



ELLWANGER.GEIGER

PRIVATBANKHAUS SEIT 1912

KONJUNKTUR & BÖRSEN

DEZEMBER 2022

Makroökonomisches Umfeld

Szenarien Global

	Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 55%)	Upside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 25%)	Downside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 20%)
	Globale Stagflation und moderate bis mittlere Rezession in den USA und Europa	Wirtschaftswachstum unter Potentialniveau, Inflation bleibt über Zielmarke der Zentralbanken	Stärkere Rezession in den USA und Europa, schwaches Wachstum in Asien und EM
GLOBAL	<ul style="list-style-type: none"> Die Weltwirtschaft wird nach wie vor von einer Vielzahl negativer Faktoren belastet, die insbesondere durch ihre kumulative Wirkung den Wachstumsausblick deutlich eintrüben. Starke Zinserhöhungen und Liquiditätsentzug durch die Notenbanken, reale Kaufkraftverluste, hohe Energiepreise, Verwerfungen in Folge des Ukraine-Kriegs sowie die Corona-Politik der chinesischen Regierung, sind dabei die Haupttreiber. Die drei wichtigsten Wirtschaftsräume USA, Europa und China werden von diesen Faktoren unterschiedlich stark belastet, doch fallen alle drei als Konjunkturlokomotive für die Weltwirtschaft aus. Ein simultaner Abschwung der Weltwirtschaft mit Rezessionen in Europa und den USA wird damit wahrscheinlich. Der teils deutliche Rückgang der – untragbar hohen – Energiepreise verringert das Risiko einer tiefen Rezession, doch liegen die Kosten für Unternehmen und Haushalte immer noch deutlich über den Werten der Vergangenheit. Die leichte Entspannung bei der Inflationsentwicklung ermöglicht es den Notenbanken den größten Zinserhöhungszyklus zu verlangsamen, doch sind sich die Notenbanken bewusst, dass für eine Rückkehr in Richtung zwei bis drei Prozent die Konjunktur – insb. der Arbeitsmarkt – abgebremst werden muss. Sinkende Energiepreise und ein Rückgang der Lieferkettenprobleme reichen dafür nicht aus. 	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsraten gehen durch eine Kombination aus realem Kaufkraftverlust, Basiseffekten und einer Entspannung bei Lieferketten und Energiepreisen relativ deutlich zurück. Bei der Abwägung zwischen vollständiger Kontrolle der Inflation auf der einen sowie einer Rezession und Risiken für die Finanzstabilität nach über zehn Jahren Niedrigzinspolitik und Quantitative Easing auf der anderen Seite, entscheiden sich die Zentralbanken für erhöhte Inflationsraten. Der Preis für die vermiedene Rezession und einer Ausweitung der Probleme im Finanzbereich von den Rändern (wie Kryptowährungen) in zentrale Bereiche ist ein längerer Verbleib der Inflationsniveaus über den Zielgrößen. Diese kurzfristig klar positiven Effekte belasten mittelfristig das Wachstumspotential und die Kapitalmärkte. Entscheidend für die relativen Effekte wird sein, wie ausgeprägt die Wachstumsabschwächung und die Probleme im Finanzsystem sein müssen, bis die Notenbanken von ihrer bisher restriktiven Linie abweichen. Eine Ausdehnung des Arbeitskräfteangebots (Migration, Rückkehr in den Arbeitsmarkt, längere Lebensarbeitszeiten), würde den Zielkonflikt der Notenbanken geringer ausfallen lassen, da dann schneller der Nachfrageüberhang abgebaut und die Lohndynamik gebremst werden würde. 	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflation kann nur in Richtung der Zwei-Prozent-Marke gesenkt werden, wenn die Notenbanken durch ihre Geldpolitik das Wachstum längere Zeit unter das Potentialwachstum drücken, so dass insb. die Ungleichgewichte am Arbeitsmarkt beseitigt werden. Die starken Zinserhöhungen führen zu deutlichen Rückgängen bei der Immobiliennachfrage, was einen großen Angebotsüberhang zur Folge hat. Die Folge sind zum einen Wertverluste bei den Immobilien und zum anderen ein deutlicher Rückgang der Neubauten, was das Wirtschaftswachstum belastet. In Folge der Zinspolitik bewegen sich die Probleme im Finanzbereich von den Rändern in bedeutendere Bereiche (Hypothekenmarkt, Unternehmenskredite, was die Kapitalmärkte belastet. Hybride Kriegsführung durch Cyberangriffe oder Sabotage kritischer Infrastruktur belasten die Wirtschaftsaktivität, die Finanzstabilität und das Investitions-/Konsumklima.



Makroökonomisches Umfeld

Szenarien Regional

	Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 55%)	Upside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 25%)	Downside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 20%)
EUROPA	<ul style="list-style-type: none"> Die bis Anfang Dezember milden Witterungsbedingungen und Gaseinsparungen verringern die Gefahr einer Gasknappheit in diesem Winter deutlich. 2023 muss die Auffüllung der Gasspeicher ohne Lieferungen aus Russland erfolgen. Der Füllstand im Frühjahr und die Gasnachfrage aus Asien, insb. China, wird daher für die Energiepreise und damit den Inflationsdruck maßgeblich sein. Die Inflationsentwicklung in Europa ist nur bedingt mit den USA vergleichbar. Zum einen sind die USA im Zyklus schon einige Monate weiter und zum anderen ist die Entwicklung mehr von Energiepreisen und weniger von einer starken Lohndynamik am Arbeitsmarkt getrieben. Die Kombination aus Zinserhöhungen, realen Kaufkraftverlusten und hohe Energiekosten für Unternehmen, machen eine Rezession wahrscheinlich. 	<ul style="list-style-type: none"> Der Gasbedarf kann durch Einsparungen und durch Verträge mit neuen Lieferanten so gedeckt werden, dass nicht wieder die Preisspitzen von Mitte 2022 erreicht werden. Der Kaufkraftverlust durch die bisherige Inflation trägt dazu bei, dass für Konsumgüter kein großer Nachfrageüberhang mehr besteht, wodurch die Preissetzungsmacht der Unternehmen – insb. bei langlebigen Konsumgütern – zurückgeht. Kaufkraftverluste und der starke Zufluss von Flüchtlingen (insb. Ukraine) erhöhen das Arbeitsangebot, was dämpfend auf die Inflation wirkt / Zweitrundeneffekte begrenzt. 	<ul style="list-style-type: none"> Unzureichende Sparmaßnahmen oder ein kalter Winter führen zu hohen Kosten bei der Wiederauffüllung der Gasspeicher, was durch die gestiegene Gasnachfrage aus China in Folge der dortigen Corona-Lockerungen zusätzlich verteuert wird. Die hohen Energiepreise führen zu vermehrten Insolvenzen und Kreditausfällen. Der anhaltende Ukraine-Krieg führt zu einer hybriden Kriegsführung (Cyberangriffe, Sabotage von Infrastruktur) Russlands gegen europäische NATO-Staaten um ein Ende der Unterstützung der Ukraine zu erreichen. In der Eurozone führen die Zinserhöhungen der EZB und deren Einstellung der Anleihenkäufe zu Unsicherheiten über die Schuldentragfähigkeit Italiens und ggf. anderer Euro-Länder. Dies erhöht die Zinskosten für diese Staaten und belastet das Konsum- und Investitionsklima weiter und vertieft die Rezession.
NORD-AMERIKA	<ul style="list-style-type: none"> Die Fed sieht die Lohndynamik am Arbeitsmarkt als einen wesentlichen Inflationstreiber und hat deshalb wiederholt betont, dass eine längere Phase des Wirtschaftswachstums unter dem Potentialwachstum notwendig sein wird, um Angebot und Nachfrage wieder in Einklang zu bringen. Die höher als erwartet ausgefallenen Rückgänge der Inflationserwartungen im Oktober und November reichen für eine Abkehr von dieser Einschätzung nicht aus. 	<ul style="list-style-type: none"> Die sinkenden Energiepreise, die Normalisierung staatlicher Transfers und der Kaufkraftverlust tragen zu einer Entspannung des Inflationsdrucks bei. Sorgen, die Probleme am Immobilienmarkt und in Bereichen des Finanzsystems so zu vertiefen, dass es zu großen Ausfällen kommt, veranlasst die Fed ihren Zinserhöhungszyklus erst zu verlangsamen und dann zu beenden bevor der Arbeitsmarkt wieder ein neutrales Niveau erreicht hat. Eine Rezession wird dadurch vermieden, doch bleiben die Inflationsraten im Bereich von 3-4%. 	<ul style="list-style-type: none"> Der zinsensensitive Immobilienmarkt verliert durch das stark gestiegene Zinsniveau – und der Möglichkeit länger hoch bleibender Zinsen – stark an Dynamik. Wegen der hohen Bedeutung des Immobilienmarkts für das US-BIP führt dies zu einem deutlichen Wachstumsrückgang. Die Rezession führt zu vermehrten Kreditausfällen im Unternehmensbereich und belastet insb. die illiquiden und hoch gehebelten Anlageklassen (Gewerbeimmobilien, Private Equity, Private Debt)



Makroökonomisches Umfeld

Szenarien Regional

	Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 55%)	Upside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 25%)	Downside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 20%)
JAPAN			
CHINA	<ul style="list-style-type: none"> Die nach zunehmenden Protesten angekündigten Lockerungen der restriktiven Corona-Maßnahmen helfen die Binnenkonjunktur zu beleben und das Wirtschaftswachstum zu fördern. Wie groß der Effekt sein wird, hängt von der Anpassung der mehrstufigen Corona-Maßnahmen und dem Impffortschritt mit effektiveren mRNA-Vakzinen ab. Eine Rückkehr zur alten Wachstumsdynamik ist aber aufgrund der zunehmenden staatlichen Regulierung, der Immobilienentwickler-Krise, der alternden Bevölkerung und des Hochtechnologie-Embargos der USA nicht zu erwarten. 	<ul style="list-style-type: none"> Eine effektive Booster-Kampagne ermöglicht weniger strenge Corona-Maßnahmen. Lockerungen in China helfen zum einen den globalen Inflationsdruck (Lieferketten) zu reduzieren und zum anderen wird durch vermehrte Importe die globale Konjunktur gestärkt. 	<ul style="list-style-type: none"> Die Krise der chinesischen Immobilienentwickler verschärft sich durch weitere Zahlungsausfälle, was ohne massive staatliche Interventionen für viele Chinesen zu teils drastischen Vermögensverlusten führt. Dies trübt die Stimmung weiter ein und verstärkt die Investitions- und Konsumzurückhaltung. Über den Winter nehmen die Corona-Einschränkungen wieder deutlich zu und belasten das Wachstum deutlich.
ASIEN EX JP/CN	<ul style="list-style-type: none"> Asien ist von den globalen Verwerfungen mit am wenigsten betroffen, da Kohle relativ zu Gas noch eine deutlich größere Rolle spielt und die meisten Länder sich nicht den westlichen Sanktionen gegen Russland angeschlossen haben. Asien kann mit am meisten von einer Belebung der chinesischen Konjunktur profitieren. 	<ul style="list-style-type: none"> Lockerung der Fed verringern das Zinsdifferential zum US-Dollar, was sich positiv auf die Schuldentragfähigkeit vieler Schwellenländer auswirkt. 	<ul style="list-style-type: none"> Starke Zinserhöhungen der Fed zwingen die lokalen Notenbanken zu stärkeren Zinserhöhungen, da die zunehmenden Zinsdifferenzen die heimischen Währungen und damit die Wirtschaft belasten. Dies drückt das Wachstum deutlich unter das Potentialwachstum
EM EX ASIEN	<ul style="list-style-type: none"> Insbesondere in Afrika drohen im folgenden Jahr Hungersnöte, wenn die Ernte in der Ukraine deutlich unter den Vorjahren liegen wird. Aber auch für andere Länder wirken Preissteigerungen bei Lebensmittel belastend – insb. für die ärmeren Bevölkerungsschichten. 	<ul style="list-style-type: none"> Lockerungen der Fed verringern das Zinsdifferential zum US-Dollar, was sich positiv auf die Schuldentragfähigkeit vieler Schwellenländer auswirkt. 	<ul style="list-style-type: none"> Die starken Zinserhöhungen in den USA führen zu Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern und steigende Zinsen dort belasten die Wirtschaft. Zusammen mit den hohen Inflationsraten in Folge steigender Lebensmittel- und Energiepreise kann das die Instabilität in manchen Schwellenländern deutlich erhöhen. Politische Unruhen, Streiks, Rezession und ein schlechteres Investitionsumfeld wären die Folge.



Kapitalmärkte

Assetklasse	Kommentar
Aktien	Der November-Aufschwung nährte die Hoffnung auf eine Fortsetzung der Erholungsrally bis zum Jahresende. Die Erwartung, dass die internationalen Zentralbanken in 2023 etwas weniger restriktiv agieren, wurde durch die jüngsten Aktionen und Verlautbarungen vieler internationaler Zentralbanken, allen voran der US-FED und EZB, jedoch enttäuscht. Zwar dürften die Inflationsraten in 2023 fallen, aber wahrscheinlich langsamer als erwartet. Insbesondere die Entwicklung der Kerninflationsraten wird mit Argusaugen beobachtet werden. Die Gewinnerwartungen vieler Analysten dürften noch etwas zu hoch sein, da die Bremseffekte der restriktiven Geldpolitik noch nicht voll eingepreist sind. Jedoch besteht Hoffnung, dass die kommende Rezession milder ausfällt, als zunächst erwartet. Dennoch müssen sich die Investoren wohl auf einen volatilen Jahresstart an den internationalen Börsen einstellen.
Anleihen	Die zwischenzeitliche November-Erhölung der Anleihenurse wurde durch die jüngsten Zinserhöhungen der Zentralbanken konterkariert. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe, die unter die 2%-Marke gerutscht war, hat sich mit ca. 2,20% wieder deutlich darüber etabliert. Dabei liegt sogar eine inverse Zinsstruktur vor, die im kurzfristigen Bereich noch höhere Renditen verspricht. Die Kurserholungen der letzten Monate in den Segmenten der High Yield-Unternehmensanleihen haben jedoch weitgehend Bestand und lassen Hoffnungen auf ein positives Anlagejahr 2023 im gesamten Anleihen-Segment aufkommen. Inzwischen sind marktweit wieder attraktive Renditen zu erzielen. An einer ausgeprägten Diversifikationsstrategie sollte wegen der nach wie vor bestehenden Konjunkturrisiken festgehalten werden, denn die jüngste USD-Schwäche könnte vielen gebeutelten Schwellenländer-Anleihen-Märkten wieder etwas Schwung verleihen.
Rohstoffe	Rohstoff- und Minentitel konnten ihre zuletzt erzielten Kursgewinne verteidigen, notieren in der Summe zum Jahresbeginn aber ebenso deutlich im Minus wie manch andere Branchen. Obwohl von der nachlassenden Rezessionsangst weiter gestützt, lässt der oft proklamierte „Superzyklus“ bei Rohstoffen noch auf sich warten. Allerdings bleibt es unstrittig, dass aufgrund von Sonderfaktoren wie Energiewende, E-Mobilität, Klimaschutz etc. eine starke Nachfrage in bestimmten Rohstoff-Klassen zu höheren Preisen führen dürfte. Aufgrund der jüngst wieder etwas gestiegenen Unsicherheit an den Finanzmärkten konnten Edelmetalle, wie z.B. Gold wieder profitieren und sich deutlich von ihren Tiefs entfernen. Sowohl Edelmetalle als auch Rohstoffe dürften in 2023 zu den Gewinner-Branchen gehören.
Währungen	Die nachhaltige Enttäuschung der Marktteilnehmer in Bezug auf die Kommunikation der Zentralbanken, die wohl länger und stärker an der Zinsschraube drehen werden als erhofft, führte zu einer Verfestigung des USD-Kursniveaus um die 1,06 EUR/USD. Die Parität zum Euro scheint erst einmal außer Reichweite zu sein, könnte aber im Falle von krisenhaften Finanzmarktentwicklungen wieder zum Thema werden. Die Kurseinschätzungen vieler Analysten weisen mehrheitlich eher in Richtung 1,06 - 1,10 Euro/USD.



Asset Allocation Übersicht

Attraktivitätseinschätzung der Assetklassen

	Aktien	Anleihen	Rohstoffe
Makroumfeld	negativ	negativ	neutral
Bewertungen	neutral	neutral	negativ
Sentiment	neutral	positiv	neutral

Relative Gewichtungsempfehlungen innerhalb der Assetklassen

	untergewichten		neutral	übergewichten		
Aktien Europa						
Aktien USA						
Aktien Japan						
Aktien Asien x Japan						
Aktien EM x Asien						
Immobilien						
Infrastruktur						
Gold						
Commodities						
Staatsanleihen						
Staatsanleihen infl.ind.						
Unternehmensanl. IG						
Unternehmensanl. HY						
EM IG Lokalwährung						
EM IG Hartwährung						

O = Positionierung im Vormonat

EM = Emerging Markets (Schwellenländer, ehemalige Entwicklungsländer)

IG = Investment Grade (Anleihen mit guter Bonitätseinstufung)

HY = High Yield (Anleihen mit niedriger Bonitätseinschätzung aber höherer Rendite)

- Das Makroumfeld mit hohen Inflationsraten, starken Zinserhöhungen und einem schwächerem Wachstum bis hin zu Rezessionen ist für Aktien und Anleihen negativ. Die gestiegenen Rezessionsgefahren durch die restriktive Politik der Notenbanken verschlechtert auch das Umfeld für Rohstoffe.
- Für den Fall einer Rezession sind die Gewinnerwartungen noch zu hoch. Trotz der deutlichen Senkung der KGVs wird die Bewertung für Aktien noch auf neutral belassen. Anleihen sind relativ zu Aktien attraktiver bewertet, doch ist die Differenz für eine bessere Einstufung nicht groß genug. Das Sentiment (die Stimmung der Anleger) für Aktien bleibt auf neutral und wird für Anleihen auf positiv hochgestuft, da diese nun wieder für viele Anleger als ernsthafte Anlagealternative in Betracht gezogen werden.
- Innerhalb des Aktiensegments wird Europa weiter untergewichtet, da hier die Belastungen mit am größten und die Tail-Risiken am höchsten sind. Die USA sind weiterhin leicht übergewichtet, da zum einen die zunehmende Zinsdifferenz zum Euro für einen längerfristig starken US-Dollar spricht und zum anderen die USA als geschlossener Volkswirtschaft mit hohen eigenen Energievorräten weniger anfällig ist. Asien inkl. Japan bleiben wegen der geringen Belastungen von Krieg und Energiepreisen leicht übergewichtet. Schwellenländer bleiben auf leicht untergewichtet, da diese stärker von Kapitalflüssen aus dem Dollarraum abhängig sind. Wegen der konjunkturellen Unsicherheiten werden defensive sowie Qualitätstitel gegenüber zyklischen Werten sowie Werten mit weniger guter Finanz-/Ertragslage bevorzugt.
- Rohstoffe bleiben wegen der schwächeren Konjunkturaussichten untergewichtet. Gold bleibt wegen seiner Absicherungsfunktion in Rezessionen auf leicht übergewichtet.
- Das Anleihensegment bleibt mit der Übergewichtung von Staatsanleihen defensiv aufgestellt. Untergewichtet bleiben inflationsindexierte Staatsanleihen, da die restriktive Geldpolitik der Notenbanken die Breakeven-Inflationsrate drücken dürfte. Innerhalb der Unternehmensanleihen werden wegen des nach wie vor schwachen Wachstumsausblicks Anleihen mit guter Bonität (Investment Grade) gegenüber Anleihen aus dem High Yield Segment bevorzugt. Die Schwellenländeranlagen in Lokalwährungen bleiben auf neutral, da diese Währungen bei schwachem globalem Wachstum und steigenden US-Zinsen leiden, wodurch Währungsverluste und Kursverluste durch Mittelabflüsse drohen.





Wichtige Hinweise / Impressum

Wichtige Hinweise

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Diese Angaben, Vergleiche und Betrachtungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Entwicklungen. Auch ein bisher bewährter Analyseansatz garantiert keine zukünftigen Anlageerfolge. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung.

Impressum

Redaktion: Patrick Nass, Michael Beck

Herausgeber: BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER AG
Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart
Amtsgericht Stuttgart HRB 766641

Kontakt: T 0711 / 2148 – 111
Kontakt@privatbank.de
www.privatbank.de

Vorstand: Dr. Volker Gerstenmaier, Harald Brenner

Aufsichtsratsvorsitzender: Lars Hille

