

Macro Blickpunkt



Ausgabe 27.07.2022 | LBBW Research | Macro/Strategy

Die Rezession kommt: BIP-Prognosen gesenkt

01 Auf einen Blick S. 2

02 Einleitung: Risiken wohin man schaut S. 3

03 In der Rezession S. 4

04 Zinsen und Renditen: Notenbanken frühzeitig ausgebremst S. 6

05 Aktien nehmen Entwicklung vorweg S. 9

06 Fazit S. 12

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Senior Economist
+49 711 127-76371
Jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Elmar Völker
Senior Fixed Income Analyst
+49 711 127-76369
elmar.voelker@lbbw.de

Uwe Streich
Senior Equity Strategist
+49 711 127-74062
uwe.streich@lbbw.de

Auf einen Blick

- Euroraum: Frühindikatoren im Sinkflug, Angst dominiert
- Gasversorgung lastet auf Aussichten in Europa
- Rezession im Euroraum und in Deutschland kommt oder ist sogar schon da
- Ukraine-Krieg könnte länger dauern und erschwert Prognosen
- USA kommen wohl knapp um Rezession herum, aber Zeichen stehen auch hier auf Abschwung
- Notenbanken bleiben zunächst energisch im Kampf gegen die hohe Inflation, werden aber im kommenden Jahr schon wieder umschalten müssen
- Rentenmärkte haben ihr Renditehoch schon gesehen, Realrenditen bleiben auf lange Sicht negativ
- Die Aktienmärkte nahmen die konjunkturelle Entwicklung zu einem Gutteil bereits voraus

Prognoseübersicht

Konjunktur					Aktienmarkt						
in %		2021	2022e	2023e	2024e	in Punkten		aktuell	30.09.22	31.12.22	30.06.23
Deutschland	BIP	2,9	1,0	-1,0	-0,3	DAX		13 097	12 500	13 500	14 500
	Inflation	3,1	7,2	4,5	3,0						
Euroraum	BIP	5,2	2,0	-0,6	0,0	Euro Stoxx 50		3 575	3 200	3 500	3 700
	Inflation	2,6	7,5	4,5	3,0						
USA	BIP	5,7	1,5	0,5	1,2	S&P 500		3 921	3 450	3 750	4 100
	Inflation	4,7	7,5	4,0	2,7						
China	BIP	8,1	3,4	4,0	4,0	Nikkei 225		27 655	24 500	26 500	27 500
	Inflation	0,9	2,8	2,3	2,5						
Welt	BIP	5,8	3,0	2,2	2,6						
	Inflation	3,7	5,4	3,3	2,8						

Zinsen					Rohstoffe und Währungen						
in %		aktuell	30.09.22	31.12.22	30.06.23	aktuell		30.09.22	31.12.22	30.06.23	
EZB Einlagesatz		-0,50	0,50	1,00	1,00	US-Dollar je Euro		1,01	0,98	1,00	1,02
Bund 10 Jahre		0,87	0,75	0,60	0,60	Franken je Euro		0,98	0,97	0,97	0,98
Fed Funds		1,75	3,25	3,50	3,50	Gold (USD/Feinunze)		1719	1850	1850	1800
Treasury 10 Jahre		2,79	2,60	2,50	2,50	Öl (Brent - USD/Barrel)		104	110	100	90

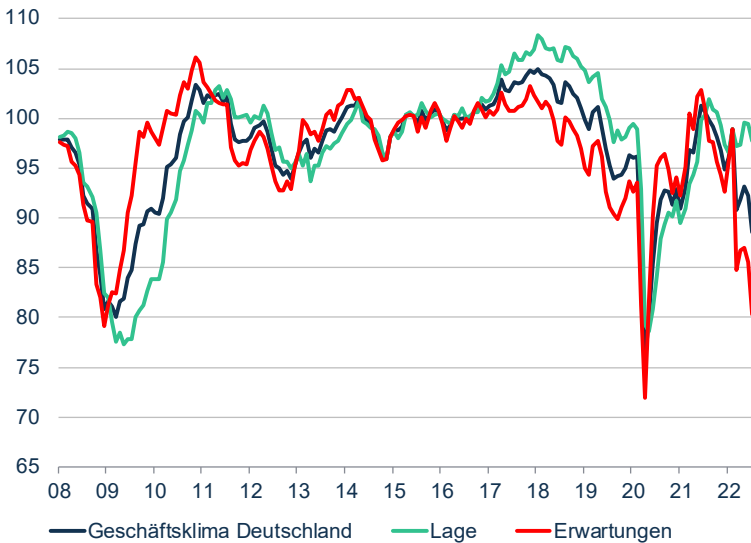
Quelle: LBBW Research

02

Einleitung: Risiken wohin man schaut

Der Strom der schlechten Nachrichten für die deutsche Konjunktur will nicht abreißen. Zuletzt kam noch der deutliche Einbruch des ifo-Geschäftsklimas dazu. Das Konjunkturbarometer aus München fiel von 92,2 Punkten auf 88,6 Zähler.

Deutschland: ifo-Geschäftsklima – Lage und Erwartungen



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Einen regelrechten Einbruch erlitt der Erwartungsindex, der auf 80,3 Indexpunkte sank und schon zuvor mit 85,5 Punkten im roten Bereich gelegen hatte. Das nun erreichte Niveau für die Erwartungen wurde in der Finanzkrise nur einmal knapp unterboten, mit 79,2 Zählern im Dezember 2008. Nur in der Corona-Pandemie, als die Weltwirtschaft quasi stillstand, ging es noch tiefer bergab. Auslöser für diesen Crash der Erwartungen ist die Angst vor einem endgültigen Stopp der Gaslieferungen aus Russland und den Folgen einer möglichen Rationierung.

Neue Nahrung dürfte diese Angst durch die jüngste, sicherlich aus dem Kreml gesteuerte Kraftprobe der Firma Gazprom erhalten, die Durchleitung der Gasmenge für die Pipeline Nord Stream 1 von 40 % der Normalauslastung auf 20 % zu vermindern. Schon am Vortag hatte die Bundesnetzagentur verlautbart, dass statt der avisierten 95% Speicherfüllung Anfang November wohl nur 85% erreicht werden. Damit steigt die Gefahr einer Rationierung von Erdgas für die Industrie nochmals. Es muss dazu noch nicht einmal zu einer echten Gasmangellage kommen, schon die Gefahr (etwa durch einen langanhaltenden kalten Winter) genügt letztlich, um in Deutschland und womöglich anderen EU-Staaten Energierationierungen zu veranlassen, um nicht in einer wirklichen Notlage gänzlich ohne Reserven dazustehen.

Kein Ende schlechter Nachrichten

ifo-Index bricht ein

Russische Kraftproben dauern an

Netzagentur sieht Speicher nur zu 85% gefüllt

Die Unternehmen und privaten Haushalte ihrerseits stellen sich auf Einschränkungen ein. Wie aus einer Umfrage des DIHK hervorgeht, kürzt jeder sechste Betrieb wegen der hohen Energiepreise seine Produktion oder plant einen solchen Schritt. Die privaten Haushalte blicken ebenfalls pessimistisch in die Zukunft. Das Konsumklima ist auf dem tiefsten, jemals seit 2001 gemessenen Stand gefallen. Im Juli sank der Wert auf -30,6 Punkte. Das ist noch einmal mehr als sieben Indexpunkte tiefer als während der ersten Corona-Lockdowns im Frühjahr 2020, als das GfK-Konsumklima auf -23,1 einbrach. Ein Vergleich mag sogar noch erhellender sein: In der Finanzkrise im September 2008, kurz nach dem spektakulären Zusammenbruch der Lehman-Bank, zeigte das Stimmungsbarometer für die privaten Haushalte mit 1,5 Punkten sogar ein Plus an und legte anschließend weiter zu. Kurz gesagt: Die Verbraucher haben heute wirklich Angst.

Obendrauf kommen noch die andauernden Friktionen mit den internationalen Lieferketten (der Stau auf den Weltmeeren sorgt für eine Verlangsamung des globalen Warentransports) sowie die Straffung der Geldpolitik sowohl seitens der EZB als auch der übrigen Notenbanken einschließlich der US Federal Reserve und mit Ausnahme der Bank of Japan.

03

In der Rezession

Wir haben unsere BIP-Prognosen für Deutschland nochmals nach unten angepasst. Wir erwarten für das laufende Jahr einen BIP-Zuwachs von nur noch 1,0% zum Vorjahr. Dies würde wahrscheinlich implizieren, dass bereits zwei Quartale in Folge eine rückläufige Wirtschaftsleistung zu verzeichnen sein wird, und dies zunächst unbenommen vom Wert für das zweite Quartal, der am Freitag erstmals vorgelegt wird und für den wir -0,2% erwarten. Sollte diese Zahl positiv überraschen, gehen wir davon aus, dass das zweite Halbjahr 2022 einen entsprechenden Rückgang der Wirtschaftsleistung bringt. Für das kommende Jahr rechnen wir dann mit einem BIP-Rückgang um 1,0 % im Jahresvergleich.

Die Lage in der Ukraine ist schwer einzuschätzen und entzieht sich jeder sinnvollen Prognose. Die derzeitige Tonlage aus dem Kreml lässt nicht darauf schließen, dass ein Ende der Kampfhandlungen rasch in Sicht kommt. Im Gegenteil: Nun strebt Putins Russland sogar einen Wechsel der ukrainischen Staatsspitze und vermutlich ein Ende der staatlichen Existenz der Ukraine an. Daher dürften sich der Krieg und mit ihm die beiderseitigen Sanktionen weiter verschärfen. Hohe Energiepreise dürften das deutsche BIP 2024 um 0,3% zum Vorjahr schrumpfen lassen.

Im Euroraum hat sich die Lage ebenfalls weiter eingetrübt. Zum Ausdruck kommt dies u.a. in den Einkaufsmanagerindizes. Die Teilindizes für die Industrie und für die Dienstleister sind unisono unter die Expansionsschwelle von 50 gefallen (vgl. Chart). Neben den sich verschlechternden o.g. Fundamentalbedingungen ist vor allem diese Parallelität ein ernstes Alarmsignal. In den kommenden Quartalen bleibt die Lage

Unternehmen
drosseln
ihre Produktion

Lieferketten
und Leitzinsen
belasten ebenfalls

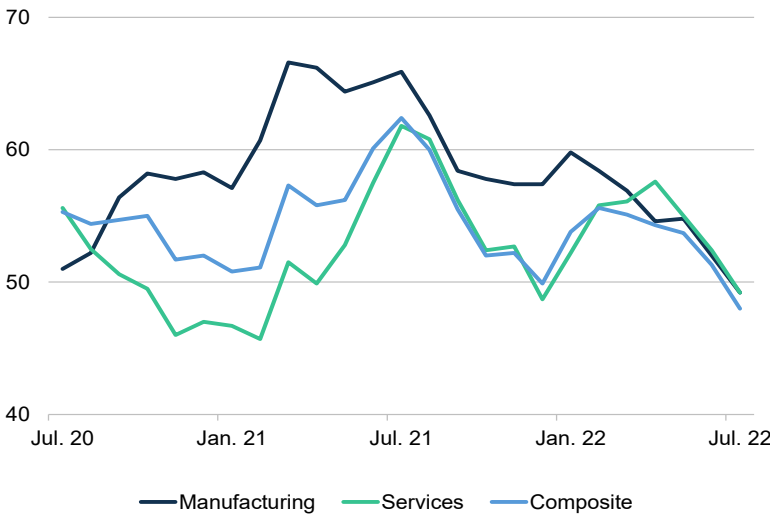
Rezession
spätestens 2023

Kein schneller
Frieden
in der Ukraine

Euroraum: PMIs
unter Expansions-
schwelle gefallen

schwierig. Insgesamt zehrt die Konjunktur im Euroraum gegenüber Deutschland in isolierter Betrachtung dabei von einem höheren statistischen Überhang aus dem Vorjahr und einem deutlich besseren Start ins Jahr (BIP-Wachstum zum Vorquartal +0,6 % für den Euroraum ggü. +0,2 % in Deutschland). Für den Euroraum erwarten wir jetzt nur noch einen BIP-Zuwachs von 2,0 % für das laufende Jahr und von -0,6 % für das kommende Jahr. 2024 dürfte das BIP stagnieren.

Euroraum: Einkaufsmanagerindizes



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Die Inflationsraten lassen wir in unserem Hauptszenario vorerst unverändert. In Deutschland scheint das Entlastungspaket wenigstens eine gewisse (wenn auch temporäre) Entlastung zu bringen. Auch in anderen Ländern sind ähnliche Hilfen auf den Weg gebracht worden. Zudem sorgt die Konjunkturverlangsamung für einen sinkenden Preisdruck. Auf der Gegenseite stehen die Risiken aus einem weiteren Preisanstieg, namentlich für Haushaltsenergie, als Folge der geopolitischen Lage.

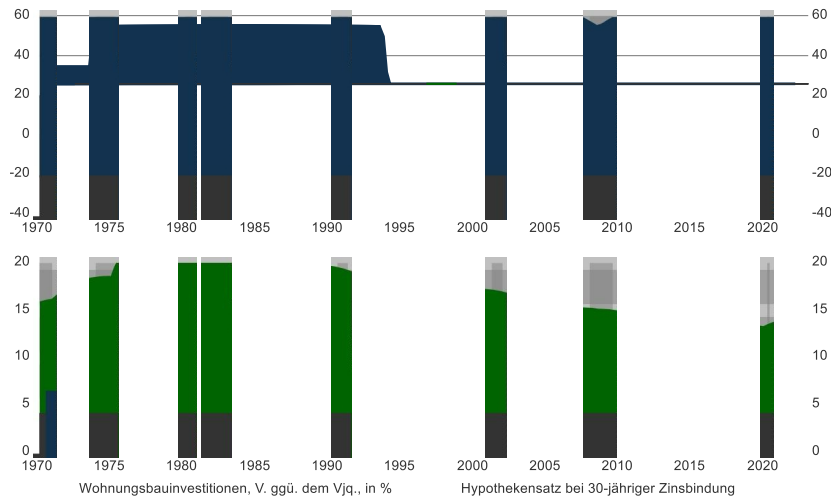
Etwas besser sieht es noch in den Vereinigten Staaten aus. Zumindest einen Gasmangel muss das Land der unbegrenzten Frackingmöglichkeiten nicht befürchten. Auch dürften im Vergleich zum Euroraum deutlich niedrigere Energiekosten für die US-Industrie sprechen. Indes haben sich auch dort die Auftriebskräfte erheblich abgeschwächt. Die hohe Inflation hat die Fed zu einem scharfen Bremsmanöver veranlasst. Seit März dieses Jahres ist die Fed Funds Target Rate um 150 Bp. angehoben worden. Bis zum Jahresende dürften noch einmal 150 Bp. hinzukommen. Am wichtigen Markt für Wohnimmobilien ist dieses Signal bereits angekommen. Der Anstieg der Hypothekenzinssätze hat zu einer Vollbremsung der Wohnungsbauinvestitionen geführt. Und mögliche Käufer für Wohnimmobilien halten sich zunehmend bedeckt: Die Komponente für die Anzahl der Besuche möglicher Hauskäufer des Hausmarktindex (HMI) des Verbandes der US-Wohnbauunternehmen (NAHB) stürzte im Juli um 11 Punkte auf 37 Punkte ab. Überdies dürfte der private Konsum der hochverschuldeten US-Haushalte von den steigenden Kreditzinsen belastet werden. Alles Faktoren, die das stark inlandsabhängige BIP-Wachstum deutlich belasten dürften.

EWU-BIP schrumpft 2023

Inflation vorerst unverändert

Vereinigte Staaten: Zwar kurz vor der Rezession, aber noch nicht drin

USA: Wohnungsbauminvestitionen und Hypothekensätze



Quelle: Refinitiv, NBER, LBBW Research

In der Summe senken wir unsere BIP-Prognosen für die USA für das laufende Jahr von 2,5% auf 1,5%. Für das kommende Jahr erwarten wir nur noch ein kleines Plus von 0,5 % (statt 1,0 %); erst für 2024 sieht es – dann im Zeichen sinkender Leitzinsen – mit 1,2 % wieder etwas freundlicher aus.

Die bessere Performance der US-Konjunktur dürfte sich auch am Devisenmarkt bemerkbar machen. Wir rechnen mit einem Fall des Euro unter die Parität zum US-Dollar: 0,98 US-Dollar je Euro per Ende September. Zum Jahresende dürfte sich die Gemeinschaftswährung dann wieder auf 1,00 erholen, wenn sich abzeichnet, dass auch in den USA die Leitzinsen in Richtung auf das Jahresende 2023 wieder fallen dürften.

04

Zinsen und Renditen: Notenbanken frühzeitig ausgebremst

Die großen Notenbanken, und hier insbesondere die EZB, geraten angesichts der immer weiter voranschreitenden Verdüsterung der Konjunkturaussichten noch stärker in die Zwickmühle. An und für sich legt die bis dato ungebremsste Zunahme des Inflationsdrucks dringend nahe, dass die geldpolitischen Zügel rasch weiter angezogen werden. Kurzfristig dürfte u.E. vor diesem Hintergrund in der Tat die Priorisierung des Kampfes gegen die hohe Inflation seitens der Währungshüter nicht in Frage gestellt werden. Die entscheidende Frage lautet, ob bzw. ab wann der zunehmend bange Blick auf den düsteren Konjunkturmix die Oberhand gewinnt und die Notenbanker zu einer Pause bei den geldpolitischen Straffungen oder gar deren Umkehr bewegt. Mit Blick auf die EZB sind wir bisher davon ausgegangen, dass sie die Leitzinsen bis in den Sommer 2023 hinein sukzessive bis auf gut 2 % (Einlagensatz) und damit über das neutrale Niveau hinaus, welches wir auf rund 1,5 % taxieren, heraufschleusen wird. Unter Zugrundelegung des

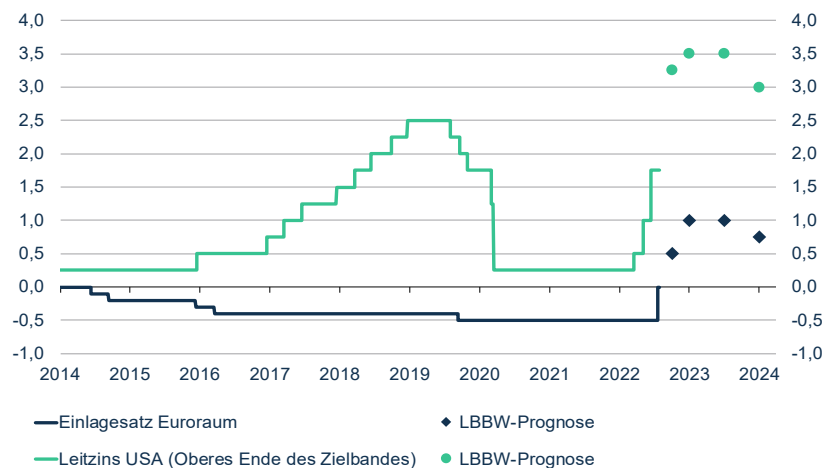
Aufwärtstrend erst wieder ab 2024

Euro fällt unter Parität zum US-Dollar

Notenbanken in noch stärkerer Zwickmühle

zunehmend für Herbst/Winter erwarteten Eintritts in die Rezession sehen wir nunmehr lediglich noch Spielraum für zwei weitere „große“ Leitzins-schritte um jeweils 50 Bp, welche den EZB-Einlagesatz per Jahresende 2022 auf 1,00 % hieven würden. Die Geldpolitik im Euroraum dürfte mithin nicht auf restriktives Terrain vorstoßen. Mit einer unmittelbar folgenden Kursumkehr zu erneuter geldpolitischer Lockerung rechnen wir in dem skizzierten gemäßigten Rezessionsszenario nicht. Eine erste Leitzinssenkung der EZB könnte im Verlauf des zweiten Halbjahrs 2023 auf die Agenda rücken, wenn Abschwächungstendenzen bei der Inflation Fahrt aufnehmen.

Leitzinsen USA und Euroraum mit neuen LBBW-Prognosen



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

In den USA besitzen die Notenbanker auch unter den oben skizzierten überarbeiteten makroökonomischen Aussichten grundsätzlich mehr Beifreiheit als im Euroraum, den Kampf gegen die hohe Inflation mittels Anziehen der geldpolitischen Daumenschrauben zu forcieren. Mit dem für heute Abend anstehenden vierten Zinsschritt in Folge – aller Wahrscheinlichkeit um weitere 75 Bp – stößt die Obergrenze des Tagesgeldzielbands der Fed mit 2,50 % in etwa auf neutrales Terrain vor. Eine weitere Anhebung um 50 oder 75 Bp, welche wir für September erwarten, bringt das US-Leitzinsniveau auf mindestens 3 %, den höchsten Wert seit der Finanzkrise. Im Angesicht der wachsenden konjunkturellen Risiken, sowohl heimisch als auch global, könnten die US-Währungshüter u.E. auf diesem Niveau zunehmend zögerlicher bezüglich weiterer „großer“ Zinsschritte werden. Ab dem Winter sehen wir stark steigende Chancen auf eine Pause bei den Zinsanhebungen, die anschließend bei weiterhin stark erhöhter US-Inflation in eine längere Plateauphase auf moderat restriktivem geldpolitischem Terrain übergehen sollte. Das Leitzins-Peak erwarten wir nach dieser Maßgabe nunmehr bei rund 3,50 %, und damit um 0,5 %-Punkte tiefer als bisher (4 %). Eine beginnende Kurswende in Richtung geldpolitischer Lockerung halten wir für die USA, ähnlich wie für den Euroraum, für die zweite Jahreshälfte 2023 für wahrscheinlich.

Langfristzinsen: Fortgesetzter Rückgang zunehmend wahrscheinlich, Rendite-Peak wohl überschritten

Das Thema wachsender Rezessionsgefahren hat in den zurückliegenden Wochen eindeutig die Oberhand an den großen Rentenmärkten

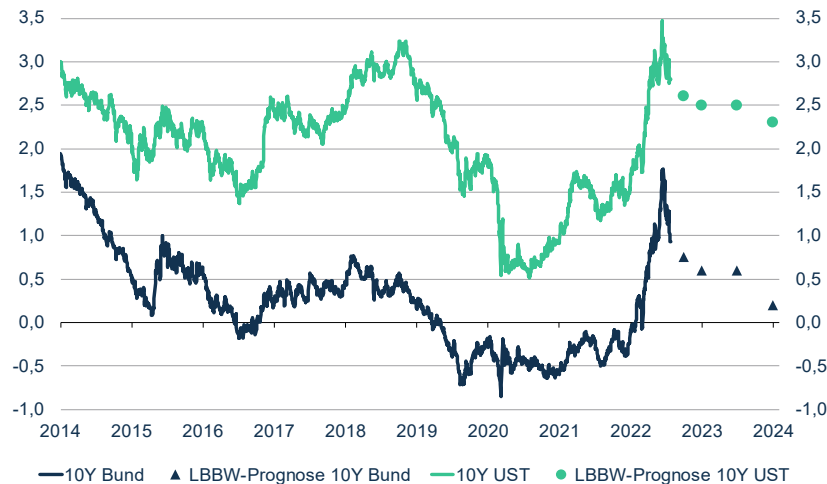
EZB: Zwei weitere Zinsanhebungen wahrscheinlich, aber Peak beim Einlagesatz bereits Ende 2022 bei 1 % erreicht

Fed: Wir erwarten weitere 75 Bp heute und nochmals 75 Bp für September

US-Leitzins-Peak dürfte nunmehr bereit bei 3,50 % erreicht sein

beiderseits des Atlantiks gewonnen und dafür gesorgt, dass ein erheblicher Teil des im ersten Halbjahr verzeichneten Renditeaufwärtsschubs bei Bundesanleihen und US-Treasuries korrigiert wurde. Es ist zwar weiterhin keineswegs ausgeschlossen, dass das „Sorgenpendel“ der Finanzmarktteilnehmer in den kommenden Monaten wieder in Richtung Inflationsrisiken zurückschwingt und die Staatsanleiherenditen neuerlich nach oben treibt.

Leitzinsen USA und Euroraum mit neuen LBBW-Prognosen



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Es erscheint indes im aktuellen Umfeld zunehmend wahrscheinlich, dass die Renditehöchststände im laufenden Zyklus bereits hinter uns liegen. Neben einer weiterhin hohen Nachfrage nach Sicherheit könnte dies den langlaufenden Staatstiteln anhaltenden Kursrückwind verleihen. Bei den Bundesanleihen kommen zudem ein möglicher marktpsychologischer Schub durch den jüngsten Rückfall der 10-jährigen Benchmarkrendite unter die 1 %-Marke sowie anhaltende Sorgen um die politische Lage in Italien als renditedämpfenden Faktoren hinzu. Da wir in unserem überarbeiteten Hauptszenario nunmehr von einer länger anhaltenden konjunkturellen Talsohle, vor allem in Europa, ausgehen, halten wir mittelfristig ein Wiederansteuern der 0 %-Marke bei den 10-jährigen Bund für denkbar.

Wir erwarten angesichts nachhaltig erhöhter Inflationsraten keine erneute andauernde Phase negativer Langfristzinsen für den Euroraum. Mit Blick auf die Renditen langlaufender US-Staatstitel erwarten wir auf Sicht der nächsten sechs bis zwölf Monate nunmehr in der Tendenz ebenfalls ein fortgesetztes Absinken, wobei u.E. angesichts des skizzierten Makroszenarios von einer Vergrößerung des US-Renditevorsprungs auszugehen ist. Die 10-jährige US-Benchmarkrendite sollte sich dabei oberhalb der 2 %-Marke halten.

Im Ergebnis kappen wir unsere Renditeprognose für 10-jährige Bunds per 30.09.2022 kräftig von bisher 1,90 % auf 0,75 %. Per Jahresende 2022 sowie per 30.06.2023 erwarten wir jeweils 0,60 %, während die Benchmarkrendite gegen Jahresende 2023 (Prognose: 0,20 %) mit beginnenden EZB-Leitzinssenkungen ein zyklisches Tief markieren könnte. Im Verlauf bleibt dabei im Lichte der zunächst fortgesetzten geldpolitischen Straffung der EZB u.E. ein komplettes Abflachen oder

Rezessionsorgen gewinnen Oberhand am Rentenmarkt

10Y Bund unter 1 % zurückgefallen, Regierungskrise in Italien heizt „Flight to quality“ zusätzlich an

Neue Prognosen sehen Renditen beiderseits des Atlantiks weiter auf dem Rückzug

10Y Bund per Ende 2022 bei 0,60 % erwartet

gar eine temporäre leichte Inversion der Euro-Zinskurve möglich. Unsere Renditeprognose für 10-jährige US-Treasuries kürzen wir per 30.09.2022 gleichfalls kräftig, und zwar von 3,60 % auf 2,60 %. Im weiteren Verlauf erwarten wir Renditestände von 2,50 % per Ende 2022 (bisher: 3,70 %) sowie 2,30 % per Ende 2023 (siehe obige Grafik).

Hinsichtlich der Performanceerwartung für die großen Rentenmärkte beiderseits des Atlantiks hat die umfassende Revision unseres Hauptszenarios beträchtliche Verschiebungen zur Folge, denn die bisherige Projektion wiederholter Kurseinbrüche geht über in eine renten-positive Aussicht, wonach die jüngst begonnene Kurserholung ausgebaut werden dürfte, vor allem bei langlaufenden Staatstiteln. Wir wollen an dieser Stelle jedoch nicht versäumen zu betonen, dass der unkontrollierte Anstieg der Inflationsraten weiterhin beträchtliche potenzielle Sprengkraft für die Rentenmärkte bildet – die kommenden Monate bleiben mithin eine Gratwanderung, gekennzeichnet durch extrem hohe Unsicherheit!

05

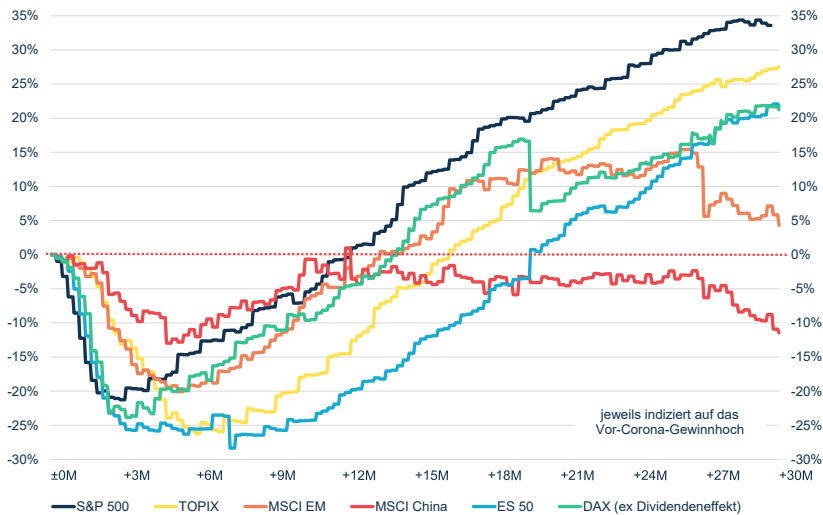
Aktien nehmen Entwicklung vorweg

Bei näherer Betrachtung hält das zuvor bereits andiskutierte ifo-Geschäftsklima einen Negativrekord parat. Die ifo-Erwartungskomponente lag in der bis ins Jahr 2005 zurückreichenden Historie des neuen ifo niemals so stark unterhalb des Lageindex – nämlich um mehr als 17 Punkte – wie derzeit. Also auch nicht während der Finanz-, der Euro-Schulden- oder der Coronakrise, welche mit weniger als zwölf Zählern den bisherigen Negativrekord hielt. Die befragten Unternehmenslenker befürchten somit, dass die künftige konjunkturelle Situation nicht nur deutlich, sondern sogar massiv schlechter ausfallen dürfte als die derzeitige. Bereits bei einem Bruchteil jener Differenz aus beiden Komponenten folgten in der Historie über kurz oder lang sinkende Margen und Unternehmensgewinne.

Auf den ersten Blick mögen die seitens der Analysten aktuell erwarteten 12-Monats-Forward-Gewinne daher so gar nicht ins Bild passen: Schließlich legten die Gewinnschätzungen in den wichtigsten Industrienationen zuletzt noch weiter zu, wenngleich die Dynamik jener Entwicklung bereits seit geraumer Zeit abnimmt. Lediglich in den Emerging Markets im Allgemeinen sowie in China im Speziellen sinken die 12-Monats-Forward-Gewinne bereits seit einigen Monaten.

Performance-
erwartung jetzt
zwar positiv –
aber: Achtung!
Es bleibt eine
Gratwanderung

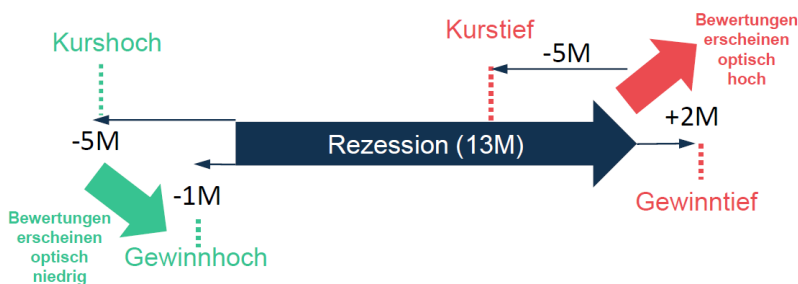
International: 12-Monats-Forward-Gewinne



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Tatsächlich ist das beobachtete Bild jedoch alles andere als außergewöhnlich: Zwar gleicht keine Rezession einer anderen. Wie unsere Auswertung auf Basis der von Wirtschaftsnobelpreisträger Robert J. Shiller erhobenen und bis ins Jahr 1871 zurückreichenden Daten zu den 30 zurückliegenden US-Rezessionen zeigt, lassen sich jedoch gewisse allgemeingültige Muster beobachten. So lagen im Median jener 30 Beobachtungen Gewinnhoch und Rezessionsbeginn zeitlich eng beieinander, während das Kurshoch hingegen typischerweise schon mehrere Monate vor Beginn der rezessiven Phase markiert wurde. Daher kann der Aktienmarkt mit Fug und Recht als wichtigster Frühindikator angesehen werden – schließlich ist er der volkswirtschaftlichen Entwicklung regelmäßig mehrere Nasenlängen voraus. Dies ist auch der Grund, warum er sein Kurstief in aller Regel bereits zu einem Zeitpunkt erreicht, zu welchem die Rezession noch in vollem Gange ist, während die Trendwende nach oben bei den Gewinnen hingegen in aller Regel erst kurz nach Ende der rezessiven Phase zu beobachten ist.

Kurs- und Gewinnentwicklung im Umfeld von Rezessionen



Quelle: Robert J. Shiller, LBBW Research

In den deutlich gesunkenen Kursen des deutschen Blue-Chip-Index DAX scheint einiges an konjunkturellen Einbußen vorweggenommen zu sein: Jener notiert aktuell schließlich um rund 20% unterhalb seines zu Jahresbeginn auf Schlusskursbasis erreichten Allzeithochs. Temporär hatte das Minus sogar noch etwas tiefer gelegen. Parallel hierzu stieg jedoch der seitens der Analysten im Konsens erwartete 12-Monats-Forward-Gewinn seither um 13%. Die Istwerte des DAX spiegeln

Mit Ausnahme der Emerging Markets im Allgemeinen sowie China im Speziellen legten die Gewinnschätzungen dem düsteren Konjunkturbild zum Trotz zuletzt noch weiter zu

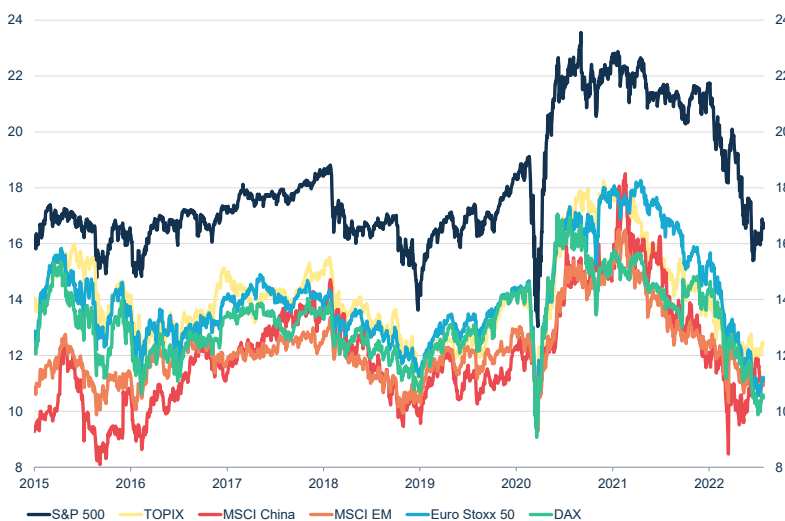
Aktienkurse nehmen die konjunkturelle Entwicklung typischerweise vorweg

In den bereits deutlich gesunkenen Kursniveaus ist daher bereits einiges am Negativem eingepreist

daher in nahezu idealtypischer Weise die im Rahmen der früheren US-Rezessionen von uns beobachteten Muster wider.

Die Kombination aus gedrückten Kursen einerseits und noch gestiegenen Gewinnen andererseits hat zur Folge, dass die Aktienmärkte inzwischen sehr günstig bewertet erscheinen. Schließlich sank das 12-Monats-Forward-KGV bereits um satte 36%. Die in Kürze zu erwartenden Gewinnabwärtsrevisionen dürften das derzeitige Bewertungsniveau allerdings relativieren. Wegen des hierdurch sinkenden Nenners würden weitere Kursrücksetzer daher nicht zwingend zu noch tieferen KGVs führen, sondern könnten im Extremfall sogar steigende Bewertungsniveaus nach sich ziehen.

International: 12-Monats-Forward-KGVs



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Nicht zuletzt aufgrund der historisch zu beobachtenden Muster gehen wir davon aus, dass die Indizes über die ohnehin traditionell schwierigen Monate August und September hinweg nochmals von einer Abwärtswelle erfasst werden, weshalb unsere Indexprognosen per Ende September 2022 noch ein gutes Stück unterhalb der gegenwärtigen Indexstände liegen.

Falls sich unsere derzeitige Prognose einer zeitlich zwar ausgedehnten, jedoch in ihrer Dimension eher milden Rezession bewahrheiten sollte, sehen wir das noch verbleibende Downside als begrenzt an. Lediglich im Falle einer markanten Rationierung von Gas, welche Deutschland und Europa in eine schwere Rezession führen würde und/oder im Rahmen eines markanten „Policy Errors“ der US-Notenbank Fed, welche Amerikas Konjunktur in die Knie zwänge, hätte wohl einen noch tieferen und zudem länger andauernden Einschnitt bei Aktien zur Folge. Im Worst Case wäre dabei zu befürchten, dass die Notierungen, wie schon während der Finanzkrise, der Euro-Schuldenkrise sowie der Coronakrise, ein weiteres Mal bis auf das Niveau der 12-Monats-Forward-Buchwerte abtauchen. Für den DAX würde dies bedeuten, dass der Indexstand temporär wieder knapp unter die 10.000-Punkte-Marke sinken würde.

Die stark gedrückten KGVs lassen die Aktienmarkt-bewertungen günstig erscheinen

Die zu erwartenden Gewinnabwärtsrevisionen würden das Bild allerdings wieder relativieren

Bis Herbst erwarten wir einen weiteren begrenzten Rücksetzer an den Aktienmärkten

Fazit

Es sieht derzeit wirklich nicht gut aus für die Konjunktur. Europa scheint durch den Ukraine-Krieg zum Epizentrum der anrollenden Rezession zu werden. Unsere Prognosesenkung ist dabei motiviert durch einen starken Rückgang der Frühindikatoren und inzwischen überbordend aufgelaufene Abwärtsrisiken. Natürlich kann es am Ende auch besser kommen, vor allem durch Szenarien mit einem baldigen Waffenstillstand der Ukraine und der Wiederherstellung der Versorgungssicherheit für den europäischen Energiesektor. Auch ein milder Winter würde helfen. Aber das sind mehr oder minder Hoffnungswerte. Die Fakten sprechen derzeit eine andere Sprache. So kurz nach der Corona-Pandemie (die ja auch noch nicht definitiv vorbei ist) trifft der Abschwung eine Weltwirtschaft, die noch mit Logistikproblemen und massiven Ungleichgewichten zu kämpfen hat. Die emporschießende Inflation hat dabei unsere alte Rechnung vom konsumgetriebenen Aufschwung durchkreuzt. Verstärkt wurde dies zudem durch – so muss man es wohl nennen – die Explosion der Energiepreise, die noch einige Zeit nachhallen wird und u.a. für die u.E. hohe Inflation im kommenden Jahr verantwortlich sein dürfte. Zinserhöhungen der Notenbanken sollten den Inflationsschub bremsen. Zumindest teilweise wird das 2023 der Abschwung erledigen.

Die Notenbanken dürften im laufenden Jahr noch sehr energisch, im kommenden Jahr dann wieder vorsichtiger agieren. Mit Blick auf die EZB kann man sagen, dass ihr Politikschwenk reichlich spät zustande kam. Im kommenden Jahr wird man eher schon wieder über Zinssenkungen reden (müssen).

Die Zins- und Renditelandschaft unterliegt derzeit im Monatstakt Veränderungen, für die sonst Quartale oder Jahre nötig waren. Damit geht eine außergewöhnlich hohe Unsicherheit der Prognosen einher. Im Moment spricht mehr für sinkende als für steigende Renditen. Das Hauptcharakteristikum an den Rentenmärkten dürfte aber u.E. auch im kommenden Jahr sein, dass die Renditen deutlich hinter der Inflationsrate zurückbleiben, die Realzinsen also auf breiter Front negativ sein werden.

Aktien als Anlageform in Sachkapital werden von dieser Situation entgegen einer weit verbreiteten Ansicht nicht „automatisch“ profitieren können. Dazu sind die Konjunktursorgen bis auf Weiteres zu dominierend. Dennoch dürfte hier der ärgste Kursrutsch hinter uns liegen.

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

