

Perspektiven Ausblick 2022 (Ausgabe 11/2021)

BayernLB Research

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n
 ► clientnext.bayernlb.de, Bloomberg: RESP BAYR

Aufschwung mit Hindernissen



Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research

Das Jahr 2022 wird als drittes Jahr der Corona-Pandemie in die Geschichtsbücher eingehen. Auch wenn die Unsicherheit hoch bleibt, stehen die Chancen gut, das Virus mit (verpflichtenden) Impfungen im Verlauf des Jahres in großen Teilen der Welt in den Griff zu bekommen. Während des Winters auf der Nordhalbkugel dürften jedoch die Länder, die ihre Hausaufgaben nicht gemacht haben, erneut von der Pandemie erfasst werden und viel menschliches Leid und wirtschaftliche Einbußen erfahren. Mit dem Frühjahr sollte jedoch auch in diesen Ländern der Aufschwung zurückkehren, der dann immer weniger durch Probleme in den Lieferketten gebremst wird.

Mit Instandsetzung der Lieferketten dürfte auch der aufwärtsgerichtete Preisdruck nachlassen. Zudem wird der fortgeschrittene Abbau des Konsumstaus zum Rückgang der Inflation beitragen. Fraglich bleibt jedoch, inwieweit sich die gestiegenen Inflationserwartungen und der in einigen Sektoren herrschende (Fach-) Kräftemangel in steigenden Löhnen widerspiegeln. In dieser Gemengelage könnte sich die geplante sprunghafte Anhebung der Mindestlöhne in Deutschland durch die Ampel-Koalition als Auslöser einer Lohn-Preis-Spirale entpuppen. Auch die geplanten zusätzlichen Investitionen in Dekarbonisierung und Digitalisierung könnten sich wegen der stark ausgelasteten Kapazitäten (besonders im Bausektor) als Preistreiber herausstellen und die gewünschte realwirtschaftliche Wirkung verfehlen. Um die ambitionierten Klimaziele bis 2030 zu erreichen, muss daher in den kommenden Jahren weltweit noch deutlich mehr investiert werden, was mittelfristig zu steigenden Preisen ausgewählter Rohstoffe führen wird. Dank des auch 2022 stark wachsenden „grünen“ Kapitalmarkts sollte aber zumindest die Finanzierung der Projekte gesichert sein.

Mit dem abflauenden Inflationsdruck werden sich die meisten Zentralbanken auf die Rückführung der ultra-lockeren geldpolitischen Maßnahmen fokussieren. Im Vergleich zur Fed, die das Tapering bis Jahresmitte abschließen und zum Jahresende erstmals die Zinsen anheben dürfte, geht die EZB zögerlicher vor und wird die Zinsen 2022 unangetastet lassen. Aber selbst die EZB wird die Notfallprogramme PEPP und TLTRO auslaufen lassen. In diesem Umfang erwarten wir weiter steigende Renditen im Rentenbereich. Die Aussichten für Aktien und Immobilien bleiben gut, wenn auch die Preiszuwächse weniger dynamisch und volatil werden. Wir bekräftigen unsere Prognose einer Schwächung des US-Dollars gegenüber dem Euro, wenngleich diese später als ursprünglich gedacht kommt.

Im Namen des Teams wünsche ich Ihnen frohe Weihnachten und alles Gute für 2022.
 Jürgen Michels

Kurz & klar

- Mit der Eindämmung der Pandemie wird sich die Konjunkturerholung 2022 fortsetzen.
- Die Inflationsraten sinken im Jahresverlauf, die Risiken sind aber nach oben gerichtet.
- Die Zusatzinvestitionen werden nicht genügen, um die Klimaziele 2030 zu erreichen.
- Die Zentralbanken fokussieren sich auf die Rückführung ultra-lockerer Maßnahmen.
- Gute Aussichten für substanzwertorientierte Asset-Klassen: Aktien, Industriemetalle und Immobilien.

Globales Umfeld: Aufschwung mit Hindernissen

- ▶ BIP-Wachstum und Inflation verlieren 2022 an Dynamik

Nachdem der Rückprall aus der Rezession zu einem extrem hohen BIP-Wachstum 2021 geführt hat, wird sich die Konjunkturerholung 2022 fortsetzen, allerdings mit abnehmender Dynamik. Trotz Corona-bedingter regionaler Schwächephasen dürften sich mit der fortschreitenden Eindämmung der Pandemie, das (Wirtschafts-) Leben weiter normalisieren und viele Lieferkettenprobleme im ersten Halbjahr 2022 auflösen. Damit sollte auch der Preisdruck spürbar abnehmen, wenngleich von der Lohnseite neues Ungemach drohen könnte.

Mit versetzten Startzeitpunkten werden Fed und EZB 2022 die Anleihekäufe zurückfahren. Im Unterschied zur Fed wird die EZB jedoch ein Netto-Käufer bleiben und von Zinserhöhungen Abstand nehmen. Trotz der weiterhin lockeren Geldpolitik dürfte der stimulierende Einfluss auf risikoreichere Assets nachlassen und mit volatileren Finanzmärkten auch das Thema Finanzmarktstabilität wieder größere Aufmerksamkeit finden.

Rohstoffe: Öl-Knappheit eingepreist, dunkle Zinswolken vs. Inflationsrisiko bei Gold

- ▶ Auf Jahressicht weiterhin Ölpreis-Rückgang erwartet

Der Ölpreis dürfte kurzfristig hoch und volatil bleiben, seine zuletzt verhaltene Entwicklung deutet jedoch darauf hin, dass Knappheitsfaktoren wie niedrige Lagerbestände und die Substitution von Gas (und Kohle) durch Öl vor allem in der Stromerzeugung inzwischen eingepreist sind. Außerdem existieren auch preisdämpfende Einflüsse wie Hoffnungen auf eine teilweise Freigabe der strategischen US-Ölreserven (und auf ein neues Iran-Atomabkommen, obschon dies ausgesprochen unsicher ist). Mittelfristig lassen die monatliche Erhöhung der „OPEC+“-Ölförderung um 0,4 Mio. Fass/Tag, die stetige Zunahme der unkonventionellen US-Produktion sowie der zu erwartende Aufbau der Lagerbestände, vor allem im zweiten und dritten Quartal 2022, eine Entspannung der Versorgungslage erwarten. Daher rechnen wir mit einem deutlichen Rückgang des Ölpreises auf Jahressicht, bis auf 70 Dollar je Fass Brent.

- ▶ Aufwärtsrisiken für Goldprognose nehmen zu

Zurückhaltende Notenbanken und immer größere Inflationssorgen ließen Gold bei wieder negativeren Realzinsen zuletzt zulegen. Auf der Basis unseres Zinsbildes ist mittelfristig aber weiter mit Gegenwind für das gelbe Metall zu rechnen. Zugleich haben die Aufwärtsrisiken für unsere Prognose eines leicht fallenden Goldpreises zugenommen. Dazu zählen insbesondere eine aus dem Ruder laufende Inflation in den USA und Europa.

USA: Inflationssorgen

- ▶ Kräftiges Wachstum, aber erneut hohe Inflation in 2022

Die wirtschaftliche Dynamik in den USA befindet sich nach einem schwachen dritten Quartal wieder im Aufschwung. Auch wenn die Pandemie noch nicht unter Kontrolle ist, sorgt der Rückzug der Herbst-Infektionswelle insbesondere im Dienstleistungssektor für neue Hochkonjunktur und die rekordhohen Rücklagen privater Haushalte dürften auch 2022 für ein spürbares Wachstum der realen Wirtschaftsleistung von 4% sorgen. Aufgrund des geringeren Fiskalimpulses wird das BIP-Wachstum aber nicht mehr so hoch sein wie 2021. Die Engpässe bei den Lieferketten werden auch in der ersten Jahreshälfte 2022 zu erhöhtem Preisdruck führen, bevor die Preisdynamik allmählich nachlässt. Im Jahresdurchschnitt 2022 rechnen wir das zweite Jahr in Folge mit einer Inflationsrate von über 4%.

- ▶ Zinsanhebung zum Jahresende 2022

Die Kombination aus Inflationsdruck und zügigen Fortschritten am Arbeitsmarkt dürfte die Fed bereits Ende 2022 zur ersten Zinserhöhung vom Nullpunkt aus bewegen, nachdem die Anleihekäufe zur Jahresmitte beendet werden. In den kommenden Monaten wird angesichts der zahlreichen offenen Stellen am Arbeitsmarkt insbesondere die Lohnentwicklung und deren Teuerungseffekte zunehmend in den Vordergrund rücken.

Euro-Raum: Geldpolitische Weichenstellung für 2022

- ▶ Geringerer Pandemieeffekt in Südeuropa

Trotz des dramatischen Ausbruchs der vierten Corona-Welle in einigen Mitgliedsländern dürften sich die konjunkturellen Auswirkungen dieser Welle im Euro-Raum in Grenzen halten. Unsere Wachstumsprognose für 2021 bleibt unverändert, für 2022 sinkt sie von 4,4 auf 4,2%. Das liegt vor allem am starken dritten Quartal, allerdings auch an den in Frankreich, Italien und Spanien bislang weniger dramatischen Infektionswellen.

- ▶ EZB: 2022 deutlich weniger Anleihekäufe

Die EZB wird noch im Dezember – unter dem Eindruck rekordhoher Inflationsraten – die geldpolitischen Weichen für das kommende Jahr stellen und trotz derzeit hoher Inzidenzen das Ende des Pandemie-Programms PEPP im März 2022 beschließen. An seine Stelle treten wohl zeitlich befristete, zusätzliche APP-Käufe von bis zu 500 Mrd. Euro, die ein schrittweises Abschmelzen des Kaufvolumens bis Oktober ermöglichen. Die TLTROs könnten durch eine neue Serie an LTROs ersetzt werden. 2023 wird dann bei sich normalisierender Teuerung um das 2%-Ziel ein Jahr der Vorbereitung für die EZB werden. Kurz vor der ersten Leitzinsanhebung, die wir unverändert für Ende 2024 erwarten, dürften bei unveränderter Forward Guidance die Netto-Anleihekäufe im Rahmen des APP eingestellt werden. Diese Schritte könnten Ende 2023 bereits verbal vorbereitet werden.

Deutschland: Corona wird erneut zum temporären Wachstumsdämpfer

- ▶ Konjunkturellem Winterschlaf wird Frühjahrsbelebung folgen

Während in Südeuropa die Infektionszahlen – auch dank höherer Impfquote – noch verhältnismäßig niedrig sind, kommt es in den Ländern Zentral-, Nord- und Osteuropas bereits wieder zu beschränkten Lockdowns. Deutschland bildet da keine Ausnahme. Das schlägt auf unsere Wachstumsprognose durch. Während das dritte Quartal dank einer dynamischen Erholung des Privatverbrauchs noch recht positiv verlaufen ist und sogar leicht über den Erwartungen lag, ist für das Winterhalbjahr unter den veränderten Corona-Bedingungen nun Stagnation beim realen BIP zu erwarten. Im Fall eines längeren, allgemeinen, harter Lockdowns müsste mit einer neuerlichen Rezession gerechnet werden. Davor dürfte eine Ampel-Koalition aber zurückschrecken. Dennoch bedeutet das eine spürbare Absenkung unserer Wachstumsprognose für 2022 von 4,4 auf 3,6%. Auch die Lieferprobleme in Industrie und Handel dürften bis Mitte 2022 bestehen. Daher verlagert sich die Abarbeitung des hohen Auftragsbestandes erneut nach hinten. Insgesamt setzt sich 2022 die überdurchschnittliche Wachstumsdynamik fort und dürfte sich auch auf 2023 ausdehnen.

Devisenmärkte: Zinsphantasie treibt USD-Stärke

- ▶ Weiterhin Abwertung erwartet, allerdings auf stärkerem Dollar-Niveau

Der Dollar wird aktuell dadurch gestärkt, dass die US-Konjunktur bei einer rückläufigen Sparquote positiv überrascht und höher als erwartete Inflationsraten die Markterwartungen an baldige und schnelle Fed-Zinserhöhungen anheizen. Vor diesem Hintergrund und weil wir nun bereits Ende 2022 von einem ersten Zinsschritt der Fed ausgehen, ändern wir das Niveau unserer Euro-Dollar-Prognosen über den gesamten Prognosezeitraum hinweg um 2 Cent zugunsten der US-Währung. Im Verlauf von 2022 rechnen wir aber nach wie vor damit, dass der konjunkturelle Rückenwind durch die sinkende US-Sparquote nachlässt, der Inflationsdruck abnimmt und der Dollar mit wieder geringeren Zinserhöhungserwartungen an die Fed deutlich abwertet. Auch bedingt durch die derzeit hohe Bewertung des Dollar (gemessen z.B. an der Kaufkraftparität lt. OECD von rund 1,40 Dollar je Euro) gehen wir von einer sukzessiven Abwertung bis auf 1,23 Dollar je Euro in einem Jahr aus.

Rentenmärkte: Negative Renditeerwartungen

- ▶ **Bund-Rendite**
dürfte 2022 über 0% klettern

Im Jahr 2022 dürfte sich das fundamentale Aufwärtspotenzial der Treasury-Renditen mit dem Umsetzen des Taperings und dem Näherrücken der ersten Leitzinsanhebung der Fed etwas stärker entfalten. Dabei dürfte der Renditeanstieg im Gegensatz zum zweiten Halbjahr 2021 weniger durch zunehmende Inflationserwartungen als durch höhere Realrenditen getrieben sein. Die 10-jährigen Bund-Renditen dürften dieser Richtung folgen und bis Jahresende 2022 auf 0,15% steigen. Die Zinskurve (2J/10J) wird sich dabei versteilen, weil die EZB ihre Zinspolitik unverändert lässt. Der Gesamtertrag von Bunds und Treasuries wird 2022 wie schon im laufenden Jahr negativ sein.
- ▶ **Covered Bonds:**
Steigende Emissionen finden weiter Nachfrage

Wir erwarten mit ca. 110 Mrd. Euro für 2022 ein etwas höheres Neuemissionsvolumen als dieses Jahr. Der Markt wird aufgrund außerordentlich hoher Fälligkeiten (137 Mrd. Euro) jedoch weiter schrumpfen. Spreads sollten dabei stabil bleiben, da ein höheres Renditeumfeld die Attraktivität von Covered Bonds bei Investoren erhöht, und die EZB als größter Investor steigenden Wiederanlagebedarf hat. Nichtsdestotrotz steigt das Risiko für Volatilitäten, und Covered Bonds sind aufgrund ihrer teils hohen Duration besonders anfällig.
- ▶ **Corporates:** Weitere Spreads und nachhaltig höhere Neuemissionen

Leichte Spread-Ausweitungen (nachlassende EZB-Käufe im Laufe des Jahres sowie Phasen unsicherer Märkte) gepaart mit Zinsanstiegen sollten dem Non-Financials-Segment 2022 das zweite Jahr in Folge einen negativen Total Return bescheren. Am Primärmarkt erwarten wir mit 400 Mrd. Euro ein ähnliches Bruttovolumen wie 2021 bei einer Normalisierung der Verteilung zwischen IG und HY.
- ▶ **Banken werden**
mehr Seniors emittieren

Wenngleich Banken mit einem Zinsanstieg und höherer Inflation besser umgehen können als Non-Financials, sehen wir den Spread-Gleichlauf weitgehend intakt. Dieser wird bei Seniors von einem höheren Emissionsvolumen flankiert, das sich bei Preferred aus der teilweisen Substitution von TLTRO-Mitteln und bei Non-Preferred aus dem weiteren Aufbau gemäß regulatorischer Anforderungen ergibt. Der milde Umsetzungsvorschlag von Basel IV wird dazu beitragen, dass substantielle Kapitalpuffer tendenziell reduziert werden.

Aktienmärkte: Keine Trendwende – aber niedrigere und volatilere Renditen

- ▶ **Fundamentale und monetäre Rahmenbedingungen** noch positiv

Auch wenn sich die unterstützenden Faktoren abschwächen und substanzielle Risiken bestehen, sprechen die Rahmenbedingungen auch 2022 für Aktien. Erstens setzt sich die konjunkturelle Erholung fort und die Unternehmensgewinne legen weiter zu, wenn auch mit deutlich geringerer Dynamik (Konsens-Prognosen für Gewinnwachstum 2022 des STOXX Europe 600 bzw. S&P 500 jeweils +8%). Zweitens straffen die Notenbanken die Geldpolitik wohl nur moderat. Trotz Tapering und einer ersten Zinsanhebung der Fed Ende 2022 bleibt das monetäre Umfeld für Aktien noch günstig. Historisch bedarf es für einen oberen Wendepunkt am Aktienmarkt eine deutlich fortgeschrittenere geldpolitische Straffung. Drittens unterstützt die reale Negativverzinsung von Anleihen weiterhin Kapitalflüsse in Aktien.

Der von uns erwartete DAX-Anstieg auf 17.500 Punkte bis Jahresende 2022 dürfte allerdings von volatilen Phasen mit temporären Kurskorrekturen begleitet sein. Vor allem die Furcht vor einer persistent höheren Inflation und einer dadurch stärkeren Reaktion der Notenbanken sowie ein damit verbundenes Stagflationsszenario kann Aktien belasten. Wir halten dies aber nur für ein Risikoszenario.

Asset-Allokation: Die finanzielle Repression meiden

	Allokationsempfehlung 6-12 M. ^{*)}					Total Return ¹⁾ (%)		
	--	-	neutral	+	++	YTD	-3M	-12M
Aktien						28,2	8,9	31,8
USA						37,4	9,9	40,8
Euro-Raum						25,2	5,1	28,3
Japan						7,8	10,3	13,1
Emerging Markets						8,6	7,9	12,6
Renten						1,7	0,2	0,1
Staatsanleihen						2,4	0,7	0,2
USA						5,5	2,1	1,8
Euro-Raum Core/Semi-Core						-2,4	-1,3	-2,6
Euro-Raum Non-Core						-1,6	-1,5	-1,2
Covered Bonds						-1,4	-1,1	-1,5
Unternehmensanleihen						0,1	-1,1	0,5
Investment Grade						-0,5	-1,2	-0,3
High Yield						3,4	-0,3	5,1
Rohstoffe						40,5	16,4	48,1
Öl		←				72,0	28,3	94,9
Gold						3,5	5,3	1,7
Industrie-Metalle						37,3	12,8	36,2
Cash		→				-0,5	-0,1	-0,5

*) Allokationsempfehlungen und Total>Returns auf Euro-Basis Stand: 22.11.2021

Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

BayernLB-Prognosen für das Jahresende 2022

	23.11. 2021	JE 2022
Aktien		
DAX	15.937	17.500
EUROSTOXX 50	4284	4680
S&P 500	4691	4950
Renten		
10J. Bunds ¹	-0,22	0,15
10J. Treasuries ¹	1,67	2,15
iBoxx € Non-Fin.	59	70
Devisen		
EUR/USD	1,12	1,23
Rohstoffe		
Öl (Brent in USD)	82	70
Gold (in USD)	1789	1650

¹ in Prozent p.a.

Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Bei der Asset-Allokation halten wir mit Blick auf 2022 (Horizont sechs bis zwölf Monate) an der Übergewichtung der substanzwertorientierten Asset-Klassen Aktien und Industriemetalle fest. Nach den hohen Zuwächsen 2021 dürften 2022 zwar geringere und volatilere, aber per Saldo weiter positive Gesamterträge generiert werden. Sie bieten eine Möglichkeit, der finanziellen Repression zu begegnen, die sich durch die deutlich höhere Inflation bei anhaltendem Niedrigzinsumfeld nochmals verschärft hat. Aus Sicht eines Euro-Anlegers dürfte der Ertrag von US-Aktien auf Sicht von zwölf Monaten allerdings durch Währungsverluste (schwächerer Dollar) geschmälert werden, zudem dürften Zinsanstiege die lange Zeit outperformenden Wachstumsaktien bremsen. Emerging Markets-Aktien bleiben trotz günstiger Bewertung vorerst noch von China-Risiken belastet. Wir gehen daher im Aktienbereich mit den Favoriten Europa und Japan ins neue Jahr, die zudem stärker von der Wiederbelebung des Value-Segments profitieren.

Renten weisen seit Anfang 2021 aus Sicht eines Euro-Anlegers nur durch Währungsgewinne bei US-Treasuries (Dollar-Aufwertung) einen knapp positiven Gesamtertrag auf. Für 2022 erwarten wir einen negativen Gesamtertrag bei Staatsanleihen nicht nur durch Währungsverluste bei Treasuries, sondern auch durch Kursverluste aufgrund der erwarteten Zinsanstiege. Bei Euro Non-Core-Staatsanleihen und High Yield-Unternehmensanleihen werden diese zum einen durch einen höheren Carry gedämpft. Zum anderen sollten Euro Non-Core-Staatsanleihen von einer moderaten Spread-Einengung im Zuge weiterer Vergemeinschaftungstendenzen im Euro-Raum profitieren. Beide Segmente präferieren wir daher innerhalb des Rentenbereichs (im Gesamtportfolio neutral). Im Rohstoffbereich erwarten wir 2022 eine anhaltend positive Tendenz bei Industriemetallen (weiter „Übergewichten“), während wir bei Öl mit Preiskorrekturen rechnen (nun „Deutlich Untergewichten“; siehe Kapitel „Rohstoffe – Kupfer hui, Öl pfui“). Gold dürfte von einem Anstieg der Realzinsen belastet werden und wird weiter leicht untergewichtet. Da die Ertragsaussichten der Asset-Klassen niedriger und teils klar negativ sind, stufen wir Cash auf „Neutral“ hoch.

Prognosen Gesamtwirtschaft

In Prozent

	Welt-BIP Anteil	BIP-Wachstum zum Vorjahr			Inflation zum Vorjahr			Öffentl. Haushaltssaldo gemessen am BIP			Öffentl. Schuldenstand gemessen am BIP			Leistungsbilanzsaldo gemessen am BIP		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
USA	25,5	5,7	4,0	2,7	4,5	4,2	2,4	-10,6	-4,3 (4,3)	-3,0	133	129	127	-3,0	-2,5	-2,5
Euro-Raum	15,9	4,9	4,2 (4,4)	2,2	2,5	2,3	1,8	-6,7 (-6,5)	-4,1 (-4,0)	-2,8	104	103	102	3,1	3,2	3,4
Deutschland	4,7	2,6	3,6 (4,4)	2,6	3,1	2,7	2,1	-5,0	-3,0	-2,2	68	66	65	6,7	6,8	7,0
Frankreich	3,2	6,8 (5,7)	4,4	1,8	2,0	2,1	1,7	-7,9 (-7,5)	-4,8 (-4,5)	-3,0	115	114	113	-2,4	-2,2	-1,0
Italien	2,3	6,3 (6,1)	4,7	1,7	1,7	1,9	1,5	-9,1 (-8,6)	-5,5 (-5,0)	-3,8	157	158	159	3,5	2,7	2,7
Spanien	1,6	4,6	5,8 (6,0)	3,2	2,4	2,3	1,7	-7,9	-5,5	-3,5	121	118	117	0,3	0,8	1,0
Niederlande	1,1	4,4 (4,0)	4,0	2,7	2,1	2,2	1,8	-4,0	-2,2	-1,9	53	52	53	8,4	9,0	8,7
Japan	6,2	2,1 (2,3)	2,6 (2,4)	1,3	-0,2 (0,0)	0,7	1,0	-9,0 (-8,5)	-5,0 (-4,0)	-3,0	258	255	252	3,3	2,2	2,0
Großbritannien	3,3	7,0 (6,5)	4,0	2,0	2,3	3,3 (3,1)	2,1	-12,0 (-8,0)	-5,5 (-5,0)	-4,0	109	107	109	-3,4	-3,4	-3,2
Kanada	2,0	5,3 (5,5)	4,0	2,5	3,3 (3,1)	2,7	2,0	-6,0	-2,5	-1,5	115	114	114	-3,0	-2,2	-1,0
Südkorea	2,0	3,9	2,9	2,0	2,2	1,2	0,8	-3,0	-2,7	-2,3	52	55	59	6,0	5,5	4,7
Schweiz	0,9	3,9	2,7	1,9	0,6 (0,4)	0,9 (0,6)	0,7	-2,0	-0,3 (-0,5)	-0,1	43	42	41	7,2	7,5	7,2
Übrige Fortgeschr. Länder	3,5	4,5 (4,3)	2,7 (2,6)	2,8	2,3 (1,9)	1,8	2,0	-5,5 (-5,1)	-3,3 (-3,9)	-2,0	59	60	61	4,2	2,8	2,2
Fortgeschrittene Länder	59,2	5,0	3,8	2,3	3,0	2,9	2,0	-8,6 (-8,3)	-4,2 (-0,3)	-2,8	128	125	124	0,1	0,2	0,2
China	18,1	8,0 (8,2)	5,0	5,0	1,3 (1,7)	2,3	2,5	-9,5 (-10,0)	-8,5	-7,0	70	74	76	1,6	2,0	1,5
Asien (ohne CN / JP / KO)	8,4	5,3 (5,2)	5,3 (5,4)	5,0	4,1 (4,2)	4,6	5,0	- (0,0)	- (0,0)	- (0,0)	-	-	-	-	-	-
Indien	3,2	7,8	6,5	5,7	5,6 (5,8)	6,0	5,5	-11,5	-10,0	-9,0	91	89	88	-0,7	-1,0	-1,3
Indonesien	1,3	3,0 (2,4)	5,2 (5,5)	5,5	1,7	3,3	4,2	-6,3	-5,0 (-4,8)	-3,0	42	43	43	-0,3	-1,0	-1,5
Lateinamerika	4,6	6,4 (6,1)	2,2 (2,4)	2,2	7,6	6,3 (6,0)	3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brasilien	1,8	5,0	1,2 (1,5)	2,0	8,1 (8,0)	6,9 (6,2)	3,7	-6,2 (-6,5)	-7,4 (-7,5)	-6,4	91	91	91	-0,5	-1,7	-2,4
Mexiko	1,3	5,8 (5,5)	3,0	2,3	5,6 (5,3)	4,3 (4,0)	3,5	-3,5	-2,5	-2,5	65	67	68	1,2	0,2	-0,4
Russland	1,8	4,5	3,3	2,8	6,5	4,8	4,5	0,0	0,3	0,5	18	17	17	2,9	3,0	2,5
Mittel- und Osteuropa	3,1	5,7	4,5 (4,7)	4,0	8,7	7,9 (7,2)	4,9	- (0,0)	- (0,0)	- (0,0)	-	-	-	-	-	-
Türkei	0,9	8,5 (8,0)	4,5	4,0	18,5	16,0 (15,0)	11,0	-5,2 (-5,5)	-5,5	-6,0	38	38	39	-2,7	-4,5	-5,0
Polen	0,7	4,9 (5,1)	5,2 (5,5)	4,6	4,9 (4,2)	5,2 (3,6)	3,1	-3,3 (-4,1)	-1,8 (-2,0)	-2,1	55	51	50	2,6	2,6	2,9
Naher u. Mittlerer Osten	3,5	2,7 (2,9)	3,5 (4,1)	2,9	11,7	8,5	7,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Subsahara-Afrika	1,3	3,7	3,2 (3,4)	2,9	10,7	8,6	7,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Südafrika	0,4	5,0	2,2	1,5	4,5	4,5	4,5	-8,5	-7,0	-6,4	69	73	75	3,0	-1,0	-1,4
Schwedenländer	40,8	6,3 (6,4)	4,4 (4,6)	4,3	4,6 (4,7)	4,5 (4,4)	3,9	-6,6	-5,7	-5,1	63	65	66	0,8	0,6	0,4
Weit	100,0	5,5 (5,6)	4,0 (4,1)	3,1	3,7	3,6 (3,5)	2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Quellen: Eurostat, IWF, BayernLB "-" nicht verfügbar ()alte Prognosen

Prognosen Zins- und Rentenmärkte

Zinsen und Renditen in Prozent, Spreads in Basispunkten, Monatsendstände

		Stand am 23.11.2021	in 3 Monaten Feb 2022	in 6 Monaten Mai 2022	in 12 Monaten Nov 2022
Leitzinsen					
Euro-Raum*		-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
USA		0,00 - 0,25	0,00 - 0,25	0,00 - 0,25	0,25 - 0,50
Japan*		-0,10 - 0,10	-0,10 - 0,10	-0,10 - 0,10	-0,10 - 0,10
Großbritannien		0,10	0,50	0,50	0,75
Schweiz*		-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Zins-/Renditekurven					
Deutschland / Euro-Raum	3MEURIBOR	-0,57	-0,55	-0,55	-0,50
	2 Jahre	-0,73	-0,65	-0,65	-0,60
	5 Jahre	-0,55	-0,45	-0,40	-0,30
	10 Jahre	-0,22	-0,10	0,05	0,15
EUR Swap-Satz	30 Jahre	0,11	0,30	0,50	0,55
	10 Jahre	0,22	0,30	0,40	0,50
	USA	3M USD-LIBOR	0,17	0,15	0,20
USA	2 Jahre	0,61	0,45	0,60	0,75
	5 Jahre	1,34	1,25	1,35	1,45
	10 Jahre	1,67	1,75	1,95	2,15
Japan	30 Jahre	2,02	2,20	2,45	2,55
	3M JPY-LIBOR	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Großbritannien	10 Jahre	0,08	0,10	0,10	0,10
	3M SONIA OIS	0,11	0,50	0,50	0,75
	10 Jahre	1,00	1,25	1,35	1,45
Staatsanleihe-Spreads					
Deutsche Bundesanleihen	10 Jahre - 2 Jahre	51	55	70	75
US-Treasuries	10 Jahre - 2 Jahre	105	130	135	140
Treasuries vs. Bunds	2 Jahre	134	110	125	135
	10 Jahre	189	185	190	200
Corporate Credit Spreads					
iBoxx € Non-Financials	Ø 6,3 Jahre	59	60	65	70
iBoxx EUR Banks Sen. Preferred	Ø 3,6 Jahre	34	35	40	45
iBoxx EUR Banks Sen. Bail-in	Ø 4,8 Jahre	60	60	65	70
iTraxx Europe	5 Jahre	51	50	55	55
Covered Bonds					
iBoxx € Covered (Spread)	Ø 5,3 Jahre	3	5	6	7
Deutsche Pfandbriefe (Rendite)	2 Jahre	-0,48	-0,40	-0,40	-0,35
	5 Jahre	-0,27	-0,13	-0,08	0,02
	10 Jahre	0,10	0,24	0,39	0,49

Quellen: Bloomberg, Refinitiv, BayernLB Research

* Einlagesatz

Prognosen Aktien, Devisen und Rohstoffe

	Stand am 23.11.2021	in 3 Monaten Feb 2022	in 6 Monaten Mai 2022	in 12 Monaten Nov 2022	
Aktienindizes¹⁾					
DAX	15.937	16.500	16.900	17.400	
EURO STOXX 50	4.284	4.480	4.540	4.670	
S&P 500	4.691	4.750	4.810	4.940	
Nikkei 225	29.303	30.200	30.800	31.800	
Devisen					
Dollar	USD pro EUR	1,12	1,16	1,19	1,23
Japanischer Yen	JPY pro EUR	130	131	132	134
	JPY pro USD	115	113	111	109
Britisches Pfund	GBP pro EUR	0,84	0,84	0,83	0,86
	USD pro GBP	1,34	1,38	1,43	1,43
Schweizer Franken	CHF pro EUR	1,05	1,07	1,10	1,12
	CHF pro USD	0,93	0,92	0,92	0,91
Rohstoffe					
Rohöl-Brent (Dollar je Fass)	82	80	75	70	
Gold (Dollar je Feinunze)	1.789	1.750	1.700	1.650	

Quellen: Bloomberg, Refinitiv, BayernLB Research 1) Monatsendstände

Ausblick 2022: Aufschwung mit Hindernissen

- ▶ Aufschwung setzt sich fort und ebnet den Weg für ein Ende der ultra-lockeren Geldpolitik

Auch das Jahr 2022 wird konjunkturell stark von der Corona-Pandemie geprägt werden. Dank der Fortschritte bei den Impfungen, die in einigen Ländern nur durch die Einführung einer Impfpflicht erreicht werden dürften, sollten im Sommer jedoch die unmittelbaren Konjunkturauswirkungen der Pandemie an Bedeutung verlieren. Im Jahresverlauf dürften auch die mittelbaren Auswirkungen der Pandemie, gestörte Lieferketten auf der Angebotsseite sowie aufgestauter Konsum und Investitionen auf der Nachfrageseite, an Einfluss auf die Konjunktur verlieren und zu einer geringeren Inflationsdynamik beitragen. Der von einigen Zentralbanken bereits Ende 2021 eingeschlagene Weg der Rückführung von ultra-lockeren geldpolitischen Maßnahmen dürfte 2022 fortgesetzt werden, wenngleich in einem gemächlichen Tempo. Auch die EZB dürfte sich dem Tross anschließen. Die Frankfurter werden im Gegensatz zu den Kollegen in Washington jedoch 2022 noch nicht an der Zinsschraube drehen.

Globales Wirtschaftswachstum verliert an Dynamik

- ▶ Chinesisches Wachstum schwächelt

Der Rückprall der Konjunktur nach der Corona-Rezession in Kombination mit substanziellen Basiseffekten haben 2021 zum höchsten BIP-Zuwachs der Weltwirtschaft seit 1973 geführt. Maßgeblich getrieben von der schnellen Erholung in China ist die Dynamik in den Schwellenländern dabei im Durchschnitt noch stärker ausgefallen als in den fortgeschrittenen Ländern. Dank zunehmender Impfungen dürfte sich der Aufschwung in vielen Schwellenländern im kommenden Jahr mit hohem Tempo fortsetzen. In China erwarten wir hingegen eine Fortsetzung des zuletzt weniger dynamischen Wachstumstempos. Hier wirken sich die Finanzierungsprobleme großer Immobilienentwickler bremsend auf die Bautätigkeit aus und die Eingriffe des Staates in viele Wirtschaftsbereiche belasten.

- ▶ Euro-Raum profitiert von Nachholeffekten

Bei den fortgeschrittenen Ländern dürfte der Euro-Raum 2022 die Führung beim BIP-Wachstum übernehmen. Dies erklärt sich zum einen mit der im Vergleich zu anderen Regionen verzögerten Aufhebung von Corona-Restriktionen und zum anderen in den später wirksam werdenden Konjunkturprogrammen. Während in den USA der Fiskalimpuls 2022 stark konjunkturbremsend wirkt, wird im Euro-Raum das Auslaufen der nationalen Programme mit dem Ausrollen des „Next Generation EU“-Programms größtenteils kompensiert.

Inflationsbuckel wird überwunden

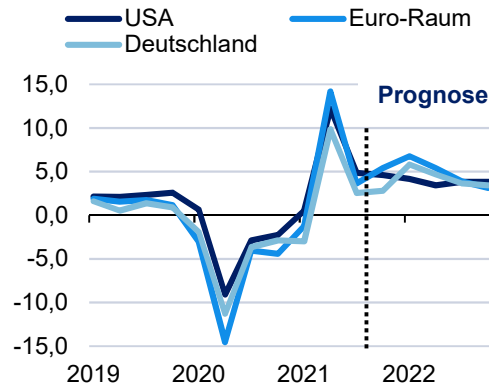
- ▶ Inflationstreiber ändern Richtung

Weltweit werden die Inflationsraten im Jahresdurchschnitt 2022 fast genauso hoch sein wie 2021. Doch der Trend sollte umgekehrt verlaufen. Im laufenden Jahr haben sich die Probleme in den Lieferketten und der aufgestaute Konsum zu lange nicht gesehenen Höchstständen in den Teuerungsraten hochgeschaukelt. Im kommenden Jahr wird hingegen der Konsumstau zunehmend befriedigt und die teils hartnäckigen Lieferengpässe sollten überwunden werden. Dies spricht für einen Rückgang der Inflationsraten im Jahresverlauf.

- ▶ Inflationsrisiko bleibt nach oben gerichtet

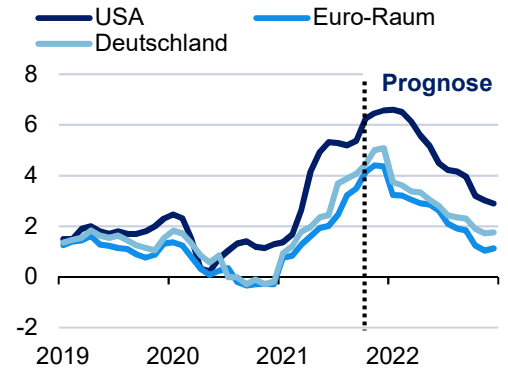
Ein Absinken der Inflationsraten auf die Niveaus vor der Pandemie ist jedoch nicht zu erwarten. Dagegen sprechen die höheren Kosten, die die Unternehmen aufgrund der Steigerung der Resilienz ihrer Wertschöpfungsketten tragen müssen und an die Kunden überwälzen möchten. Zudem steigen vielerorts die Abgaben auf klimaschädliche Emissionen und in einigen Ländern, z.B. USA, ist eine sehr dynamische Lohnentwicklung zu verzeichnen. Unterstützt durch die üppige Liquiditätsversorgung könnte dies im ungünstigen Fall zu anhaltend hoher Inflation führen.

Wachstumsdynamik lässt nach
BIP-Wachstum, real ggü. Vj. in %



Quellen: Refinitiv, BayernLB Research

Inflationsanstieg bis Q1 2022
Verbraucherpreise, ggü. Vj. in %



Quellen: Refinitiv, BayernLB Research

Geopolitische Neuordnung setzt sich fort

- ▶ Gerangel um globale Vormachtstellung geht weiter

Auch wenn die Präsidenten der USA und Chinas sich im November zu vielen Themen konstruktiv ausgetauscht haben, wird sich das Gerangel um die globale Vormachtstellung 2022 fortsetzen. Neben der angespannten Situation um Taiwan dürfte die Führerschaft in wichtigen Technologiefeldern eine wichtige Rolle spielen. Auf beiden Seiten des Pazifiks wird die Suche nach Bündnispartnern weitergehen. Dies dürfte die EU und vor allem das exportabhängige Deutschland in den kommenden Jahren zunehmend in die Bredouille bringen.

- ▶ US-Midterms stehen an

Das Kräftemessen mit China könnte auch im Wahlkampf für die im November 2022 in den USA anstehenden Zwischenwahlen ("Midterms") relevant werden. Nach dem knappen Wahlsieg von Joe Bidens Demokraten vor zwei Jahren spricht die Historie für einen Verlust der knappen Kongressmehrheit der regierenden Demokraten. Sinkende Zustimmung in Umfragen und jüngste Niederlagen bei wichtigen Gouverneurswahlen bestätigen dies. Der angesichts der internen Spaltung der Demokraten (zwischen progressiven Liberalen und fiskalkonservativen Moderaten) begrenzte Spielraum Bidens dürfte daher noch enger werden. Das billionenschwere Maßnahmenpaket für grüne Investitionen und Soziales könnte zwar noch 2021 verabschiedet werden. Allerdings wurde das wirtschaftspolitische Flaggschiff Bidens schon mehrmals verzögert und auf die Hälfte des ursprünglichen Volumens reduziert. Ein Mehrheitsverlust – womöglich in beiden Kammern – dürfte daher kurzfristig nur begrenzte wirtschaftliche Auswirkungen haben. Ein Erfolg der Republikaner dürfte Ex-Präsident Donald Trump, der nach wie vor das Machtzentrum der Partei außerhalb von Washington bildet, jedoch als Motivation für eine Kandidatur für 2024 nutzen. Dies könnte Sorgen über eine Rückkehr zu einer erratischen Außen- und Wirtschaftspolitik beflügeln.

Deutschland hinkt weiter hinterher

- ▶ Hemmnisse: Corona und Kapazitätsengpässe

Im laufenden Jahr fiel die wirtschaftliche Erholung Deutschlands aufgrund des geringeren Anteils personennaher Dienstleistungen wie erwartet weniger dynamisch aus als im Rest des Euro-Raums. Aufgrund der stärkeren Betroffenheit durch die gestörten globalen Lieferketten sowie der selbstverschuldeten Impf-Defizite wird Deutschland nun auch 2022 hinterherhinken. Die zu erwartenden Initiativen der neuen Ampel-Regierung zur Steigerung der Investitionen in Dekarbonisierung und Digitalisierung dürften aufgrund von Kapazitätsengpässen (Bausektor und Facharbeiter) zunächst nur teilweise realisiert werden können und erst in den Folgejahren ihre Wirkung entfalten. Wie viele andere Länder dürfte daher auch

Deutschland 2022 nicht die notwendigen Beiträge liefern, um die angestrebte CO₂-Reduktion bis 2030 zu erreichen.

► Überdurchschnittliche Inflation

Trotz des Auslaufens des preistreibenden Effektes der Mehrwertsteuererhöhung prognostizieren wir auch für Deutschland mit 2,7% eine höhere Inflationsrate als im Euro-Raum (2,3%). Dies ist zum einen auf den engeren Arbeitsmarkt und den noch nicht abgebauten Konsum- und Investitionsstau zurückzuführen. Zum anderen erwarten wir preistreibende Effekte der neuen Regierungspolitik durch stark steigende Abgaben auf CO₂-Emissionen und eine sprunghafte Anhebung des Mindestlohns.

Ende der ultra-lockeren Geldpolitik

► Liquiditätsmaßnahmen werden zurückgeführt

Die von einigen Zentralbanken bereits im Herbst 2021 eingeleitete Rückführung der ultra-lockeren geldpolitischen Maßnahmen dürfte sich 2022 fortsetzen. In der ersten Jahreshälfte wird der Fokus der Zentralbanken (Ausnahme BoE) auf den Liquiditätsmaßnahmen liegen. Auch die Fed dürfte die historisch niedrigen Leitzinsen erst nach vollständiger Rückführung der Netto-Käufe anheben.

► EZB bleibt zögerlich

Die EZB wird beim Abbau der ultra-lockeren Instrumente zögerlich vorgehen und als Begründung – gestützt auf die neue Strategie – die noch wenig fortgeschrittene Konjunktur und die mittelfristig niedrigen Inflationsaussichten anführen. Dennoch dürfte die EZB im Dezember die Entscheidung treffen, die PEPP-Käufe Ende März zu beenden und das APP, abgedeckt durch eine 500 Mrd. Euro große Überbrückungsfazilität, bis Oktober 2022 auf die „normalen“ Käufe von netto immerhin 20 Mrd. Euro pro Monat zurückzufahren. Bei den Offenmarktgeschäften dürften die mit Zinsgutschriften versehenen TLTROs, die zuletzt nur noch auf wenig Nachfrage der Banken gestoßen sind, nicht mehr verlängert werden. Um eine langfristige Finanzierung der Banken sicherzustellen, erwarten wir jedoch die Neuauflage eines (nicht-subventionierten) LTRO-Programmes. Die Hoffnungen vieler Banker auf eine Anhebung des Tiering-Multiplikators, der eine Freistellung der Einlagen vom negativen Einlagezins ermöglicht, werden sich so schnell nicht erfüllen. Sollte es jedoch, wie von uns erwartet, zu einer substanziellen vorzeitigen Rückzahlung der TLTROs kommen, ist eine Anhebung des Tiering-Faktors von sechs auf zehn im vierten Quartal 2022 möglich.

Immobilien und risikoreichere Assets werden gestützt

► Das Thema Nachhaltigkeit gewinnt an Bedeutung

Der anhaltende, wenn auch nicht geradlinige Konjunkturaufschwung in Kombination mit der graduellen Rückführung der ultra-lockeren geldpolitischen Maßnahmen sollten zu einem weiteren Anstieg der Staatsanleiherenditen und somit Verlusten am Rentenmarkt führen. Die längerfristigen Realzinsen dürften aber sowohl in den USA als auch im Euro-Raum negativ bleiben und risikoreichere Asset-Klassen stützen. Auch Immobilien sollten davon profitieren, wir erwarten 2022 weitere Preissteigerungen. Während sich bei den Gewerbeimmobilien die Korrektur nach der Corona-Delle fortsetzen sollte, dürfte die Dynamik bei den teilweise sehr hoch bewerteten Wohnimmobilien abnehmen. Wie auch in anderen Asset-Klassen sollte bei Immobilien das Thema Nachhaltigkeit eine immer wichtigere Rolle bei der Preisfindung spielen.

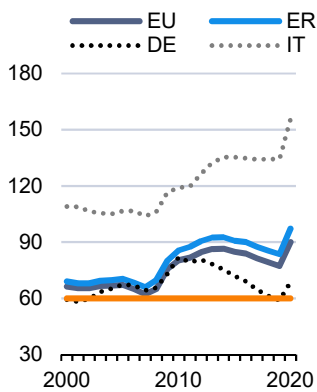
juergen.michels@bayernlb.de

EU: Mehr Vergemeinschaftung, mehr Dissens

► EU-Programme erreichen neue Dimensionen

In Brüssel steht ein interessantes Jahr vor der Tür. Das EU-Wiederaufbauprogramm („NextGenEU“), das bereits im August 2021 erste Auszahlungen in Milliardenhöhe tätigen konnte, dürfte 2022 volle Fahrt aufnehmen und messbar zum Wachstum beitragen – insbesondere in Süd- und Osteuropa. Im Zentrum des Programms steht die Aufbau- und Resilienzfähigkeit, die Darlehen im Volumen von 385,8 Mrd. Euro und Zuschüsse von 338 Mrd. Euro für die Mitgliedsstaaten bereithält. In der Summe entspricht das zusammen mit dem Mittelfristhaushalt 2021/27 von 1,2 Bio. Euro jährlich etwa 2,5% des EU-BIP (Referenzjahr: 2020) – ein kräftiger Anstieg gegenüber den aus der Vergangenheit bekannten EU-Budgets, deren Volumen sich bei etwa 1% der Wirtschaftsleistung bewegt hatten. Die dringend nötigen Investitionen in Digitalisierung und Dekarbonisierung werden bei den EU-Mitteln mit mindestens 20% der Ausgaben eine dominante Rolle einnehmen. Dennoch müssen die Nationalstaaten jenseits der EU-Programme ein deutliches Plus an Investitionen stemmen, um den Herausforderungen der unmittelbaren Zukunft gewachsen zu sein. Und das zu einer Zeit, in der die Nachwehen der Corona-Krise die Wirtschaft belasten, die demografischen Probleme zunehmen und neben den EU-Haushaltsregeln, die nur bis 2022 ausgesetzt bleiben, meist auch Schuldenbremsen von Verfassungsrang die Handlungsfähigkeit limitieren.

EU-Schuldenstandskriterium außer Reichweite
Staatsverschuldung in % des BIP



Quellen: Refinitiv, BayernLB Research

Die Aussicht auf einen fiskalischen Flaschenhals in den kommenden Jahren hat die EU-Kommission dazu veranlasst, Mitte Oktober – wohlweislich nach der deutschen Bundestagswahl – zu einer Debatte über die Zukunft der EU-Haushaltsregeln einzuladen. Als Erstes mit einem Vorschlag aus der Deckung wagten sich die Ökonomen des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), die eine Vereinfachung des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes enthält. Vor allem aber soll die Verschuldungsobergrenze, die derzeit bereits äußerst flexibel ausgelegt wird, von 60 auf 100% des BIP angehoben, dann aber bindender werden. Damit soll ein Regelwerk geschaffen werden, das angesichts der Ausgangssituation auch realistisch eingehalten werden könnte; Ende 2020 lag die durchschnittliche Verschuldung in der EU bei 91,8%, im Euro-Raum bei 99,3% gemessen am BIP (siehe Grafik links). Länder wie Italien (155,6%) und Griechenland (206,3%) dürften jedoch auch die vorgeschlagene neue Grenze auf Jahrzehnte hinaus nicht erreichen.

Das Defizitkriterium wollen die Ökonomen des ESM unverändert bei 3% belassen. Zudem gehen sie davon aus, dass die vorgeschlagenen Änderungen ohne eine Anpassung der Verträge von Maastricht umgesetzt werden könnten. Auch wenn die Position der EU-Kommission noch unklar ist, dürfte eine Vertragsänderung mangels Erfolgsaussichten nicht in Betracht gezogen werden. Die Kommission dürfte aber die Vorschläge einiger Mitgliedsländer (u.a. Frankreich und Italien) unterstützen, die die Haushaltsregeln flexibler gestalten wollen. Neben einer dauerhaften Einrichtung von EU-Sonderhaushalten und -Programmen wie NextGenEU oder dem ESM steht wohl auch die Aufweichung des Defizit-Kriteriums zur Debatte, indem man gewisse Zukunftsinvestitionen bei der Berechnung unberücksichtigt lässt. Dieses wird von einigen kleineren Mitgliedsländern bisher strikt abgelehnt und könnte ebenfalls Verfassungsänderungen bedingen. Ob es hier zu einer Initiative kommt, hängt auch maßgeblich von der nächsten Bundesregierung ab. Die Parteien der designierten Koalition in Berlin vertreten recht unterschiedliche Vorstellungen. Während die FDP der Vergemeinschaftung und Aufweichungen des Stabilitätspaktes kritisch gegenübersteht, begleiten SPD und Grüne solche Initiativen konstruktiv. Vor diesem Hintergrund, und bei ambitionierten digital- und klimapolitischen Zielen Deutschlands, erscheint eine strikte Fortschreibung der bisher geltenden Haushaltsregeln unwahrscheinlich. Es ist mit einer stärkeren Rolle des Fiskus bei der Investitionstätigkeit und einer höheren Schuldenlast und Defizitentwicklung zu rechnen.

► Herausforderungen für den politischen Status Quo

Das Machtgefüge selbst wird in Europa 2022 einer deutlichen Transformation unterworfen sein. Nachdem Angela Merkel als stabilisierender Faktor die politische Bühne verlässt und die Ampel-Regierung gegen Jahresende die Amtsgeschäfte in Berlin übernehmen dürfte, stehen wichtige politische Weichenstellungen auf der europäischen Agenda (siehe Box nächste Seite). Emanuel Macron wird voraussichtlich alle Angriffe von rechts abwenden und in der zweiten Wahlrunde in seinem Amt als französischer Präsident bestätigt, während Frankreich gleichzeitig im ersten Halbjahr 2022 die EU-Ratspräsidentschaft übernimmt. Dagegen ist die Nachfolge des italienischen Präsidenten Mattarella noch völlig offen. Zwar wird Premier Mario Draghi, personifizierter Garant für einen reformorientierten, pro-europäischen Kurs Italiens, immer wieder für das Amt ins Spiel gebracht. Es ist aber wahrscheinlicher, dass er als Ministerpräsident wichtiger Reformmotor bleiben möchte. Außerdem zeichnet sich ein Kopf-an-Kopf-Rennen bei den Parlamentswahlen in Ungarn ab. Premier Viktor Orbáns Regierungspartei Fidesz und die vereinte Opposition liegen laut Umfragen derzeit gleichauf. Mit einer überraschenden Abwahl Orbáns könnte Polen, wo die nächsten Parlamentswahlen zwar erst Anfang 2023 anstehen, der Wahlkampf und die scharfe Konfrontation mit der EU aber schon kommendes Jahr für Schlagzeilen sorgen wird, einen wichtigen Alliierten verlieren.

► Konflikte mit UK und Polen

Obwohl die anstehenden Wahlen zunächst einmal Auswirkungen in den jeweiligen Nationalstaaten haben, ist ihr Ausgang selbstredend mit Richtungsentscheidungen für die europäische Politik verbunden. Zuvorderst beim Thema Vergemeinschaftung, bei dem die EU zwischen den sparsamen Nordländern und den Südländern, die auf eine größere gemeinsame Schuldenaufnahme und Haftung drängen, gespalten ist. Nachdem sich der neue österreichische und der zukünftige deutsche Kanzler in ihren neuen Rollen auf internationaler Ebene erst noch beweisen müssen, werden Macron und Draghi derweil der Südachse zusätzliches Gewicht verleihen. Daneben dürfte die Auseinandersetzung mit UK auch zwei Jahre nach dem Brexit für nervenaufreibende Verhandlungen sorgen. Nachdem eine Eskalation zwischen UK und Frankreich wegen der Fischereirechte kürzlich nur um Haaresbreite abgewendet werden konnte, sieht sich das Nordirland-Protokoll massiven Angriffen von britischer Seite ausgesetzt und wird neu aufgerollt werden. Ein Interessensausgleich scheint nach wie vor kaum möglich, eine Zuspitzung unabwendbar. Um weiteren Fliehkräften in der EU entgegenzuwirken, dürfte Brüssel an einer weiteren Eskalation des Konflikts mit Polen wenig Interesse haben. Diese dürfte nur der konservativen Regierung in die Hände spielen. Konsequenz bei den Strafzahlungen wird die EU aber trotzdem an den Tag legen, um Nachahmern in anderen Staaten Vorschub zu leisten. Das Risiko ungewollt negativer Konsequenzen bleibt auf beiden Seiten hoch.

► Turbulentes Jahr steht ins Haus

Fest steht, Herausforderungen gibt es zur Genüge: Die sich wieder zuspitzende Coronalage, die Flüchtlingsdramen an Europas Grenzen, der gesellschaftliche Zusammenhalt innerhalb der EU, ein schnellerer und effizienterer Klimaschutz, die Positionierung der EU gegenüber den Weltmächten USA und China oder die künftigen Beziehungen zu Russland sind nur einige der brennendsten Themen. Bei all diesen Herausforderungen braucht es ein umfassendes Konzept, wie die wirtschaftliche, strategische und politische Handlungsfähigkeit der EU abgesichert werden kann. Dabei führt die aktuelle Krise an der Grenze zu Belarus wieder einmal deutlich vor Augen, dass die Herausforderungen längst globaler Natur sind und von den Ländern nur gemeinsam abgegangen werden können. Zu befürchten ist aber, dass die EU es angesichts allzu divergenter politischer Strömungen in den Mitgliedsstaaten auf absehbare Zeit eher mit dem einem „Durchwursteln“ versucht.

alexander.kalb@bayernlb.de gebhard-armin.stadler@bayernlb.de verena.strobel@bayernlb.de

Ausblick 2022: Wichtige Ereignisse in der EU

Datum	Ereignis
1. Januar	Frankreich übernimmt im 1. Hj. 2022 Ratspräsidentschaft in der EU : <ul style="list-style-type: none"> • Motto: „Relance, Puissance, Appartenance“ (Aufschwung, Kraft, Zugehörigkeit) • Schwerpunktthemen: Europäische Souveränität („Strategische Autonomie“), Überarbeitung der EU-Haushaltsregeln, Resilienz europäischer Schlüsselindustrien, Ausgestaltung des European Green Deal.
30. Januar	Vorgezogene Parlamentswahl in Portugal : <ul style="list-style-type: none"> • Für die regierenden Sozialisten um Ministerpräsident Costa dürfte es erneut „nur“ für eine Minderheitsregierung reichen. • Durch Neuwahl unnötige Verzögerung bei Verteilung der EU-Corona-Hilfsgelder.
Januar	Wahl des neuen Präsidenten in Italien : <ul style="list-style-type: none"> • Ex-Ministerpräsident Silvio Berlusconi hat sich für das Amt ins Spiel gebracht; auch Mario Draghi wird immer wieder genannt → Wahlausgang noch völlig offen. • Der/die Präsident/in wird vom Parlament und von Vertretern der Regionen für eine Amtszeit von sieben Jahren gewählt; er/sie ernennt Ministerpräsidenten, kann das Parlament auflösen und vorgezogene Neuwahlen ansetzen; bei den häufigen Regierungswechseln kommt der/dem Präsident/in eine wichtige und stabilisierende Aufgabe zu.
10. / 24. April bzw. 12. Juni	Präsidenten- und Parlamentswahl in Frankreich : <ul style="list-style-type: none"> • Duell zwischen liberalem Amtsinhaber Macron und der Rechtspopulistin Le Pen erwartet. Auch wenn Macron in Umfragen vorn liegt und Le Pen jüngst Konkurrenz von ganz rechts außen bekommen hat (Éric Zemmour), ist der Wahlausgang völlig offen, da noch nicht alle Kandidaten feststehen. • Ein Sieg Le Pens wäre ein Rückschritt für Frankreich → Rückholung politischer Entscheidungen auf nationale Ebene, Rückbau von Reformen etc.
24. April	Parlamentswahl in Slowenien : <ul style="list-style-type: none"> • Zur Wiederwahl stellt sich die Mitte-Rechts-Koalition unter Ministerpräsident Janez Jansa • Umstrittener Premier war bereits wegen Korruption inhaftiert, neigt zu Populismus und hat sich seit Amtsantritt als sporadischer Unterstützer der EU-skeptischen Linie von Ungarns Premier Orbán erwiesen.
April oder Mai	Parlamentswahl in Ungarn : <ul style="list-style-type: none"> • Opposition will gemeinsam gegen Langzeit-Regierungschef Orbán antreten. Kritiker werfen ihm einen autoritären Führungsstil und massive Korruption vor. • In Umfragen liegen Orbans Regierungspartei Fidesz und die vereinte Opposition, die von dem parteilosen Konservativen Marki-Zay angeführt wird, Kopf an Kopf. • Mit der Abwahl Orbans würde Polen einen wichtigen Unterstützer im Justizstreit mit der EU verlieren.
1. Juli	Tschechien übernimmt im 2. Hj. 2022 die Ratspräsidentschaft in der EU : <ul style="list-style-type: none"> • Schwerpunktbildung noch unbekannt, da Regierungswechsel mit neuem Parlament und neuem Ministerpräsidenten noch nicht vollzogen.
11. September	Parlamentswahl in Schweden : <ul style="list-style-type: none"> • Phase politischer Instabilität (3 Regierungen während der laufenden Legislaturperiode) könnte auch nach der Wahl Fortsetzung finden, wenn rechtsgerichtete Schweden-Demokraten stark abschneiden / stärkste Partei werden. • Abstimmung auch über die unkonventionelle Corona-Strategie der von den Sozialdemokraten angeführten Regierung • Schwierige Regierungsbildung zu erwarten

Rohstoffe – Kupfer hui, Öl pfui

- Preisdruck durch Grundstoffe flacht ab

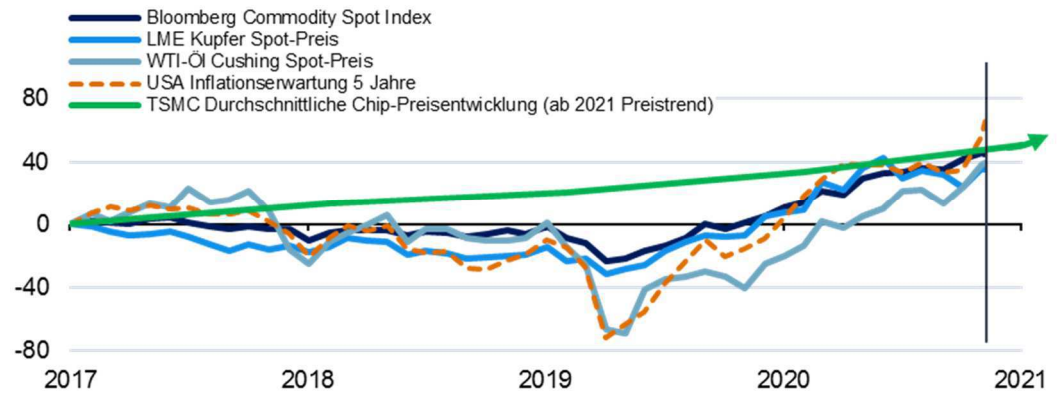
Der sprunghafte Anstieg der Preise für Rohstoffe und wichtige andere Grundstoffe war einer der maßgeblichen Treiber des aktuellen Inflationsanstiegs. Auch wenn 2022 das Augenmerk von Zentralbanken und Finanzmarktakteuren auf den Zweitrundeneffekten, vor allem auf der Lohnseite, liegen wird, bleibt die unterliegende Entwicklung der Grundstoffpreise wichtig. Im Gegensatz zu der weitgehend synchronen Aufwärtsbewegung im Jahr 2021 dürfte die Entwicklung 2022 divergenter ausfallen.

- Signale für stagnierende Energiepreise

Die Energiepreise, allen voran der Ölpreis, schlagen nicht nur unmittelbar auf die Inflationsentwicklung durch, sondern beeinflussen stark die Inflationserwartungen (auf 5-Jahres-sicht) in den USA. Die jüngsten Signale lassen darauf schließen, dass sich die Dynamik im Anstieg der Ölpreise in den nächsten Monaten zumindest abflachen sollte und es im Verlauf des Jahres 2022 zu einer Entspannung kommen dürfte. Ein Indiz dafür kann man in der Reaktion der Ölpreise nach dem OPEC-Treffen Anfang November sehen. Obwohl die OPEC lediglich die avisierte geringe Anhebung der Produktion beschloss, reagierten die Ölpreise per Saldo negativ. Niedrige Lagerbestände, Engpässe, logistische Probleme, die Substitution von Gas durch Öl, die durch Naturkatastrophen verursachten Ausfälle von Kohleminen in China und Indien und die meteorologische Prognose eines überdurchschnittlich kalten Winters in der nördlichen Hemisphäre unterstützen die Ölpreise zwar kurzfristig, scheinen jedoch überwiegend eingepreist zu sein. Zudem haben die USA im Oktober den politischen Druck auf die OPEC erhöht, die Ölproduktion auszuweiten. Wir waren davon ausgegangen, dass auch China ein politisches Interesse hat, seine sehr hohe Erzeugerpreis-inflation (26-Jahreshoch bei 13,5% im Oktober) zu dämpfen. Dann wurde bekannt, dass die USA mit anderen Staaten eine Freigabe strategischer Ölreserven beabsichtigen. China avisierte daraufhin, sich an einem gemeinsamen Verkauf von Rohöl aus den strategischen Reserven zu beteiligen. Andere Staaten wie Indien, Japan und Südkorea könnten sich der Aktion anschließen. Parallel dazu normalisiert sich auch in den Nicht-OPEC-Ländern die konventionelle Öl-Förderung im Gleichschritt mit den gestiegenen Gewinnmargen für die Öl- und Gasexploration, zumal einige Förderanlagen nach dem Preisverfall in der Corona-Krise nur reaktiviert werden müssen. Die Produktionsdisziplin innerhalb der OPEC ist aktuell ungewöhnlich hoch. Jedoch lässt auch der Disput zwischen Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten um Marktanteile vermuten, dass die hohe Produktionsdisziplin mittelfristig gefährdet bleibt.

Auch bei den Gaspreisen dürfte sich die seit Oktober erkennbare Konsolidierung nach dem Preissprung im dritten Quartal im Jahr 2022 fortsetzen. In den letzten Wochen hat die chinesische Führung nach Medienberichten die aus Umweltschutzgründen eingeführten harten Kapazitätsvorgaben für die Förderung wichtiger Rohstoffe inoffiziell ausgehebelt, um eine Strompreiskrise (ca. zwei Drittel des chinesischen Stroms werden immer noch aus Kohle generiert) und die Erzeugerpreis-inflation einzudämmen. Dies scheint in Teilen zunächst gelungen. Der Preis für Kohle in China hat sich von seinem Rekordwert im Oktober mehr als halbiert. Auch bei Agrarrohstoffen scheinen wir uns im Umfeld von Preisgipfeln zu bewegen, zumal in der Landwirtschaft die Kapazitäten in der Regel innerhalb von 12 bis 24 Monaten angepasst werden können. Insgesamt spricht also vieles für einen Rückgang der Preise für Energie und Agrarrohstoffe im kommenden Jahr.

Ausgewählte Grundstoff-Preise, Inflationserwartung USA
 Monatswerte indiziert auf 31.12.2017



Quelle: BayernLB Research, Bloomberg von 10.11.2021, Taiwan Semiconductor Manufacturing (TSMC) von 30.9.2021

► Grundstoffe für die Zukunftstechnologien bleiben gefragt

Anders sieht es bei Industriemetallen und Seltenen Erden aus, die ein verbessertes Nachfragewachstum, getrieben durch die strukturellen Trends Digitalisierung, Elektrifizierung und Klimaschutz erleben. Am Beispiel Kupfer, ohnehin schon das wichtigste Buntmetall, zeichnet sich ein mittel- bis langfristiger Nachfrageüberhang ab. Dieser wird unterstützt durch den klassischen Schweinezyklus in der Rohstoffförderindustrie. Getrieben durch den Ölpreisverfall von 2015 bis Anfang 2016 wurde in den letzten Jahren nur unterdurchschnittlich in die Abbaukapazitäten vieler wichtiger Rohstoffe investiert. Hinzu kommt, dass der Investitionstrend zu „ESG“ den Eigenkapitalzugang und die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten der CO₂-intensiven Rohstoffindustrie erschwert. Die Aussicht auf einen Nachfrageüberhang bei den Preisen von Industriemetallen und Seltenen Erden, die von den genannten Trends profitieren, dürfte lediglich eine begrenzte Korrektur eröffnen und für 2022 bereits wieder das Potenzial für steigende Kurse bieten.

Auch in die Halbleiterherstellung wurde für den beschleunigten Digitalisierungsschub durch die Corona-Krise in den letzten Jahren zu wenig investiert. Somit dürfte der Preisdruck bei Mikrochips auf absehbare Zeit anhalten. Die akuten Lieferprobleme dürften sich im Verlauf des ersten Halbjahrs 2022 zwar spürbar abschwächen, der aufwärtsgerichtete Preisdruck hält aber wohl an. So rechnet der größte Halbleiterhersteller der Welt, Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. (TSMC), für 2022 mit einem Anstieg der durchschnittlichen Verkaufspreise von über 10% und für 2023 von knapp 10%. Nach einem Plus von etwa 11% im laufenden Jahr wird von TSMC der Gipfel der Preiszuwächse nach der Corona-Krise 2022 erwartet.

dieter.muenchow@bayernlb.de

Green Finance: Neue Rekorde

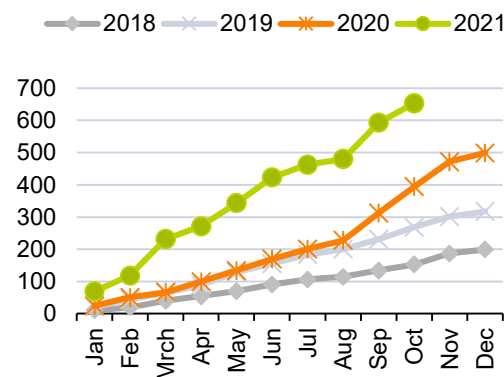
- ▶ 2021 mit Rekordvolumen am Anleihemarkt

2021 war ein Jahr der Rekorde an den Märkten für sogenannte ESG-Anleihen: bis Ende Oktober wurden ca. 650 Mrd. USD an ESG-konformen Anleihen begeben, was einem saten Zuwachs von 65% gegenüber dem Vorjahreszeitraum entspricht. Bestimmt wurde das Emissionsgeschehen vor allem von privaten Unternehmen und Banken, die getrieben von regulatorischen Vorgaben vor allem aus Europa, verstärkt in nachhaltige Projekte investierten und diese refinanzierten. Die größten Transaktionen kamen aber aus dem Segment der Staatsanleihen, da immer mehr Länder ihre Investitionskosten für die Transformation zur CO₂-Neutralität über Green Bonds finanzieren. Am spektakulärsten war dabei die erste grüne Anleihe der EU, die im Rahmen des Wiederaufbauprogramms „NextGenEU“ den größten Green Bond (12 Mrd. Euro) aller Zeiten platzierte.

- ▶ Die Nachfrage machte es möglich

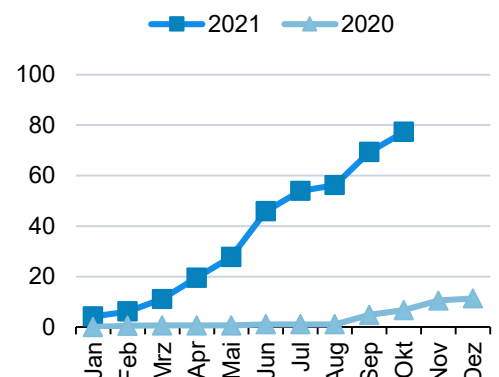
Der Angebotsflut stand eine gewaltige Nachfrage gegenüber und so bildete sich ein deutlicher Refinanzierungsvorteil (Greenium) bei Grünen- oder ESG-Assets im Vergleich zu traditionellen Anleihen heraus. Am Bondmarkt beläuft sich dieser Preisvorteil je nach Anlageklasse auf bis zu 10 Basispunkte, ist im aktuellen Zinsumfeld also deutlich spürbar. Auch die Performance „grüner“ Anleihen war meist besser.

ESG-Bonds brechen einen Rekord nach dem anderen
Kumuliertes Emissionsvolumen von ESG-Bonds (Green, Social, Sustainability) in Mrd. US-Dollar



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Sustainability-Linked-Bonds dürften weiter stark wachsen
Sustainability-Linked-Bond Neuemissionen in Mrd. US-Dollar (kumuliert)



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

- ▶ Offenlegungspflichten für Unternehmen werden strenger

Für nächstes Jahr erwarten wir weitere Rekorde am Anleihemarkt, die auf eine hohe Nachfrage treffen werden. Auch 2022 wird diese Entwicklung in Europa maßgeblich durch eine strenger werdende Regulierung bestimmt, vor allem bei den Offenlegungspflichten der Marktteilnehmer. So müssen börsennotierte Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern im Rahmen der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) ab 2022 offenlegen, welcher Anteil ihres Geschäfts den EU-Nachhaltigkeitskriterien (Taxonomie) entspricht.

- ▶ Die Green Asset Ratio stellt Banken vor Herausforderungen

Auch Banken werden über die Green Asset Ratio (GAR) berichten müssen, wie hoch der Anteil der Taxonomie-konformen Kredite an den Gesamtkrediten ist. Wir erwarten, dass Banken ab Mitte nächsten Jahres GARs als Teil ihrer Säule 3-Berichterstattung veröffentlichen müssen. Der Zeitplan ist eng, da die Banken Zeit benötigen, um Taxonomie-konforme Informationen von großen börsennotierten Unternehmen zu integrieren, die erst ab Anfang 2022 fällig sind. Nur Informationen, die von Unternehmen veröffentlicht sind, werden in den Zähler der GAR aufgenommen, wobei viele KMUs wahrscheinlich bis zur verpflichtenden Berichterstattung im Juni 2024 keine ausreichenden Angaben machen werden. Die Kennzahl wird daher zunächst niedrig ausfallen. In einem ersten Test der europäischen Bankenaufsicht EBA erreichten die Institute nur Werte zwischen 7% und 8%.

- Offenlegungspflichten werden nachhaltige Projekte fördern

Die regulatorischen Offenlegungspflichten werden dazu führen, dass Unternehmen mehr nachhaltige Vermögenswerte auf ihren Bilanzen identifizieren können, was eine Refinanzierung über nachhaltige Finanzprodukte erleichtert. Um ihre GAR schnell zu erhöhen, erwarten wir, dass Banken Nachhaltigkeit bei der Kreditvergabe mit günstigeren Konditionen goutieren, was diese Projekte erleichtert. Dies könnte letztlich auch KMUs dazu animieren, ihre Berichterstattung schon früher als gesetzlich gefordert anzupassen.

Anwendung der Taxonomie und weiterer Offenlegungspflichten stellen die reg. Highlights für 2022 dar



Quelle: EU-Kommission, BayernLB Research
 SFDR = Sustainable Finance Disclosure Regulation, CSRD = Corporate Sustainability Reporting Directive

- Auch die Vermögensverwalter bekommen neue Berichtsanforderungen

Darüber, dass das ganze Angebot keine Abnehmer finden wird, wird man sich keine Gedanken machen müssen. Sind doch Vermögensverwalter ganz wild auf nachhaltige Finanztitel. Grund dafür ist unter anderem, dass seit dem 10. März 2021 Vermögensverwalter im Rahmen der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) dazu verpflichtet sind, ihre Fonds als Artikel 6-Fonds (kein spezifisches ESG-Anlageziel), Artikel 8-Fonds ("hellgrün") oder Artikel 9-Fonds ("dunkelgrün") zu klassifizieren (Level 1-Offenlegung). Ab dem 1. Juli 2022 müssen dann zusätzliche Berichtspflichten erfüllt werden, die sog. Regulatory Technical Standards (RTS) (Level 2-Offenlegung). Diese beinhalten unter anderem Bezüge zur EU-Taxonomie. Seit der Einführung der SFDR im März wird eine zunehmende Anzahl von neu aufgelegten Fonds als Artikel 8 oder 9 eingestuft. Nach Angaben von Morningstar wurden 48% der 210 Fonds, die im zweiten Quartal aufgelegt wurden, als Artikel 8- oder 9-Fonds klassifiziert. Insgesamt waren aber laut Morningstar zum Ende des zweiten Quartals lediglich 24,6% aller (22.883) untersuchten Fonds Artikel 8- oder 9-konform. Daher sind viele Vermögensverwalter dabei, ihre Fonds aufzuwerten. Dies unterstreicht die Bedeutung der Artikel 8- oder 9-Konformität, um im europäischen Fondsuniversum wettbewerbsfähig zu bleiben. Um diese Wettbewerbsfähigkeit zu erreichen oder beizubehalten, werden Vermögensverwalter jegliche nachhaltige Assets kaufen, die sie bekommen.

- Neue Produkte

Ein weiterer Effekt der neuen Offenlegungspflichten ist die Möglichkeit neue Produkt-Strukturen am ESG-Bondmarkt zu gestalten. Für 2022 erwarten wir natürlich weiterhin eine vielfältige Nutzung der bekannten „Use-of-proceeds“-Produkte, die aber durch eine zunehmende Dynamik im Sustainability-linked-Segment ergänzt wird. Hier dominieren derzeit Produkte mit einem Bezug zu Nachhaltigkeitsratings oder zu anderen Umweltkennzahlen. Hier wäre eine Verbindung zur EU-Taxonomie denkbar. Das Sustainability-linked-Segment, das bisher zu den neuesten, am wenigsten etablierten und daher auch fragmentiertesten gehört, könnte damit eine neue Legitimation erhalten und das bisher starke Wachstum (2021: Verzehnfachung der Neuemissionen im Vergleich zum Vorjahr) fortsetzen.

► Der Staat pumpt viel Geld
in nachhaltige Projekte

Wie hoch der Refinanzierungsbedarf letztlich ausfällt, hängt von den zu tätigen Investitionen ab, die wiederum stark von den gesetzlichen Vorgaben und den Klimaambitionen der einzelnen Länder getrieben werden. Laut einer Schätzung der EU-Kommission werden für die gesamte EU zur Erreichung der Treibhausgasziele bis 2030, je nach Ambitionsniveau, jedes Jahr zusätzliche Investitionen zwischen 90 und 732 Mrd. Euro erforderlich. Gemäß des Anteils der Treibhausgasemissionen entfallen dabei auf Deutschland Investitionen zwischen 22 und 167 Mrd. Euro. Wie hoch diese letztlich sein werden, ist noch ungewiss und hängt stark von der Ausgestaltung der einzelnen Klimaschutzmaßnahmen ab, wir gehen aber von jährlichen Volumen zwischen 100 und 150 Mrd. Euro aus. Ein Teil davon dürfte aus dem EU-Maßnahmenpaket „Fit for 55“, welches konkrete Vorgaben zur CO₂-Reduktion macht, bestritten werden. Die Mittel dafür dürften aus dem Next Generation EU-Programm, von dem mindestens 268 Mrd. Euro für nachhaltige Projekte vorgesehen sind, stammen. Zusätzlich wird es auf nationaler Ebene Unterstützungsprogramme geben. Hier ist für Deutschland vor allem wichtig, wie ambitioniert die neue Bundesregierung die europäischen Vorgaben umsetzt. Da die FDP eine deutliche Erhöhung des Staatsdefizits verhindern möchte, werden schon Lösungen kolportiert, die stark auf die staatliche Förderbank KfW setzen. Diese ist ein alter Bekannter am Green Bond-Markt und damit schließt sich dann der Kreis.

emanuel.teuber@bayernlb.de

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751; Sekretariat

Ingo Bothner, -21787; Medienfachwirt, Business Management

Christoph Gmeinwieser, -27053; CIA, Business Management

Dr. Ulrich Horstmann, -21873; CEFA, Business Management

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siplý, -21307

Manuel Schimm, -26845

Asien

Gebhard Stadler, CFA, -28891

Euro-Raum, DE, EZB, Nord/Osteuropa

Roland Gnan, -26658

USA, Fed, Kanada, GUS

Verena Strobel, -21320

Südeuropa, Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Dr. Alexander Kalb, -22858

Maschinen-/Anlagenbau, Westeuropa, Südamerika

Wolfgang Linder, -21321

Mobilität

Thomas Peiß, -28487

Energie

Asja Hossain, CFA, -27065

Bau und Grundstoffe

Miraji Othman, -25888

Technologie

Dr. Sebastian Schnejdár, -26386

Immobilien

Investment Research

Emanuel Teuber, -27070

Green Finance, Covered Bonds, Banken

Manuel Andersch, -27448

USA, Fed, UK, Schweiz, FX, Gold

Wolfgang Kiener, -27058

FX, Rohstoffe

Manfred Bucher, CFA, -21713

Zins- & Aktienstrategie, Asset Allokation

Dieter Münchow, -23384

Value Investing & Behavioral Finance

Georg Meßner, CFA, -26396

Banken

Pia Ahrens, -25727

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Matthias Gmeinwieser, CIA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Christian Strätz, CEFA, CIA, -27068

Corporate Bonds & SSD, Green Finance

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 24.11.2021. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Die im Text genannten Finanzmarktinformationen stammen von Bloomberg und Refinitiv, soweit nicht anders vermerkt.

Abkürzungsverzeichnis

Häufig verwendete Abkürzungen in Schaubildern und Tabellen:

ab:	arbeitstäglich bereinigt
BIP:	Bruttoinlandsprodukt
gg:	gegenüber
lS:	linke Skala
Md:	Monatsdurchschnitt
Me:	Monatsende
rS:	rechte Skala
sb:	saisonbereinigt
Vj:	Veränderung gegenüber Vorjahr
Vol:	Volumen
Vp:	Veränderung gegenüber Vorperiode

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Briener Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de