



ELLWANGER.GEIGER

PRIVATBANKHAUS SEIT 1912

KONJUNKTUR & BÖRSEN

SEPTEMBER 2022

Makroökonomisches Umfeld

Szenarien Global

| | Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 60%) | Upside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 25%) | Downside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 15%) |
|--------|---|--|---|
| | Basisszenario: Globale Stagflation und moderate Rezession in den USA und Europa | Rezession wird vermieden, aber nur schwaches Wachstum, 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. Hohe Inflation mit entsprechenden Kaufkraftverlusten, hohe Energiepreise und andere Verwerfungen in Folge der 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. Dem stehen zwar noch relativ hohe Ersparnisse der Konsumenten aus Lockdown-Zeiten, robuste Arbeitsmärkte, hohe Unternehmensgewinne sowie soliden Finanzen im Banken- und Unternehmenssektor gegenüber, doch geraten diese durch Inflation, Energiekrise und Zinserhöhungen unter Druck. Ein simultaner Abschwung der Weltwirtschaft mit Rezessionen in Europa und den USA wird damit wahrscheinlich. Schnelle und einfache Lösungen für die zugrundeliegenden Probleme sind nicht existent. | <ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsspitzen gehen durch eine Kombination aus realem Kaufkraftverlust, Basiseffekten und Investitionszurückhaltung schnell relativ deutlich zurück. Dadurch können die Zentralbanken ihre Zinserhöhungen verlangsamen und somit zielgerichteter agieren. Aus Angst vor einem Einbruch der Kreditvergabe und den damit verbundenen Finanzierungsproblemen der teils hoch verschuldeten Unternehmen (und Staaten) schrecken die Notenbanken vor stärkeren Zinserhöhungen zurück. Der Preis für die vermiedene Rezession ist ein Inflationsniveau über der Zielgröße der meisten Zentralbanken von 2%. Niveaus von 3-4% Das Wirtschaftswachstum bleibt durch die im Basisszenario genannten Faktoren aber geschwächt und damit unter seinem Trendpotential. Je mehr bzw. je stärker sich diese Negativfaktoren auflösen, umso größer ist das Wachstumspotential. | <ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsdynamik in den USA kann nur gebrochen werden, indem die Fed die Zinsen schnell und stark über das neutrale Niveau hinaus erhöht. Die Bremseffekte übertragen sich auf andere Bereiche der Wirtschaft, so dass es zu einer breiteren Rezession kommt. Unter anderem führen die starken Zinserhöhungen zu deutlichen Rückgängen bei der Immobiliennachfrage und zu entsprechenden Wertverlusten am Immobilienmarkt. Dies belastet das verfügbare Einkommen und führt zu Ausfällen am Hypothekenmarkt, wodurch die Banken ihre Kreditvergabe einschränken. In der Eurozone führen die Zinserhöhungen der EZB und die Einstellung ihrer 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. Die gesamte Euro-Zone rutscht in die Rezession. |



Makroökonomisches Umfeld

Szenarien Regional

| | Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 60%) | Upside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 25%) | Downside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 15%) |
|--------------|---|---|---|
| EUROPA | <ul style="list-style-type: none"> Die europäische Wirtschaft ist von den Auswirkungen des Ukraine-Kriegs am stärksten und direktesten betroffen. Ein Mangel an Erdgas bzw. fehlende Substitutionsmöglichkeiten erhöhen das Risiko einer Rezession in den Wintermonaten. Haupttreiber der Inflation, welche die EZB und andere europäische Zentralbanken zu einem schnelleren Handeln zwingt, sind nach wie vor die hohen Energiepreise, aber zunehmend wirken sich diese auch auf andere Bereiche aus. Die Last der Inflation ist durch Schwerpunkt auf Energie und Lebensmittel sehr ungleich verteilt. Geringe bis mittlere Einkommen, welche einen hohen Anteil ihres verfügbaren Einkommens für Lebensmittel, Wohnen und Transport ausgeben, leiden deutlich mehr als wohlhabendere Bevölkerungsschichten. | <ul style="list-style-type: none"> Die Energielieferungen aus Russland werden eingeschränkt wieder aufgenommen oder können ausreichend substituiert werden, so dass größere Produktionsausfälle wegen Gasmangel oder fehlender Wirtschaftlichkeit vermieden werden können. 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 | <ul style="list-style-type: none"> Energiemangel und ein kalter Winter führen zu teilweisen Engpässen bei der Energieversorgung, wodurch in größerem Maße Unternehmen ihre Produktion aussetzen müssen. Die hohen Energiepreise führen zu vermehrten Insolvenzen, da die Kosten nicht in vollem Maße an die Verbraucher weitergegeben werden können. Inflationsbedingte Kaufkraftverluste und Substitutionseffekte schränken das Preiserhöhungspotential ein. |
| NORD-AMERIKA | <ul style="list-style-type: none"> Mit dem negativen BIP-Wachstum in Q2 sind die USA in einer technischen Rezession. Jedoch sprechen Indikatoren wie Arbeitsmarkt / Lohnentwicklung und Konsum noch gegen eine akute Rezession. Die Fed reagiert auf den Inflationsdruck mit einer schnelleren Straffung der Geldpolitik. Dies macht sich vor allem am zinssensitiven Immobilienmarkt deutlich. Einer zwar abnehmenden aber immer noch hohe Zahl an Neubauten steht eine durch Kaufkraftverlust und höheren Zinsen sinkende Nachfrage gegenüber. Eine Fortsetzung dieses Trend würde wegen der hohen Bedeutung des Immobilienmarktes für das US-BIP einen deutlichen Wachstumsdämpfer verursachen | <ul style="list-style-type: none"> Die sinkenden Energiepreise, die Normalisierung staatlicher Transfers und der Kaufkraftverlust tragen zu einer leichten Entspannung des Inflationsdrucks bei. Dies ermöglicht der Fed, ihre Zinsschritte zu verringern und im zweiten Quartal 2023 den Zinserhöhungszyklus zu beenden. Eine Rezession wird dadurch vermieden. Gedämpftes Wachstum ist ausreichend um den Inflationsdruck von Seiten des Arbeitsmarktes in tolerierbaren Grenzen zu halten. | |



Makroökonomisches Umfeld

Szenarien Regional

| | Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 60%) | Upside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 25%) | Downside-Szenario (Wahrscheinlichkeit 15%) |
|----------------|---|---|---|
| JAPAN | | | |
| CHINA | <ul style="list-style-type: none"> • Chinas Corona-Politik lässt das Land mit hoher Wahrscheinlichkeit als Wachstumsmotor für die Weltwirtschaft ausfallen. • Die wirtschaftliche Erholung nach den strengen Corona-Maßnahmen, welche das BIP im zweiten Quartal haben einbrechen lassen, verläuft weiterhin sehr schleppend. Zudem wurden in mehreren Großstädten erneut Kontaktbeschränkungen eingeführt. • Einzelhandelsumsätze, Industrieproduktion und Investitionen blieben im zweiten Quartal hinter den Erwartungen zurück, wobei zusätzlich die Krise der chinesischen Immobilienentwickler die Stimmung belastet. • Staatliche Stimulierungsmaßnahmen werden wahrscheinlich nicht deutlich ausgeweitet, um die Verschuldung der Wirtschaft nicht weiter in die Höhe zu treiben. | <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. |
| ASIEN EX JP/CN | | | |
| EM EX ASIEN | <ul style="list-style-type: none"> • Insbesondere in Afrika drohen Hungersnöte, wenn bei einem längeren Krieg in der Ukraine die Aussaat insb. für Weizen in den kommenden Wochen nicht erfolgen kann. Aber auch für andere Schwellenländern können Preissteigerungen für Lebensmittel gravierende Auswirkungen haben, da diese meist einen deutlich höheren Anteil ihres Einkommens für Lebensmittel aufwenden. | | <ul style="list-style-type: none"> • Die starken Zinserhöhungen in den USA führen zu Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern. Sie belasten die Wirtschaft in den Schwellenländern durch steigende Zinsen. 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 | <ul style="list-style-type: none">• Nach einem guten Juli-Ergebnis verzeichneten die Aktienmärkte im August wieder eine rückläufige Tendenz. Der Lieferstopp von russischem Gas und die klar formulierte Entschlossenheit zur Inflationsbekämpfung von Seiten der FED sowie der EZB waren die Hauptgründe für diese Entwicklung. Während in den USA die Inflation ihren Höhepunkt bereits erreicht haben dürfte, ist in Europa von weiteren Steigerungen der Inflationsrate auszugehen. Ein Abgleiten in eine Rezession ist sowohl für Europa als auch für die USA nun kaum noch zu vermeiden.• Die Einschätzung, europäische Aktien unterzugeschätzt, bleibt bestehen, da die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs hier stärker zu verspüren sind.• US-Aktien und Aktien Japan bleiben auf „leicht“ Übergewichten eingestuft.• Wegen der konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheiten werden defensive sowie Qualitätstitel gegenüber zyklischen Werten und Werten mit weniger guter Finanz- und Ertragslage bevorzugt.• Die etwas höhere Cash-Position wird bis auf weiteres beibehalten. |
| Anleihen | <ul style="list-style-type: none">• Die weiterhin vorhandenen Rezessionsängste, die die Aktienmärkte belasten, sorgten an den Anleihenmärkten für weitere Entspannung.• Nach einer Kurserholung im Juli wurden Teile der Gewinne wieder abgegeben, so dass wieder attraktive Einstiegsniveaus erreicht sind. An der fokussierten Risikodiversifikation sollte festgehalten werden.• Die Duration sollte weiterhin eher kurz gehalten werden, da die Gefahr von weiteren Zinssteigerungen aufgrund der restriktiven Zentralbank-Aktionen bestehen bleibt. Staatsanleihen sollten nach wie vor Unternehmensanleihen vorgezogen werden, die bereits gestiegenen Renditen in diesem Segment können genutzt werden. |
| Rohstoffe | <ul style="list-style-type: none">• Rohstoffe haben wegen der gestiegenen Konjunktursorgen nachgegeben. Insbesondere die Energiepreise liegen aber weiter auf einem sehr hohen Niveau und könnten sogar noch etwas weiter steigen. Bei Industrie- und Edelmetallen ist das Bild differenzierter. Der Wettlauf um knappe Rohstoffe und die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs bleibt bestehen und beeinträchtigt die Versorgungssicherheit immens. Die aufgrund von Rezessionsbefürchtungen kurzfristig erfolgten Preiserückgänge bei Energie und Rohstoffen bzw. Industriemetallen könnten von kurzer Dauer sein. Entscheidend ist hier, wie lange und wie tief eine Rezession ausfällt. Das Rohstoff-Segment wird auf Basis dieser Ausführungen von neutral auf leicht untergewichten angepasst. |
| Währungen | <ul style="list-style-type: none">• Der US-Dollar hat in den letzten Monaten gegenüber dem Euro (und anderen Währungen) eine zunehmende Dynamik entwickelt. Ursachen waren neben verschiedenen fundamentalen Faktoren (steigende Zinsdifferenz, Energiemangel/-abhängigkeit in Europa, steigende Zinsspreads innerhalb der Eurozone) ein immer negativeres Sentiment der Kapitalmarktteilnehmer für den Euro. So verwundert es nicht, dass sich die EUR/USD-Parität aktuell eingestellt hat. Sollte sich die schlechte Nachrichtenlage (Regierungskrise Italien, Gas-Notstand etc.) manifestieren, ist auch ein noch niedrigerer Euro-Kurs vorstellbar.• Chancen sehen wir nach wie vor in skandinavischen Währungen, wie z.B. der Norwegischen Krone (NOK) oder der Schwedische Krone (SEK). |



Asset Allocation Übersicht

Attraktivitätseinschätzung der Assetklassen

| | Aktien | Anleihen | Rohstoffe |
|-------------|---------|----------|-----------|
| Makroumfeld | negativ | negativ | negativ |
| Bewertungen | neutral | neutral | negativ |
| Sentiment | neutral | negativ | 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 | | | | | | | |

○ = 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, Energieschocks und 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, weshalb diese auf negativ zurückgestuft werden.
- Für den Fall einer Rezession sind die aktuellen Gewinnerwartungen zu hoch, doch werden Aktien nach den letzten Kursrückgängen noch auf neutral belassen. Anleihen werden aufgrund der starken Kursverluste wieder attraktiver, es reicht jedoch noch nicht für eine positive Einstufung.
- Innerhalb des Aktiensegments bleibt Europa weiter untergewichtet, da hier die Risiken einer Rezession in 2022 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 geschlossenerere Volkswirtschaft mit hohen eigenen Energievorräten weniger anfällig ist. Asien inkl. Japan werden je eine Stufe nach oben genommen, da deren Geldpolitik weniger restriktiv ist. Schwellenländer sind auf leicht untergewichten reduziert, 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 werden wegen der schwächeren Konjunkturaussichten untergewichtet.
- Das Anleihensegment wird etwas defensiver aufgestellt, aber die bisherigen Tendenzen werden beibehalten. Staatsanleihen werden auf übergewichten hochgestuft. Unterbewichtet bleiben inflationsindexierte Staatsanleihen. Die restriktive Geldpolitik der Notenbanken lässt Anlagen in klassische Anleihen wieder attraktiver werden, da der Markt von sinkenden erwarteten Inflationsraten ausgeht. 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. Letzteres wurde um eine Stufe auf leicht untergewichten gesenkt. Die Schwellenländer-Lokalwährungen bleiben auf übergewichten, auch wenn die Gefahr von Kapitalabflüssen aufgrund einer abnehmenden Risikoneigung steigt. Jedoch ist der Renditevorsprung noch ausreichend groß.



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

