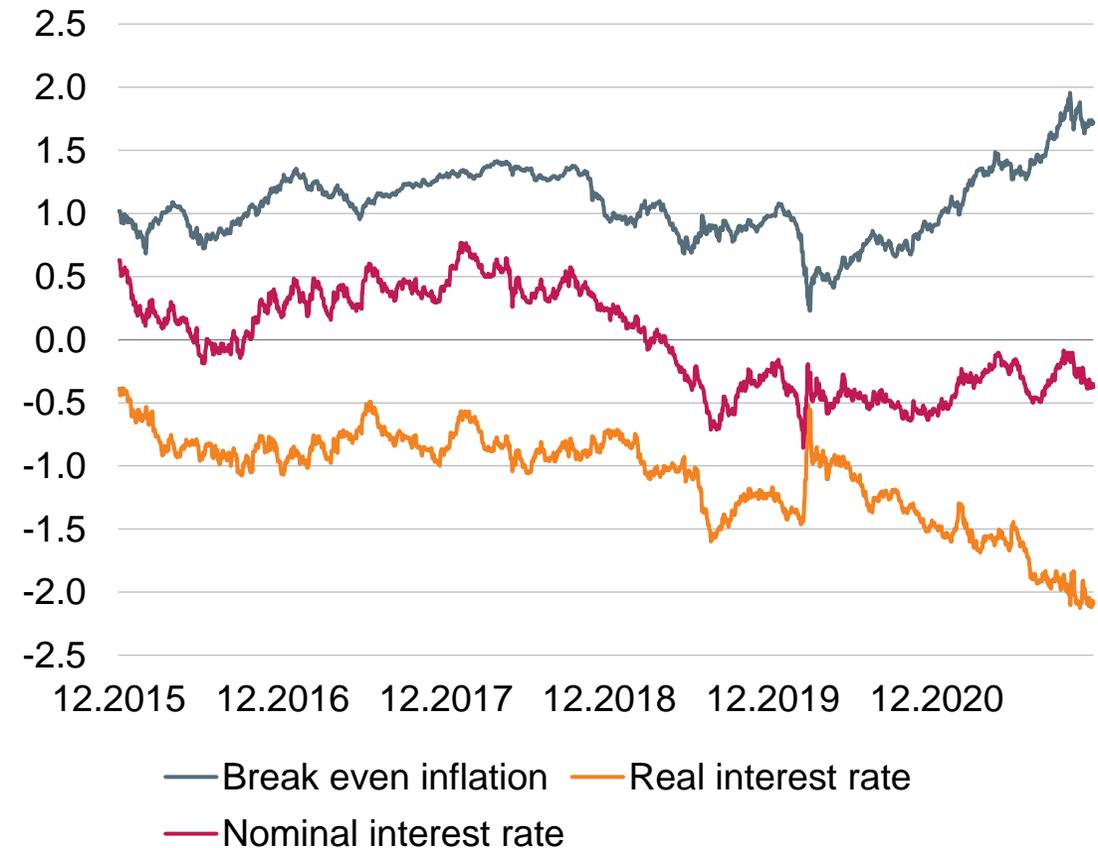
# Da absolute Bewertungen hoch sind, erfolgt Bewertung meist auf relativer Basis, wobei Realzinsen oft die „ultimate“ Benchmark sind

## 10Y US Treasuries



Source: MEAG Research, Bloomberg; closing prices: 17.12.2021

## 10Y German Bunds

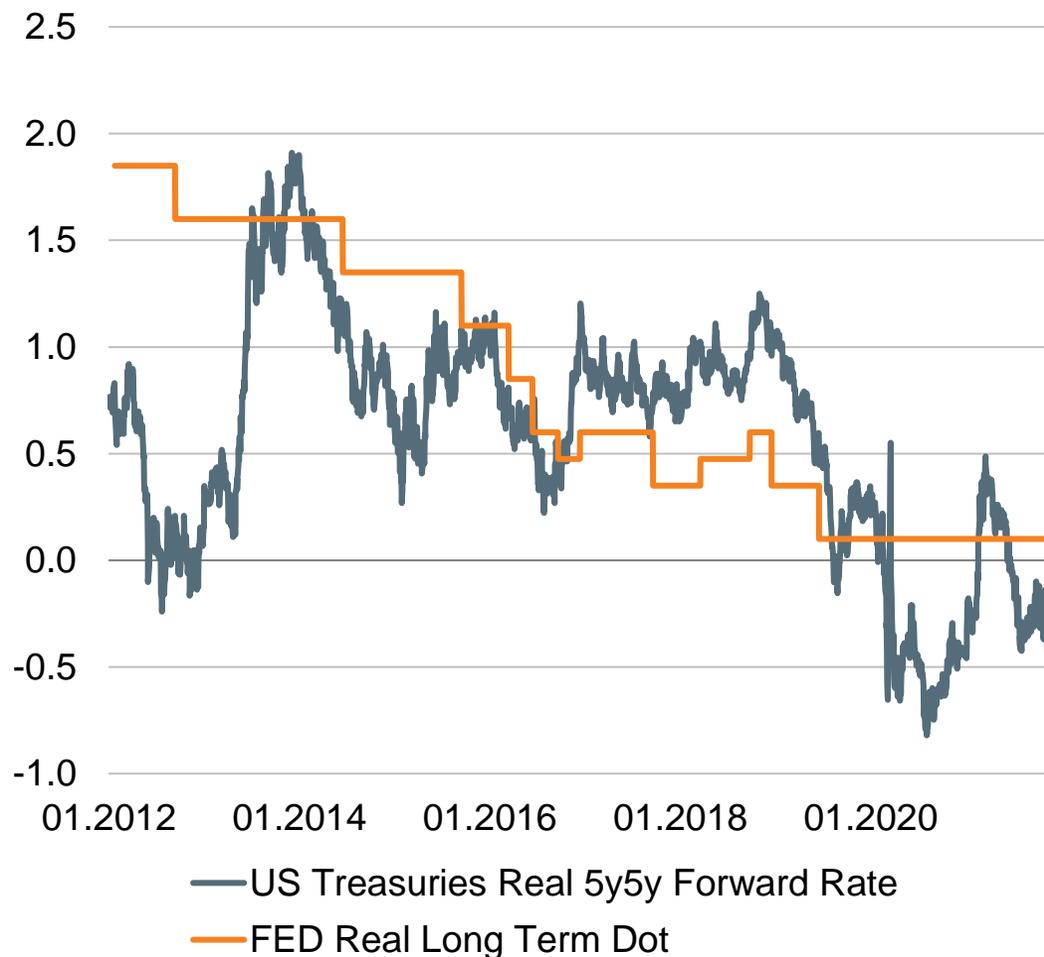


Source: MEAG Research, Bloomberg; closing prices: 17.12.2021

# Da Inflationserwartungen schon nahe am FED-Ziel sind, haben Realzinsen noch gewisses Potenzial, sich den FED-Projektionen anzunähern



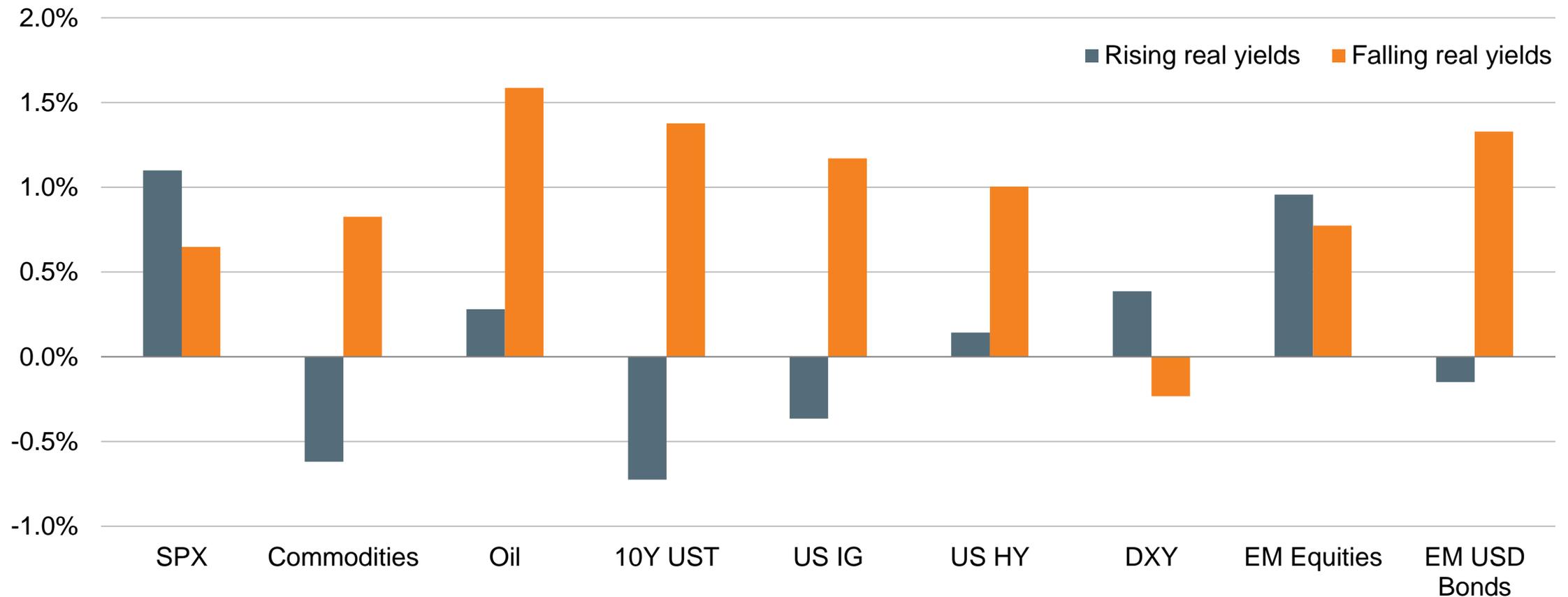
Source: MEAG Research, Bloomberg



Source: MEAG Research, Bloomberg; FED Real Long Term Dot = Nominal -2%PCE Target - 40bp PCE-CPI Wedge

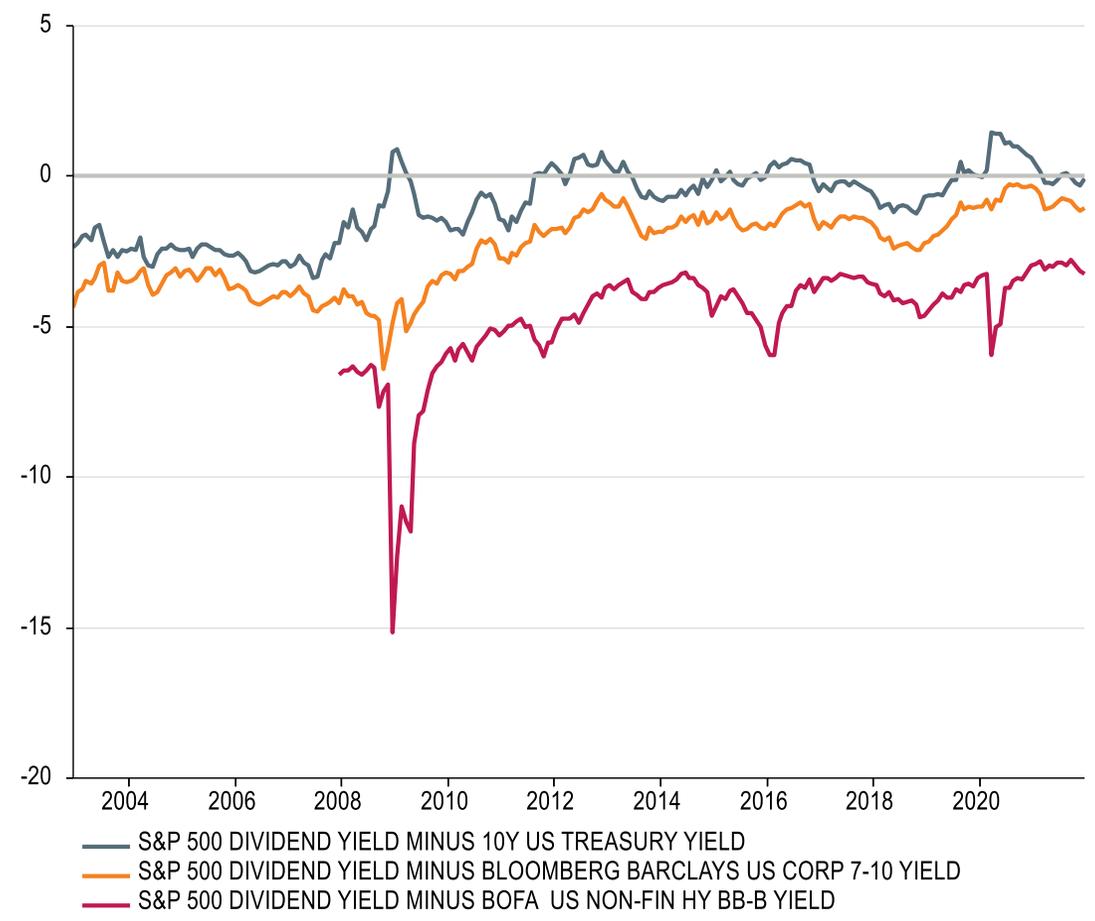
# Aktien konnten bisher steigende Realzinsen gut verkraften, für alle Wertpapierklassen sollte es in 2022 ein herausforderndes Umfeld werden

**Average monthly returns of different asset classes for different moves in US 10Y real yields (in %, data since Feb. 1997)**



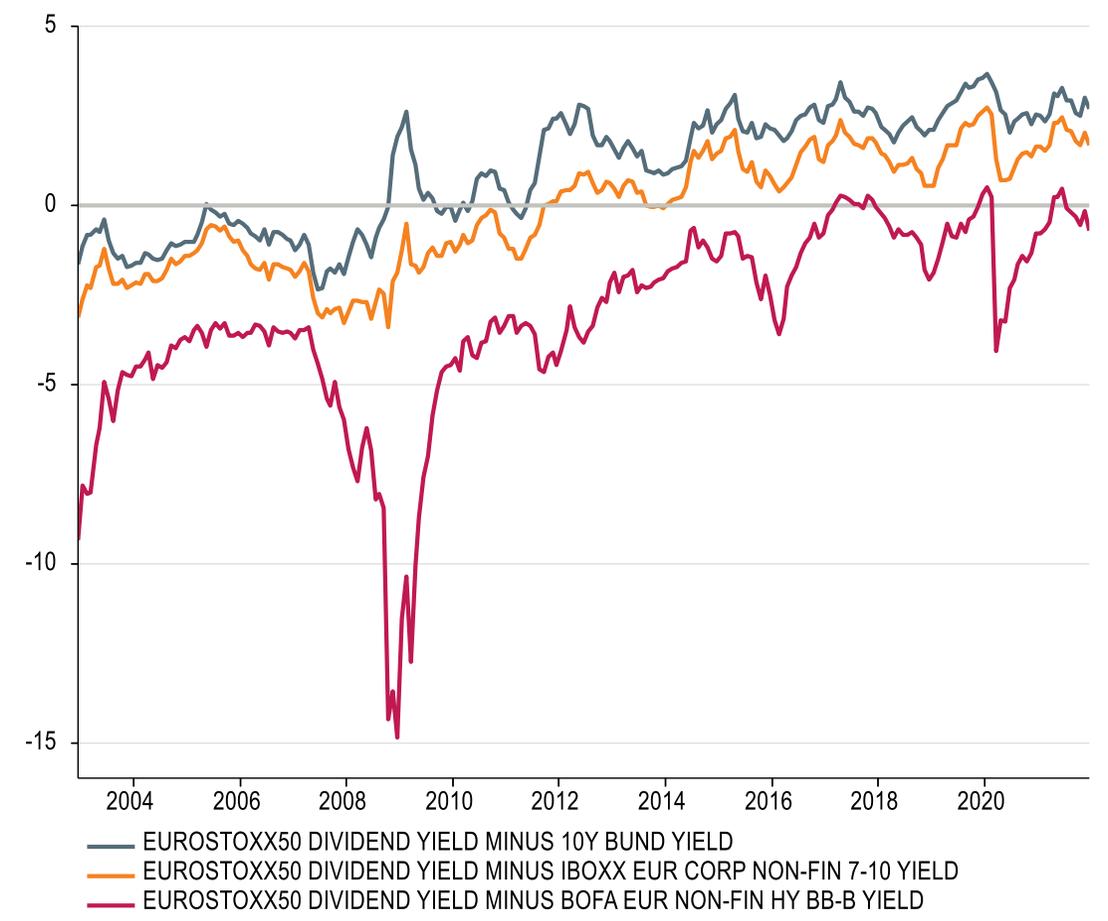
# Trotz hoher absoluter Bewertungen werden Aktien auch von ihren im Vergleich zu Anleihen moderaten Bewertungen profitieren

20.12.2021



Quelle: Refinitiv Datastream

20.12.2021



Quelle: Refinitiv Datastream

# Geopolitik, Regulierung und Covid als weitere Impulsgeber

Covid-19 mit  
schwindendem  
Einfluss

Covid wird uns erhalten bleiben, aber sein Einfluss sollte über 2022 nachlassen, es sei denn eine signifikante Mutation macht das Virus deutlich tödlicher und/oder die Wirksamkeit der Impfstoffe wird deutlich reduziert.

Geopolitik: Lediglich  
extreme Tail Events

Eskalationen in den Bereichen Iran, Russland/Ukraine und China/Taiwan sind mögliche Themen mit hohem Marktimpact. Wir erwarten jedoch keine Eskalation und rechnen mit einer Entspannung im Jahresverlauf.

Euro-Exit: Nicht  
erwartet

Die Wahlen in Frankreich und möglicherweise in Italien könnten die Volatilität erhöhen, unser Base Case ist aber kein Aufflammen von Euro-Exit Diskussionen.

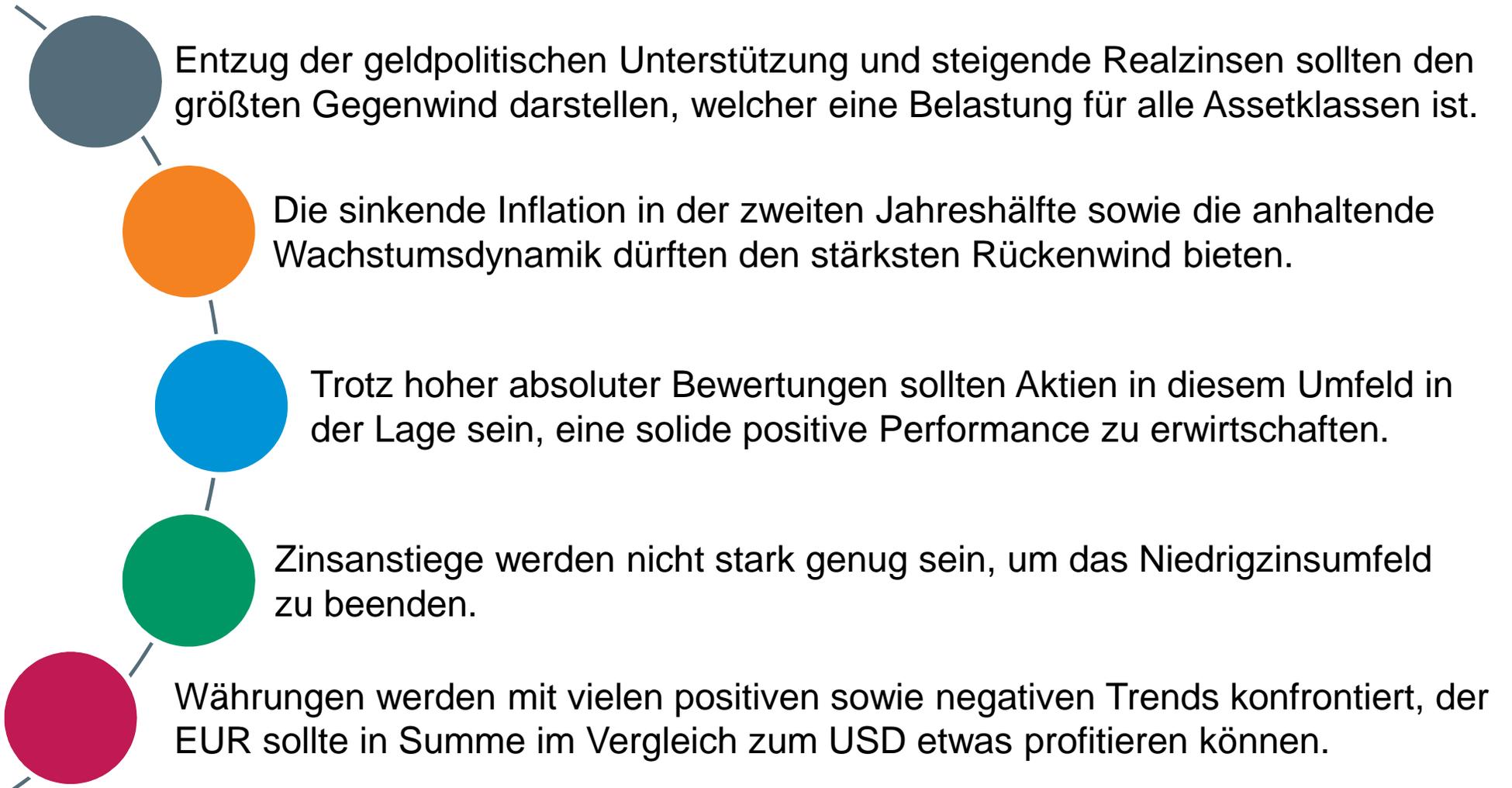
Regulierung wird  
uns weiter  
beschäftigen

Die chinesischen Märkte waren in 2021 durch verstärkte Regulierung unter immensem Druck, dieses Thema sollte auch im Westen zunehmend wichtiger werden. Steuererhöhungen für multinationale Konzerne könnten auch Aktiengewinne beeinflussen.

Impulse

In etwa ausgeglichen. Der von der Regulierungsseite ausgehende Impuls für niedrigere Aktien und niedrigere Safe Haven Renditen trifft auf etwas Entspannung durch Covid und (Geo-)politik.

# Zusammenfassung: Jahr mit unterschiedlichen Hälften und hoher Volatilität zu erwarten, moderate Aktienreturns und weitere Renditeanstiege



# Kapitalmarktprognosen für „Adaption“<sup>1)</sup>

Capital Markets	17.12.2021	2022e	2023e
DEU 10Y Yields	-0.4	0.1	0.1
IT 10Y Yields	0.9	1.6	1.4
US 10Y Yields	1.4	2.1	2.1
CH 10Y Yields	2.9	3.1	3.2
EUR IG Corp Spread*	61	65	60
USD IG Corp Spread*	98	100	80
EUR/USD	1.12	1.15	1.17
USD/CNY	6.4	6.5	6.8
EuroStoxx 50	4161	4600	4700
S&P 500	4621	4900	5100
BCOM ex A+L	548	600	630



1) Scenario with MEAG Research estimate, Calendar Year End

\* Non-fin Corp Swap Spread in bp

Source: MEAG Research, Bloomberg; BCOM ex A+L = Bloomberg Commodity ex-Agriculture and Livestock Index 1M Forward Total Return



# Agenda

- 01 Szenarien 2022
- 02 Fundamentaler Ausblick
- 03 Kapitalmarktausblick
- 04 Alternative Szenarien & Risiken**
- 05 Implikationen für die Asset Allokation

# Alternative Szenarien und Risiken: Was könnte in 2022 schief gehen?

**A** **Alternative: „Triple D“**  
Dieses Szenario adressiert die Möglichkeit, dass die Erholung zum Erliegen kommt, wodurch Risky Assets unter Druck geraten und eine Flucht in sichere Anlagen einsetzt. Unsere Konfidenz in dieses Szenario liegt bei 15%.

**C** **Tailszenarien: „Chinese Lehman Moment“ oder „Covid 2.0“**  
Die Wahrscheinlichkeit, dass eines dieser Ereignisse – eine Eskalation der Krise im chinesischen Immobiliensektor oder eine schwere Verschlechterung der Pandemie – eintritt, ist aktuell sehr gering.

**B** **Alternative: „Sticky Inflation“**  
Im zweiten Alternativszenario, dessen Konfidenz auch bei 15% liegt, führt eine Kombination verschiedener Faktoren zu hartnäckiger Inflation ähnlich den 1970er Jahren, jedoch in viel geringerem Ausmaß. Zentralbanken „behind the curve“ würden den Druck auf die Anleihemärkte deutlich erhöhen.

**D** **Andere Risiken: Erneut der Mittlere Osten**  
Eine Region, die für Unsicherheit an den Märkten sorgen könnte, ist der Mittlere Osten. Iran/USA könnten die Energiemärkte belasten, die Türkei verdeutlicht idiosynkratische Risiken, die EM belasten können.

# Prognosen für „Triple D“<sup>1)</sup>

GDP in %	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>US</b>	5.6	2.8	0.3	1.8
<b>Euroland</b>	5.2	2.7	0.4	1.8
Germany	2.7	1.7	0.1	1.0
France	6.7	2.6	0.5	2.2
Italy	6.4	2.9	0.2	0.9
Spain	4.4	3.3	1.2	2.8
<b>China</b>	8.0	4.2	4.5	5.0

CPI in %	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>US</b>	4.7	3.8	0.3	1.7
<b>Euroland</b>	2.6	2.4	0.8	1.9
Germany	3.2	2.7	0.9	1.9
France	2.1	1.9	0.7	1.9
Italy	1.9	2.0	0.6	1.7
Spain	2.9	2.6	0.5	2.0
<b>China</b>	1.0	1.0	1.3	1.5
<b>Oil Price</b>		60	60	65

Capital Markets	17.12.2021	2022e	2023e	2024e
<b>DEU 10Y Yields</b>	-0.4	-0.6	-0.5	-0.3
<b>US 10Y Yields</b>	1.4	0.9	1.1	1.5
<b>EUR/USD</b>	1.12	1.10	1.10	1.15
<b>EuroStoxx 50</b>	4161	3400	3600	4000
<b>S&amp;P 500</b>	4621	3800	4000	4300

Target Rates in %	current	2022e	2023e	2024e
Euroland	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
US	0.25	0.25	0.25	0.25
China	2.95	2.50	2.50	2.50

1) MEAG Research estimates, for GDP and CPI calendar yearly averages, for oil, target rates and capital markets calendar year end  
Source: MEAG Research, Bloomberg, Refinitiv Datastream

# Prognosen für „Sticky Inflation“<sup>1)</sup>

GDP in %	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>US</b>	5.6	4.8	3.0	1.5
<b>Euroland</b>	5.2	4.7	3.2	1.3
Germany	2.7	4.5	3.8	1.7
France	6.7	3.7	2.5	1.4
Italy	6.4	4.7	3.0	0.8
Spain	4.4	6.5	5.5	1.7
<b>China</b>	8.0	6.0	6.5	5.0

CPI in %	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>US</b>	4.7	5.4	2.8	2.4
<b>Euroland</b>	2.6	3.4	2.7	2.8
Germany	3.2	3.7	3.2	2.9
France	2.1	2.8	2.8	3.3
Italy	1.9	3.0	1.9	1.9
Spain	2.9	3.9	3.2	3.0
<b>China</b>	1.0	3.0	3.2	2.7
<b>Oil Price</b>		90	95	80

Capital Markets	17.12.2021	2022e	2023e	2024e
<b>DEU 10Y Yields</b>	-0.4	0.6	0.7	0.4
<b>US 10Y Yields</b>	1.4	2.7	3.0	2.3
<b>EUR/USD</b>	1.12	1.22	1.24	1.20
<b>EuroStoxx 50</b>	4161	5000	4500	4000
<b>S&amp;P 500</b>	4621	5100	4700	4300

Target Rates in %	current	2022e	2023e	2024e
Euroland	-0.50	-0.40	0.00	0.50
US	0.25	1.25	1.75	2.75
China	2.95	3.10	3.25	3.25

1) MEAG Research estimates, for GDP and CPI calendar yearly averages, for oil, target rates and capital markets calendar year end  
Source: MEAG Research, Bloomberg, Refinitiv Datastream

# Tailszenarien umfassen eine signifikante Verschlechterung der pandemischen Lage oder eine Eskalation im chinesischen Immobiliensektor

	Covid 2.0	Chinese Lehman Moment
Growth	↓	↓
Inflation	↓	↓
Central Bank Policy	↓	↓
Yields Safe Haven	↓	↓
Credit Spreads	↑	↑
EMBI Spread	↑	↑
USD	↑	↑
EM FX	↓	↓
Equities DM	↓	↓
Equities EM	↓	↓
Commodities	↓	↓

Source: MEAG Research

# Covid-19: Die Entstehung neuer Stränge erhöht die Unsicherheit bezüglich der Entwicklung und der Rolle des Virus

Base Case

Risk Case

	Schutz für geimpfte & genesene Personen?	Impffortschritt	Schnellere Ausbreitung?	Zusätzliche Belastung für das Gesundheitssystem	Ökonomische Auswirkungen	Auswirkungen auf den Kapitalmarkt
Base Case	Ein wenig	Wahrscheinlich schnell	Ja	Begrenzt, aber mit Vorbehalten	Wachstum dürfte im Winter geringer ausfallen. Zentralbanken könnten ihren Zeitplan verschieben, aber nicht die Richtung.	Kurzfristig kann Volatilität an den Märkten steigen. Per heute ist dies jedoch kein entscheidender Faktor für eine längerfristige Vorhersage.
Risk Case	Immunologische Überwindung Geringer Schutz vor schweren Krankheiten	Langsam Bei immunologischer Überwindung müsste der gesamte Prozess von vorne beginnen	Ja Schnelle Übertragung und schnelle Substitution dominanter Stämme	Ja Weitere Mutationen und andere Stämme können den Schweregrad und die Sterblichkeit erhöhen	Mit wenig finanziellem Spielraum, weitreichende Beschränkungen und Lockdowns, hoher Druck auf die Wirtschaft	Hohes Risiko einer „Risk off“ Bewegung

# Geopolitische Risiken: Die üblichen Verdächtigen, aber dieses Mal besonders die „Big One’s“

## Geopolitische Risiken zumeist „Tail Events“

Irak, Syrien, Libyen und Afghanistan haben gezeigt, dass humanitäre Tragödien zumeist nur geringe bis keine Auswirkungen auf Kapitalmärkte haben. Geopolitische Krisen gewinnen an Bedeutung, wenn wichtige Rohstoffe, Lieferketten und/oder Finanzsysteme betroffen sind. Daher sind Iran, Russland/Ukraine sowie China/Taiwan am relevantesten für Kapitalmärkte.

## Irans nukleare Ambitionen mit niedriger Eskalationsschwelle

Der Iran überreizt es offensichtlich in den Wiener Verhandlungen zur Erneuerung des JCPOA, des Atomdeals. Denn weder Israel, noch Saudi Arabien noch die USA werden tatenlos dabei zusehen, wenn der Iran versucht, an Atomwaffen zu gelangen. Ein Konflikt im Golf mit Risiken für den Ölpreis ist unser geopolitisches Risiko Nr. 1.

## China/Taiwan niedriges Risiko, aber opportunistische Handlung möglich

China ist die am stärksten bevölkerte Nation der Welt und auf dem Weg auch die größte Volkswirtschaft der Welt zu werden. Solange der Westen Taiwan nicht als unabhängigen Staat anerkennt, läuft die Zeit für China. Wir sehen aktuell nur ein geringes Eskalationsrisiko. Nur im Falle einer globalen Krise ist ein opportunistischer Zug möglich.

## Russlands rote Linien

Während die Zeit für China läuft, läuft sie gegen Russland. Die Möglichkeit, dass die Ukraine in die militärische Sphäre der NATO gleitet, nimmt zu. Unserer Meinung nach ist das eine von Russlands „(dunkel-)roten“ Linien. Eine globale Energieknappheit, ein als schwach wahrgenommener US Präsident und die Krise in Weißrussland könnten Russland zu Aktionen verleiten, die signifikant negative Effekte für Handel, Energie- und Finanzmärkte hätten.

# 2022: Politische Risiken in Europa – Moderat bis niedrig

## Präsidentenwahlen Frankreich

- Auch im Falle eines **Sieges** von **Le Pen** würden wir keinen FREXIT erwarten.
- Und sollte **Zemmour** die finale Runde der Wahlen erreichen, rechnen wir mit einem Sieg des gegnerischen Kandidaten, höchstwahrscheinlich Macron.

## Vorzeitige Neuwahlen Italien

- Wie immer besteht in Italien das Risiko von Neuwahlen nach den Präsidentenwahlen im Januar, vor allem sollte Draghi den Posten übernehmen. In diesem Fall besteht das Risiko, dass die **Brothers of Italy** die meisten Stimmen bekommen.

## Rechtsstaatlichkeit, Migration Osteuropa

- Streit um Einhaltung der **Rechtsstaatlichkeit** mit Ungarn und Polen.
- **Migrationsthemen** könnten auch in 2022 herausfordernd bleiben.
- Das Gleiche trifft auch auf Instabilitäten bei der **Energieversorgung** zu, in der Übergangsphase einer neuen Klima- und Außenpolitik.

## Hard BREXIT UK

- Der Brexit Deal könnte noch immer in einem **Hard Brexit** mit Handel zu WTO-Bedingungen münden, sollte UK sich dazu entschließen, **Artikel 16** des NI Protokolls zu aktivieren und die Situation aufgrund dessen eskalieren.



# Agenda

- 01 Szenarien 2022
- 02 Fundamentaler Ausblick
- 03 Kapitalmarktausblick
- 04 Alternative Szenarien & Risiken

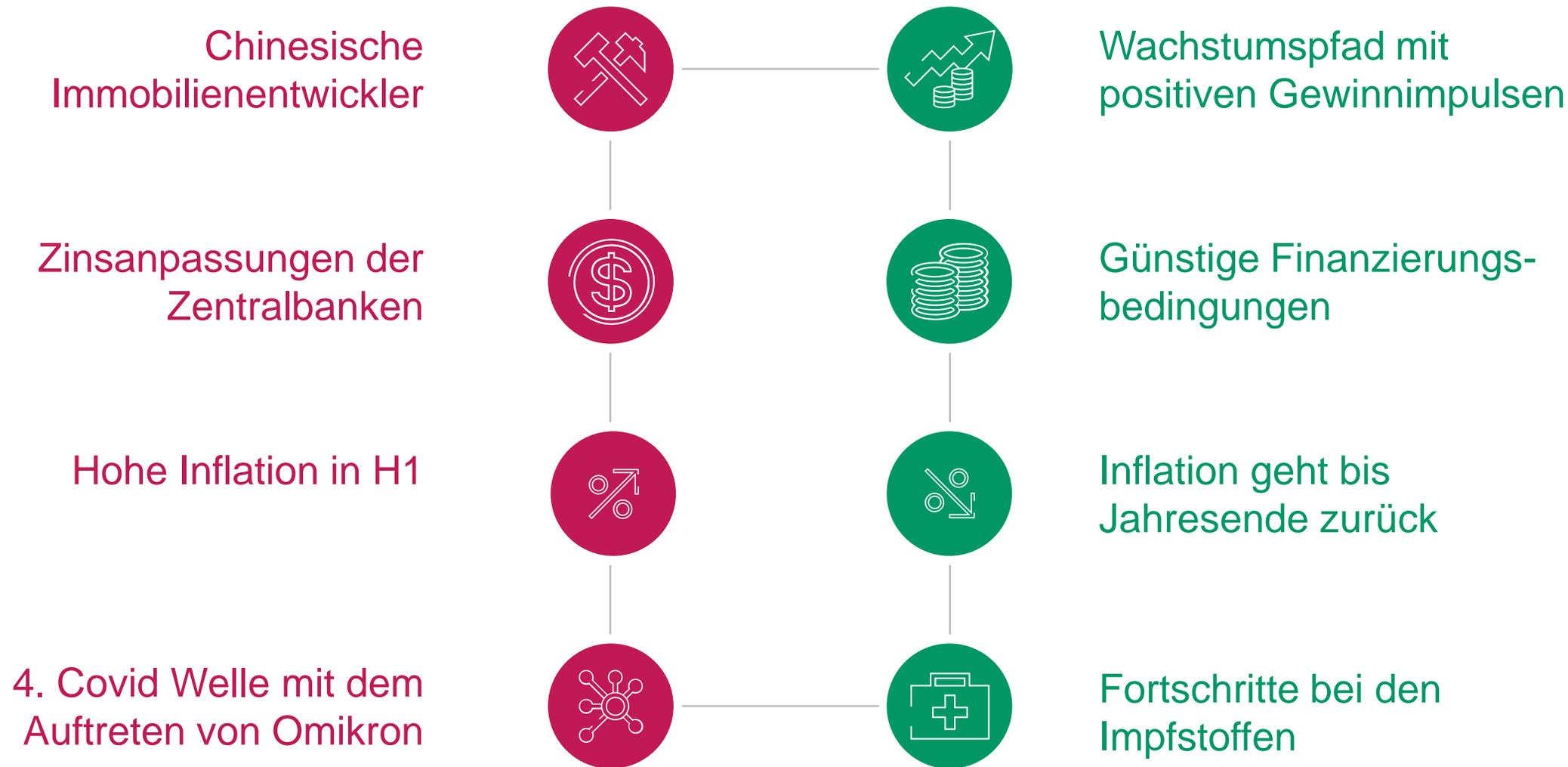
## 05 Implikationen für die Asset Allokation

# 2021: „Risk on“ war eindeutig das Thema der ersten Jahreshälfte – die zweite Hälfte war schwieriger und von Inflation dominiert...

Total Return (local)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021ytd	H1 2021	H2 2021
10Y Bunds	16.3%	0.5%	7.6%	14.0%	7.6%	-2.6%	16.7%	0.2%	5.3%	-0.3%	3.3%	5.0%	4.0%	-1.4%	-2.8%	1.4%
10Y UST	21.2%	-9.4%	8.6%	16.9%	4.3%	-7.6%	10.9%	1.0%	0.9%	2.1%	-0.1%	9.5%	12.6%	-1.9%	-3.2%	1.3%
10Y JGB	5.5%	1.0%	3.9%	3.4%	3.6%	1.7%	5.4%	1.8%	2.7%	0.5%	0.8%	0.6%	-0.1%	0.3%	-0.1%	0.4%
10Y Gilts	16.0%	-1.5%	10.1%	18.4%	3.8%	-6.1%	15.6%	0.8%	9.3%	2.7%	2.0%	5.2%	6.6%	-3.8%	-4.5%	0.7%
10Y Italy	7.5%	9.4%	-0.1%	-8.2%	28.5%	8.9%	24.0%	5.1%	0.2%	2.4%	-1.9%	16.9%	9.6%	-1.6%	-1.6%	0.0%
EUR ILBs 1-10	4.8%	7.2%	1.6%	0.9%	8.3%	-3.1%	2.4%	1.4%	2.3%	1.9%	-1.0%	4.1%	0.7%	6.3%	2.5%	3.7%
USD TIPS 5-10	-2.3%	12.6%	6.8%	13.7%	7.7%	-9.0%	2.9%	-0.7%	4.7%	2.9%	-0.9%	8.6%	11.5%	4.6%	1.6%	3.0%
GBP ILBs 1-10	2.7%	9.6%	9.0%	10.8%	3.0%	-0.9%	4.9%	-2.1%	9.8%	0.8%	1.8%	1.6%	1.7%	6.0%	0.5%	5.4%
JPM EMBI Global Composite	-10.9%	28.2%	12.0%	8.5%	18.5%	-6.6%	5.5%	1.2%	10.2%	9.3%	-4.6%	14.4%	5.9%	-1.6%	-1.0%	-0.6%
JPM GBI-EM Global Composite	10.9%	8.6%	11.1%	9.7%	14.4%	-0.2%	9.0%	3.2%	10.5%	10.1%	4.2%	12.8%	8.0%	-0.6%	-0.8%	0.2%
EUR non-fin Corporates 7-10	-1.7%	21.5%	5.9%	4.9%	15.9%	1.1%	14.6%	-2.1%	7.2%	2.7%	-2.0%	10.1%	4.1%	-0.8%	-1.1%	0.3%
EUR fin Corporates 7-10	-17.7%	23.9%	4.7%	-2.4%	28.1%	2.9%	15.2%	-0.8%	6.5%	6.5%	-3.2%	12.2%	4.8%	-0.9%	-1.1%	0.3%
EUR High Yield	-30.5%	55.7%	12.3%	-0.2%	22.2%	8.5%	5.8%	-0.1%	10.2%	5.9%	-3.3%	10.2%	1.7%	2.8%	2.5%	0.2%
USD non-fin Corporates 5-10	-0.5%	18.0%	10.0%	10.1%	8.6%	-2.8%	7.2%	0.0%	5.5%	5.3%	-1.3%	13.4%	9.0%	-1.5%	-1.3%	-0.2%
USD fin Corporates 5-10			11.8%	4.0%	18.2%	0.0%	7.8%	2.5%	4.5%	6.3%	-2.0%	14.9%	10.5%	-1.4%	-1.1%	-0.3%
USD High Yield	-17.5%	46.1%	14.6%	6.8%	14.6%	5.1%	5.4%	-1.0%	12.8%	7.3%	-2.4%	15.5%	10.2%	3.9%	2.7%	1.2%
GBP non-fin Corporates 7-10	-4.4%	21.2%	10.2%	8.7%	11.6%	-0.1%	11.7%	0.9%	11.6%	4.3%	-0.5%	9.0%	8.4%	-2.2%	-2.7%	0.5%
GBP fin Corporates 7-10	-19.1%	16.5%	9.6%	0.1%	27.7%	4.1%	13.1%	2.2%	8.6%	8.9%	-3.0%	11.7%	8.6%	-1.4%	-1.7%	0.3%
EUR Pfandbriefs 7-10	5.4%	9.4%	2.1%	5.1%	17.9%	3.0%	15.1%	0.0%	4.4%	1.4%	0.5%	6.2%	3.8%	-2.0%	-2.1%	0.1%
GBP Collateralized Bonds 7-10	-0.5%	6.5%	12.8%	9.5%	13.2%	-1.1%	11.0%	0.2%	9.8%	4.5%	0.0%	6.2%	5.1%	-0.4%	-1.2%	0.8%
EuroStoxx50	-41.8%	27.1%	-1.9%	-13.2%	19.6%	22.7%	4.9%	7.3%	4.7%	10.0%	-11.2%	29.3%	-2.6%	20.1%	16.6%	3.0%
S&P 500	-37.0%	26.5%	15.1%	2.1%	16.0%	32.4%	13.7%	1.4%	12.0%	21.8%	-4.4%	31.5%	18.4%	24.7%	15.3%	8.2%
TOPIX	-40.6%	7.6%	1.0%	-17.0%	20.9%	54.4%	10.3%	12.1%	0.3%	22.2%	-16.0%	18.1%	7.4%	12.2%	8.9%	3.0%
FTSE100	-28.3%	27.3%	12.6%	-2.2%	10.0%	18.7%	0.7%	-1.3%	19.1%	11.9%	-8.7%	17.3%	-11.5%	16.5%	10.9%	5.1%
MSCI EM Asia (\$)	-53.5%	79.4%	19.9%	-18.6%	21.1%	2.9%	5.2%	-8.2%	5.1%	42.2%	-15.6%	18.2%	28.9%	-3.7%	7.6%	-10.5%
MSCI EM Eastern Europe (\$)	-69.1%	85.1%	17.0%	-22.2%	18.7%	1.7%	-36.9%	-3.8%	39.8%	18.6%	-4.7%	34.6%	-10.0%	16.4%	18.9%	-2.1%
MSCI EM Latin America (\$)	-51.8%	108.7%	16.5%	-19.8%	10.1%	-14.0%	-12.5%	-30.9%	30.7%	25.2%	-6.8%	19.9%	-13.8%	-8.7%	9.8%	-16.9%
GSCI (\$)	-46.5%	13.5%	9.0%	-1.2%	0.1%	-1.2%	-33.1%	-32.9%	11.4%	5.8%	-13.8%	17.6%	-23.7%	35.1%	31.4%	2.8%
Brent Oil (\$)	-61.4%	113.6%	19.9%	16.7%	1.9%	0.9%	-49.9%	-36.1%	58.9%	17.5%	-20.2%	24.8%	-21.7%	41.8%	45.0%	-2.2%
EURUSD	5.2%	-3.1%	6.9%	3.3%	-1.5%	-4.3%	13.9%	11.4%	3.0%	-12.2%	5.0%	1.8%	-8.3%	8.5%	3.2%	5.2%
EURJPY	29.6%	-5.7%	22.8%	8.9%	-12.4%	-21.3%	-0.2%	11.0%	6.2%	-9.1%	7.9%	2.8%	-3.4%	-1.4%	-4.0%	2.7%
EURGBP	-24.0%	8.8%	3.7%	2.6%	3.0%	-2.5%	7.2%	5.3%	-13.7%	-3.8%	-1.1%	5.9%	-5.3%	5.3%	4.3%	1.0%

Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream; closing prices: 17.12.2021

# ... 2022 dürfte volatil werden: Kurzfristige Herausforderungen im Wettstreit mit langfristig positiven Treibern



# Die Asset Allokation muss berücksichtigen, dass es nicht nur für die Wirtschaft einen Anpassungsprozess gibt, sondern auch für die Märkte

**A** Geldpolitik wird kontinuierlich den Stimulus reduzieren  
Zentralbanken werden die extrem lockere Geldpolitik straffen müssen. Dies wird in Industriestaaten kein kurzer, sondern ein langer Prozess sein, um vorteilhafte Finanzierungsbedingungen zu bewahren.

**C** Realwirtschaft hat Priorität  
Die Politik fordert Veränderungen: Regionalisierung der Lieferketten, „grüne“ Wirtschaft, Dekarbonisierung, mehr Gleichheit, mehr Wohnungen etc. Die Konservierung des Vermögens ist weniger wichtig, neue Investitionen in die Realwirtschaft werden bevorzugt.

**B** Inflation wird eine Risikoprämie fordern  
Vorsicht mit dem, was man sich wünscht: Nachdem Inflation zurück ist, werden Märkte zunehmend erwarten, dass Assets zumindest eine Risikoprämie für das Inflationsziel liefern. Dies signalisiert Schwierigkeiten für Safe Haven Anleihen.

**D** Höherer Grad der Unsicherheit  
Nachdem sich die Gesellschaft, die Wirtschaft und die Kapitalmärkte im Wandel befinden, steigt der Grad der Unsicherheit. Dies spricht für höhere Volatilität und niedrigeren Leverage.

# Investoren werden zunehmend eine Kompensation für die erwartete Inflation von ihren festverzinslichen Produkten erwarten

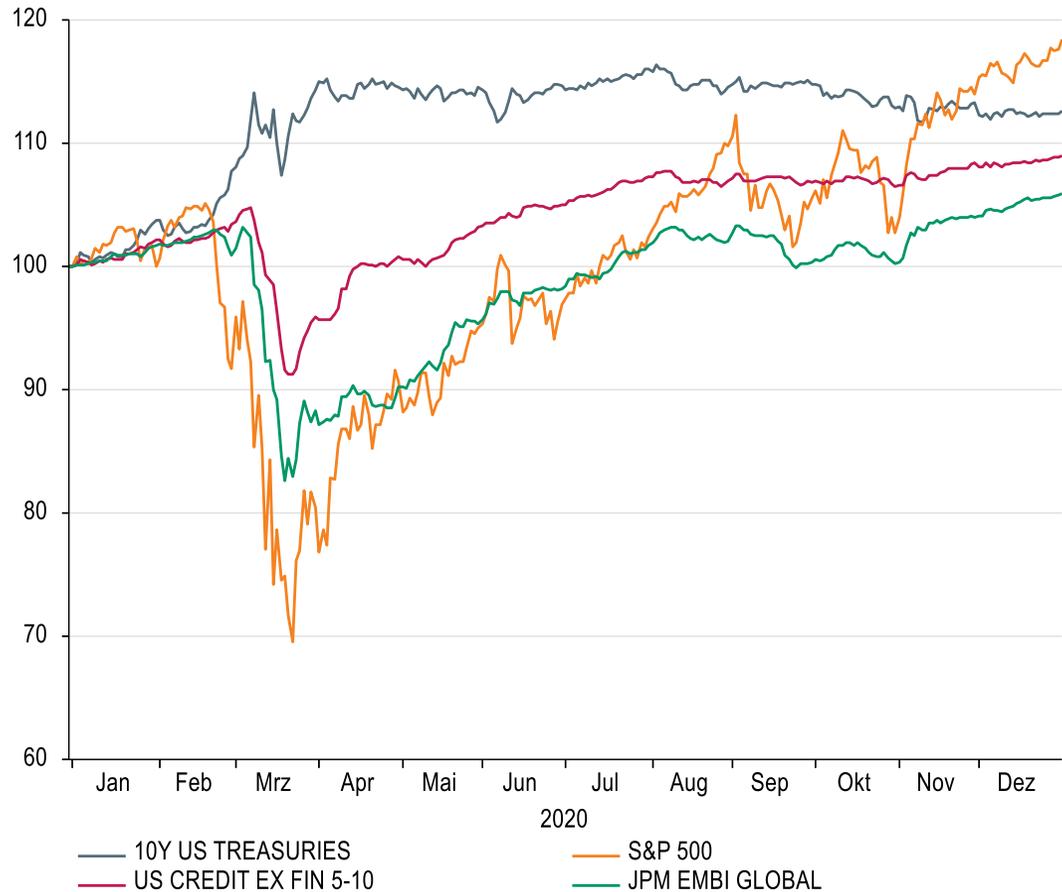
Year end level (yield in %)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 ytd
2Y Bunds	4.5	3.6	2.7	2.5	2.4	2.8	3.9	4.0	1.7	1.3	0.9	0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.3	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7
5Y Bunds	4.5	4.4	3.4	3.5	3.0	3.1	3.9	4.1	2.3	2.4	1.8	0.8	0.3	0.9	0.0	0.0	-0.6	-0.3	-0.3	-0.5	-0.7	-0.6
10Y Bunds	4.8	4.9	4.2	4.3	3.7	3.3	3.9	4.3	2.9	3.4	2.9	1.8	1.3	1.9	0.5	0.6	0.2	0.4	0.2	-0.2	-0.6	-0.3
30Y Bunds	5.3	5.3	4.8	4.9	4.3	3.6	4.1	4.6	3.5	4.1	3.4	2.4	2.1	2.8	1.4	1.5	1.0	1.2	0.9	0.3	-0.2	0.0
2Y Italy	4.6	3.7	2.7	2.5	2.4	2.9	3.8	4.1	2.9	1.5	2.9	5.0	2.1	1.3	0.5	0.0	-0.1	-0.1	0.5	0.0	-0.4	-0.3
5Y Italy	4.9	4.5	3.5	3.6	3.0	3.1	4.0	4.3	3.7	2.8	3.9	6.1	3.3	2.7	0.9	0.6	0.6	0.7	1.8	0.6	-0.1	0.3
10Y Italy	5.3	5.2	4.4	4.4	3.8	3.5	4.2	4.6	4.4	4.0	4.7	6.7	4.5	4.1	1.9	1.6	1.8	2.0	2.8	1.3	0.5	1.0
30Y Italy	5.9	5.6	5.0	5.2	4.5	3.9	4.5	5.0	5.1	4.8	5.5	6.8	5.1	4.9	3.2	2.7	2.9	3.3	3.6	2.5	1.4	1.8
2Y France	4.6	3.5	2.8	2.6	2.5	2.9	3.9	4.1	1.9	1.1	0.9	0.8	0.1	0.2	0.0	-0.3	-0.7	-0.6	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7
5Y France	4.6	4.4	3.4	3.5	3.0	3.0	3.9	4.2	2.7	2.5	2.1	1.9	0.7	1.2	0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	-0.6	-0.4
10Y France	5.0	5.0	4.3	4.3	3.7	3.3	4.0	4.4	3.3	3.6	3.4	3.2	2.0	2.6	0.8	1.0	0.7	0.7	0.7	0.1	-0.4	0.0
2Y Spain	4.6	3.6	2.7	2.4	2.4	2.8	3.9	4.0	2.3	1.5	3.2	3.4	2.9	1.4	0.4	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.4	-0.6	-0.6
5Y Spain	4.8	4.4	3.4	3.3	2.9	3.0	4.0	4.2	3.1	2.9	4.4	4.0	3.9	2.7	0.7	0.7	0.3	0.4	0.3	0.0	-0.5	-0.2
10Y Spain	5.1	5.1	4.3	4.3	3.6	3.3	4.0	4.4	3.8	3.9	5.4	5.4	5.3	4.1	1.6	1.8	1.4	1.6	1.4	0.5	0.1	0.4
2Y US	5.2	3.0	1.6	1.8	3.0	4.4	4.8	3.1	0.8	1.1	0.6	0.2	0.2	0.4	0.6	1.0	1.2	1.9	2.5	1.6	0.1	0.6
5Y US	5.0	4.3	2.7	3.2	3.6	4.4	4.7	3.5	1.5	2.7	2.0	0.8	0.7	1.7	1.6	1.6	1.9	2.2	2.5	1.7	0.3	1.3
10Y US	5.1	5.0	3.8	4.3	4.2	4.4	4.7	4.0	2.3	3.8	3.3	1.9	1.8	3.0	2.2	2.3	2.4	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5
EUR non-fin Corporates 1-3	5.3	5.1	4.5	3.3	3.0	3.2	4.2	5.0	5.7	2.4	2.2	2.5	1.2	1.1	0.7	1.0	0.2	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0
EUR non-fin Corporates 3-5	5.9	5.5	4.7	3.9	3.4	3.4	4.4	5.3	6.1	3.4	3.1	3.4	1.6	1.8	1.0	1.2	0.5	0.4	1.0	0.3	0.1	0.3
EUR non-fin Corporates 5-7	5.9	5.9	5.0	4.4	3.8	3.7	4.6	5.5	6.7	4.1	3.8	3.8	2.0	2.3	1.1	1.6	0.8	0.8	1.4	0.6	0.2	0.5
EUR non-fin Corporates 7-10	6.4	6.2	5.7	4.8	4.1	3.9	4.8	5.7	6.6	4.3	4.2	4.1	2.5	2.8	1.4	1.9	1.3	1.2	1.8	0.7	0.3	0.7
EUR non-fin Corporates 10+	5.7	6.0	5.2	5.6	4.8	4.4	5.1	5.9	6.5	4.9	4.8	4.9	3.3	3.5	1.9	2.6	1.7	1.7	2.2	1.2	0.6	1.0
EUR fin Corporates 1-3	4.9	4.2	3.5	3.2	2.8	3.1	4.1	5.0	7.4	3.8	3.9	6.0	1.8	1.3	0.6	0.6	0.3	0.1	0.6	0.1	0.0	0.0
EUR fin Corporates 3-5	5.1	4.7	3.9	3.6	3.2	3.3	4.3	5.5	7.6	4.3	4.5	5.4	2.0	2.0	1.1	1.0	0.6	0.5	1.2	0.4	0.2	0.4
EUR fin Corporates 5-7	5.3	5.2	4.5	4.2	3.6	3.6	4.4	5.8	9.5	5.8	4.9	6.2	2.5	2.6	1.3	1.6	1.1	1.0	2.0	0.7	0.4	0.6
EUR fin Corporates 7-10	5.8	5.5	4.8	4.7	4.0	3.8	4.7	6.1	9.1	5.7	5.5	6.4	3.0	3.3	1.7	2.4	1.9	1.5	2.2	0.9	0.5	0.9
EUR fin Corporates 10+	6.0	6.0	5.3	5.2	4.5	4.2	4.8	5.8	6.9	5.9	5.3	5.5	3.6	3.7	2.4	2.8	2.2	1.8	2.6	1.2	1.0	1.2
USD non-fin Corporates 1-5							5.3	4.7	5.5	2.6	2.0	1.7	1.1	1.5	1.8	2.4	2.2	2.5	3.3	2.1	0.6	1.3
USD non-fin Corporates 5-10							5.6	5.5	6.4	4.8	4.1	3.3	2.5	3.7	3.3	3.8	3.4	3.2	4.1	2.7	1.5	2.2
USD non-fin Corporates 10+							6.1	6.2	6.9	6.1	5.7	4.8	4.3	5.2	4.4	5.1	4.6	4.0	4.9	3.7	2.8	3.1
USD fin Corporates 1-5										3.9	2.7	3.6	1.6	1.6	1.9	2.3	2.4	2.6	3.6	2.2	0.7	1.5
USD fin Corporates 5-10										5.7	4.8	5.1	3.0	3.7	3.3	3.6	3.6	3.4	4.4	2.7	1.6	2.4
USD fin Corporates 10+	8.1	7.3	6.3	5.9	5.5	5.7	6.0	6.7	8.1	6.8	6.3	6.2	4.8	5.2	4.4	4.8	4.5	3.9	4.9	3.5	2.7	3.0

Colouring: Green, when bond yield is above respective annual CPI of following year; for 2021 and 2022 own CPI estimates ("Adaption")  
 Source: MEAG Research, Refinitiv Datastream, data as of 17.12.2021

# 2021 hat die Wichtigkeit von Aktien im Portfolio verdeutlicht, während 2020 die Vorteile der Diversifikation hervorgehoben hat

TOTAL RETURN INDICES - REBASED TO 100

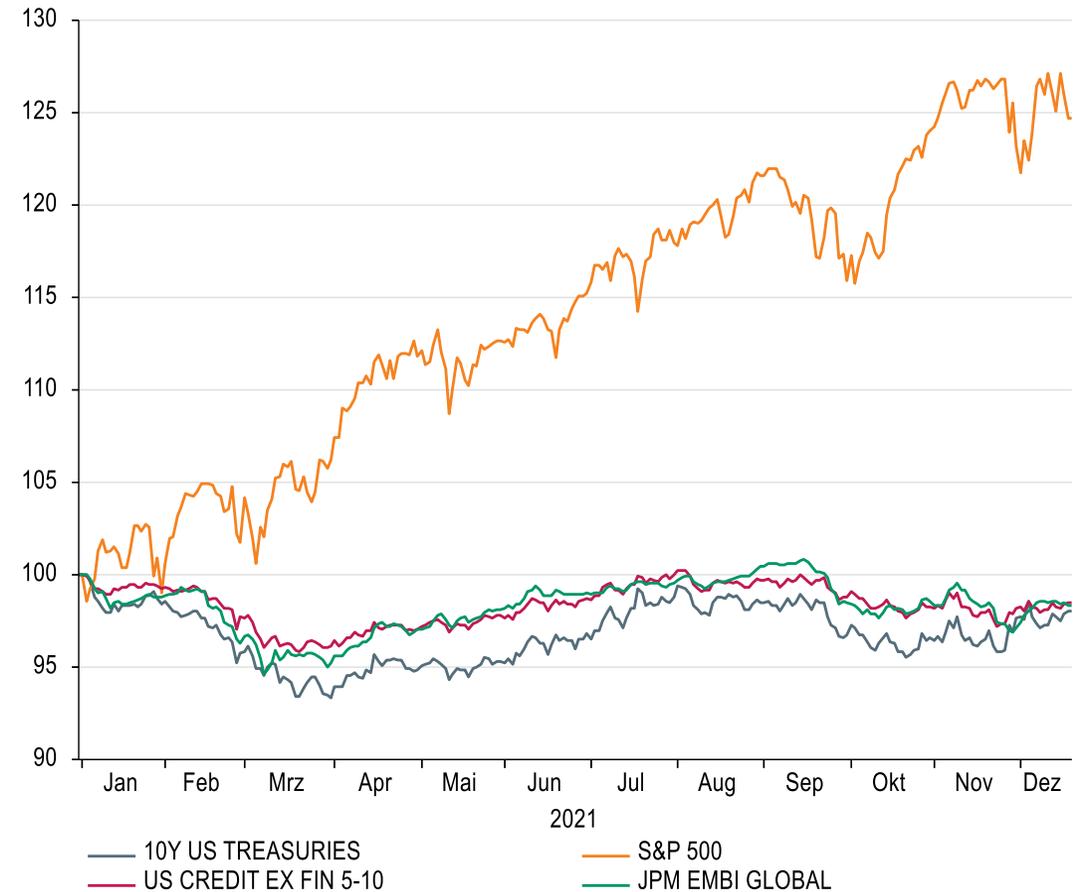
20.12.2021



Quelle: Refinitiv Datastream

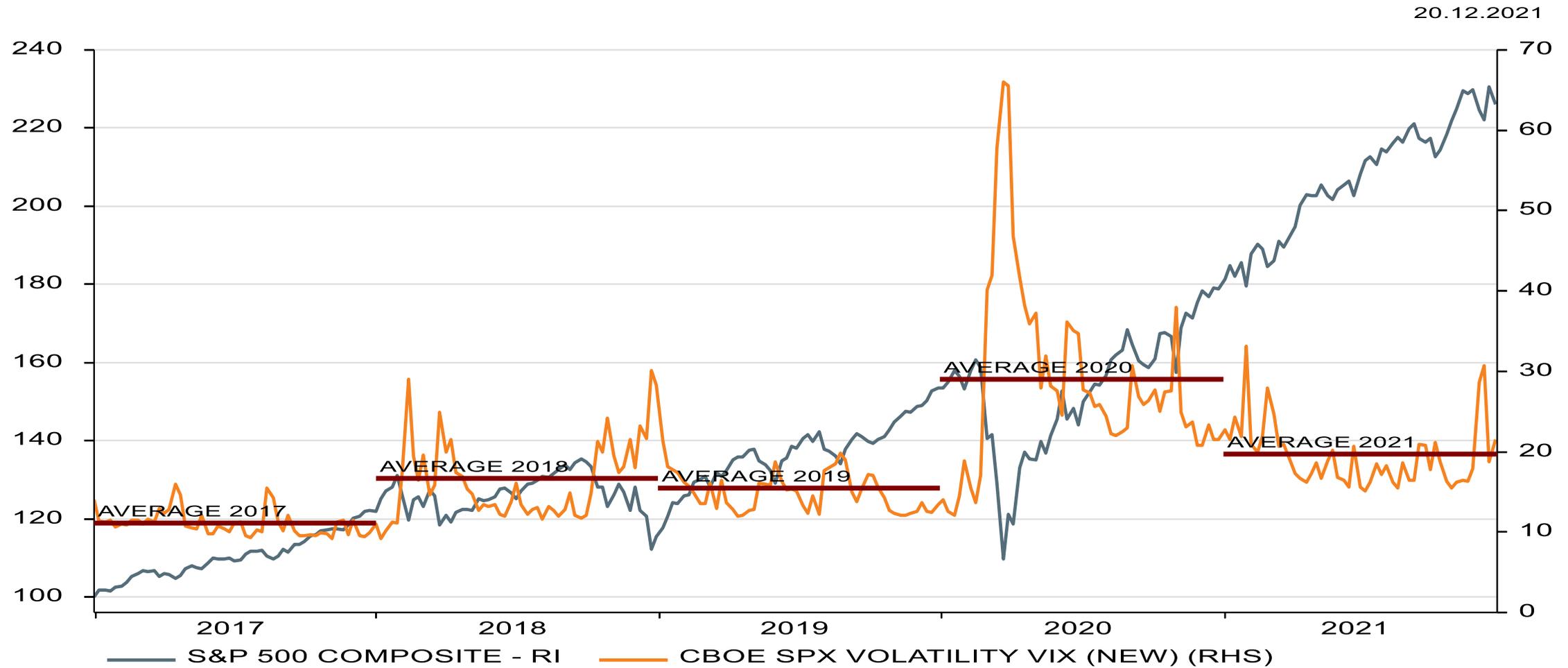
TOTAL RETURN INDICES - REBASED TO 100

20.12.2021



Quelle: Refinitiv Datastream

# „Hawkische“ Zentralbanken und hohe Inflation sollten Volatilität solange hoch halten, bis Wirtschaftsdaten anhaltend solides Wachstum bestätigen



Quelle: Refinitiv Datastream

# Im Zuge der Adaption der Assetmärkte an ein sich veränderndes Umfeld werden bereits in 2022 einige Richtungen absehbar sein

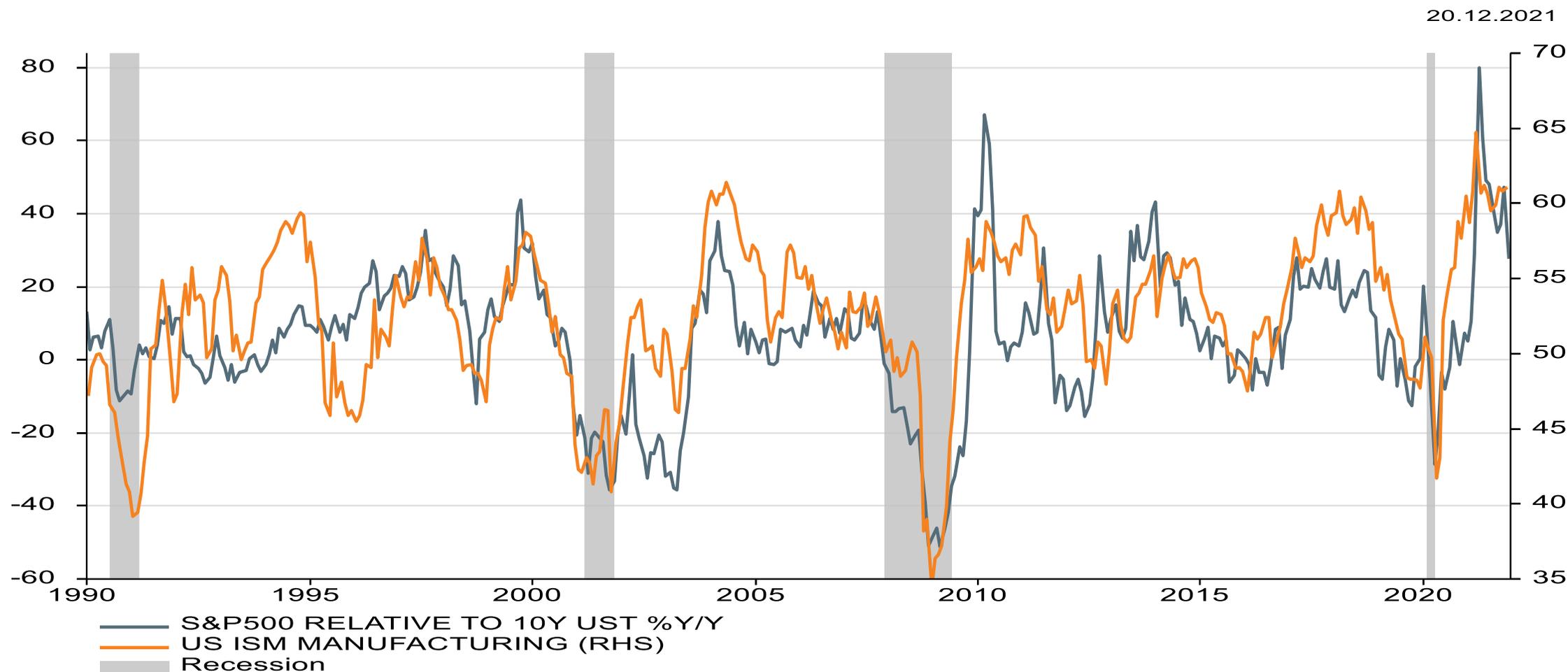
**A** Cash wieder auf dem Vormarsch  
Cash ist wieder auf dem Vormarsch, nachdem der Pfad der Geldpolitik sich ändert. Nachdem Kurzfristzinsen steigen und Anleiherenditen folgen, sollte der Kapitalerhalt in den nächsten 1-2 Jahren wieder Cash übertragen werden.

**C** Unterschiedliche Diversifikation  
Wir würden erwarten, dass Diversifikationsstrategien sich ändern oder zumindest erweitern. Diversifikation über Assetklassen wird zunehmend durch Diversifikation über Regionen und Sektoren ergänzt oder ersetzt werden.

**B** Niedrigzinsumfeld  
Es gibt kaum eine Chance, das Niedrigzinsumfeld in nächster Zeit zu verlassen. Selbst ein Zinsanstieg von 30, 40 oder sogar 100 Basispunkten würde das Niedrigzinsumfeld in Industriestaaten nicht beenden.

**D** Aktien besser für Adaption geeignet  
Für Unternehmen ist die Anpassung an sich verändernde Bedingungen Teil des Geschäftsmodells. Aktien können sich daher schneller anpassen. Anleihen sind direkter von Änderungen in der Nachfrage der Zentralbank betroffen.

# In einem Umfeld anhaltenden, aber sich verlangsamenden Wachstums sollten Aktien in der Lage sein, sich besser zu entwickeln als Anleihen



Quelle: Refinitiv Datastream

# Auch wenn wir ein schwieriges Jahr erwarten, würden wir uns auf Jahressicht für ein „Risk-on“ Umfeld positionieren

**A** Zentralbank-Put vorbei, aber Ängste vor „Überstraffung“ sind übertrieben  
Die flachere Renditestrukturkurve deutet einen kurzen Zinsanhebungszyklus an und die Angst, dass das Wachstum abgewürgt wird. Wir erwarten anhaltendes Wachstum und dass Zentralbanken ein positives Wachstumsumfeld bewahren.

**C** Cash erholt sich, aber es wird einige Zeit dauern, um attraktiv zu werden  
Aufgrund des aktuellen Anhebungszyklus wird Cash zunehmend attraktiver, nicht nur in EM sondern auch in den USA, wo das kurze Ende ebenfalls zunehmend Zinsanhebungen einpreist.

**B** „Jagd nach Rendite“ bleibt bestehen  
Niedrige Kupons, begrenzte Roll>Returns, straffere Geldpolitik und Inflationsunsicherheit sind eine schlechte Mischung für festverzinsliche Anlagen. Erträge für Safe Haven Anleihen sollten zumeist negativ sein und die „Jagd nach Rendite“ befeuern.

**D** Höhere Volatilität erfordert mehr taktischen Spielraum für Opportunitäten  
Das erwartete „Risk-on“ Umfeld spricht für „long“ Risiko. Aber aufgrund entgegengesetzter Kräfte werden im Laufe des Jahres taktische Opportunitäten entstehen und Möglichkeiten zur Outperformance bieten.

# Disclaimer

## Rechtliche Hinweise

Diese Information dient Werbezwecken. Diese Unterlage und ihr Inhalt sind vertraulich. Die Vervielfältigung oder Weiterleitung dieser Unterlage oder hierin enthaltener Informationen, ganz oder teilweise, ist nicht gestattet. Untersagt ist insbesondere auch eine Veröffentlichung im Internet.

Diese Unterlage wird verteilt von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ("MEAG"). Die MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ist eine Kapitalverwaltungsgesellschaft im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches. Sie verwaltet Publikumsinvestmentvermögen und Spezial-AIF mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten und erbringt die Finanzportfolioverwaltung für institutionelle Anleger, die nicht der Munich Re (Gruppe) angehören. Im Rahmen investimentrechtlicher Zulässigkeit kooperiert die MEAG eng mit der MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH. Diese ist ein reiner Konzern-Asset-Manager und erbringt die Finanz- und Immobilienportfolioverwaltung sowie die Anlageberatung ausschließlich für Unternehmen der Munich Re (Gruppe).

Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re Gruppe zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden.

MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte in Deutsch erhalten Sie hier <https://www.meag.com/de/informieren/medien/Anlegerrechte.pdf>.

Diese Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden. Stand: Dezember 2021