



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

22. Dezember 2022

Ausblick 2023: Ein paar Fragezeichen und eine ganze Menge Hoffnung

Was war 2022 doch für ein Jahr. Russland startete in Februar den ersten Angriffskrieg auf europäischem Boden seit 1939. Die Energieversorgung des Kontinentes geriet in eine massive Schieflage und befindet sich immer noch in einer prekären Situation. In der Ostsee wurden von einer unbekannteren Macht Gaspipelines gesprengt. Bei der Deutschen Bahn wurden mit geheimdienstlichen Fähigkeiten entscheidende Glasfaserleitungen durchtrennt. Lieferkettenprobleme verloren etwas an Schrecken, wobei das nicht für alle Gütergruppen galt. Für einiges Entsetzen sorgte die Anregung des Präsidenten der Bundesärztekammer, nachbarschaftliche Flohmärkte für Medikamente einzurichten, um gemeinsam die Mangellage bei einigen Medikamenten zu überbrücken. Wann gab es so etwas zuletzt in Deutschland?

Gleichzeitig stieg die Inflation im Jahr 2022 in Deutschland und fast allen anderen Industriestaaten innerhalb kurzer Zeit so stark an wie selten zuvor seit dem Zweiten Weltkrieg. Nahezu jede wichtige Notenbank, jedes Wirtschaftsforschungsinstitut und auch nahezu jede Analyseabteilung einer Bank (eingeschlossen unserer eigenen Analyse) unterschätzte dabei für viele Monate in Folge den kontinuierlichen Anstieg der Preise. Im Ergebnis waren Zentralbanken genötigt, die Leitzinsen massiv anzuheben, um die ausufernden Inflationsraten wieder in den Griff zu bekommen. Als Reaktion auf die unerwartet starken Leitzinserhöhungen stiegen wiederum die Renditen von Staatsanleihen und Unternehmensanleihen an, was bei den Papieren zu Kursrückgängen in historischen Ausmaßen führte. Da überrascht es fast ein wenig, dass

Aktien im Jahr 2022 nicht pauschal massiv an Wert verloren haben, sondern insgesamt eine sehr heterogene Wertentwicklung aufwiesen. Grundsätzlich galt die Regel, dass die Wertentwicklung bei Unternehmen aus dem Technologiesektor und im Bereich der Small- und Midcaps sehr unterdurchschnittlich verlief, während Large-Caps (oftmals vor allem aus Europa) mit einer eher value-lastigen Zuordnung noch mit einem blauen Auge davongekommen sind. Viele Aktien, die man aus Gründen der Nachhaltigkeit selbst mit der Kneifzange nicht anfassen würde, haben 2022 sogar erstaunlich gut abgeschnitten; damit wurde ein Trend der Vorjahre gebrochen, in dem vor allem Aktien mit besonders attraktiven ESG-Eigenschaften eine erfreuliche Wertentwicklung aufwiesen.

Damit kommen wir jetzt zu der eine-Millionen-Dollar-Frage: Was bringt das nächste Jahr? Bei der Beantwortung dieser Frage ist zunächst eine ganze Menge Demut angebracht. Nicht selten gibt es schon am Anfang eines Jahres Entwicklungen und Ereignisse, von denen man einige Wochen zuvor noch nicht einmal zu träumen gewagt hätte. Dann können selbst die plausibelsten und die scheinbar präzisesten Szenarien innerhalb kürzester Zeit zur Makulatur werden. Daher sind Jahresausblicke immer mit einer gewissen Vorsicht zu genießen, und es sollte keiner auf die Idee kommen, seine Anlagepolitik ausschließlich an Jahresausblicken zu orientieren und sich dann für die jeweils nächsten zwölf Monate komplett von den Märkten abzuwenden. Trotzdem ist es grundsätzlich richtig, Jahresprognosen aufzustellen und in Szenarien zu denken. Denn diese Übung zwingt Investoren,

sich möglicher Risiken und Chancen bewusst zu werden und dementsprechend auch dann schneller handeln zu können, wenn sich der Wind unerwartet dreht.

Fangen wir also an. Der Anker für die Bewertung aller möglichen Vermögensgegenstände sind Zinsen, so dass es bei grundsätzlichen Überlegungen zu Kapitalmärkten immer Sinn ergibt, zunächst ein Zinsszenario aufzustellen. Im kommenden Jahr werden sowohl in den USA als auch in Europa die Leitzinsen weiter angehoben werden. Dieser Sachverhalt ist für sich genommen auch schon längst eingepreist. Wenn sich die Leitzinserwartungen nicht mehr groß ändern, werden sich dementsprechend auch die Renditen von Anleihen nicht mehr besonders stark bewegen. Die entscheidende Frage ist daher die, inwieweit Märkte mit ihrer Einschätzung bezüglich des Zinspfades falsch liegen und ggf. ihre Erwartungen erneut anpassen müssen. So war schon das ganze Jahr 2022 davon geprägt, dass die Markterwartungen bezüglich der Leitzinsen kontinuierlich nach oben angepasst werden mussten. Dieser Prozess ist selbst jetzt noch nicht zu seinem Ende gekommen. Während wir diese Zeilen schreiben, bewegen sich die Renditen von Bundesanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit schon wieder in der Nähe ihrer Jahreshöchststände, eben weil auch die Leitzinserwartungen weiter angestiegen sind. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend auch in den kommenden Wochen und Monaten fortsetzen dürfte. Damit wären temporäre Renditeniveaus von 2,5% und mehr für zehnjährige Bundesanleihen genauso realistisch wie Renditen von 4,5% für zehnjährige US-Treasuries. Die höheren Renditen bei Staatsanleihen führen selbstredend auch zu höheren Renditen bei Unternehmensanleihen, wobei die drohende konjunkturelle Eintrübung weitere zusätzliche Risikoaufschläge gerade bei weniger bonitätsstarken Anleihen mit sich bringen. Damit ist jetzt sicherlich noch nicht der Zeitpunkt gekommen, neue Positionen bei Unternehmensanleihen mit schlechterer Bonität und längerer Restlaufzeit aufzubauen, auch wenn die jetzigen Renditeniveaus schon sehr verlockend erscheinen.

Die höheren Renditen und Zinsen haben wiederum einen Einfluss auf die Bewertung an den Aktienmärkten. Je höher Renditen und Zinsen steigen, umso geringer fällt der Barwert der zukünftigen Gewinne aus. Da ist es logisch zu vermuten, dass das aktuelle Zinsumfeld für den Aktienmarkt eher Gegenwind mit sich bringt. Auch die schwächelnde Konjunktur ist kein gutes Omen für den

Aktienmarkt, denn ein Wachstum unterhalb des Trendpfades hat auch negative Effekte auf die Gewinne, die aus unserer Sicht gerade für 2023 noch zu optimistisch eingeschätzt werden. Auf der anderen Seite sind Gewinne immer eine nominale Größe. Wenn Preise steigen, steigen i.d.R. auch die Gewinne; zumindest dann, wenn die Margen nicht komplett kollabieren, und das erwartet keiner für 2023. Nun ließe sich argumentieren, dass im kommenden Jahr die Inflationsrate falle, so dass sich der Effekt 2023 ins Negative umkehren könnte. Das ist aber nicht der Fall. Auch bei fallender Inflationsrate steigen die Preise, der Anstieg fällt nur weniger stark aus. Grundsätzlich ist aber bei den zu erwartenden Inflationsraten weiter mit so starken Preisanstiegen über das Jahr hinweg zu rechnen, dass dies für sich genommen die Gewinne zumindest stabilisiert und besonders negative Gewinnrevisionen unwahrscheinlich macht. Zudem darf ein Effekt nicht unterschätzt werden: Märkte haben die erstaunliche Fähigkeit, durch Krisen „hindurchzuschauen“ und den nächsten Aufschwung zu antizipieren, lange bevor sich der Aufschwung tatsächlich einstellt. Wir wollen damit in keiner Weise sagen, dass damit die nächste Rallye am Aktienmarkt unmittelbar bevorsteht – es wäre jedoch törricht zu vermuten, dass über das ganze Jahr 2023 hinweg Trübsal geblasen wird, nur weil die aktuellen Konjunkturdaten schlecht und die Zinsen hoch sind.

Plausibler wäre ein Szenario, in dem die bestehenden Unsicherheiten in der ersten Jahreshälfte durch eine hohe Volatilität zum Ausdruck kommen, bevor dann in der zweiten Jahreshälfte der Blick auf hoffentlich bessere Zeiten den Markt zu neuen Höhenflügen animiert. Unser offizielles Jahresendziel 2023 für den DAX liegt daher beispielsweise bei 15.600 Punkten – etwa 11 Prozent über den derzeitigen Indexständen. Die hohe Divergenz in der Performance zwischen Investmentstilen dürfte aber zunächst bestehen bleiben.

Nun steht aber erst einmal Weihnachten vor der Tür – eine Zeit, in der man Kapitalmarktthemen mit gutem Gewissen ruhen lassen kann, um den Blick auf andere, eigentlich wichtigere Themen zu richten. In diesem Sinne wünschen wir Ihnen ein friedvolles Weihnachtsfest und einen guten Start in das neue Jahr! Vor allem aber wünschen wir Ihnen ein gesundes Jahr – und uns allen wünschen wir eine Welt, in der hoffentlich endlich wieder einmal die positiven Nachrichten dominieren. Bleiben Sie uns gewogen!

Marktdaten

	Stand 22.12.2022 16:15	Veränderung zum					
		15.12.2022 -1 Woche	21.11.2022 -1 Monat	21.09.2022 -3 Monate	21.12.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	32942	-0,8%	-2,3%	9,1%	-7,2%	-0,6%	-9,3%
S&P 500	3845	-1,3%	-2,7%	1,5%	-17,3%	-9,0%	-19,3%
Nasdaq	10527	-2,6%	-4,5%	-6,2%	-31,4%	-19,3%	-32,7%
Russell 2000	1750	-1,4%	-4,8%	-0,7%	-20,6%	-10,0%	-22,0%
DAX	13901	-0,6%	-3,3%	8,9%	-10,0%	-5,0%	-12,5%
MDAX	25061	-0,9%	-1,9%	4,8%	-27,0%	-21,4%	-28,6%
TecDAX	2902	-2,6%	-6,1%	3,4%	-23,6%	-7,5%	-26,0%
EuroStoxx 50	3831	-0,1%	-2,0%	9,7%	-8,3%	-3,6%	-10,9%
Stoxx 50	3690	-0,1%	-0,6%	6,7%	-1,0%	0,8%	-3,4%
SMI (Swiss Market Index)	10784	-0,9%	-2,7%	3,4%	-15,0%	-9,7%	-16,2%
FTSE 100	7496	0,9%	1,6%	3,6%	2,7%	0,0%	1,5%
Nikkei 225	26508	-5,5%	-5,1%	-2,9%	-7,0%	0,2%	-7,9%
Brasilien BOVESPA	107362	3,5%	-2,2%	-4,1%	1,8%	-4,1%	2,4%
Russland RTS	965	-7,4%	-14,0%	-12,8%	-38,7%	-19,8%	-39,5%
Indien BSE 30	60826	-1,6%	-0,5%	2,3%	8,0%	6,3%	4,4%
China CSI 300	3836	-2,9%	1,8%	-1,7%	-21,9%	-17,0%	-22,4%
MSCI Welt	2627	-0,4%	-0,5%	4,4%	-16,7%	-9,7%	-18,7%
MSCI Welt SRI	2510	-1,1%	-0,1%	-6,8%	-19,8%	-10,9%	-22,5%
MSCI Emerging Markets	953	-0,8%	2,4%	2,2%	-20,8%	-21,0%	-22,6%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	135,88	-277	-454	-532	-3743	-3011	-3549
Bobl-Future	116,59	-129	-336	-371	-1733	-1439	-1665
Schatz-Future	105,67	-44	-118	-139	-650	-603	-636
3 Monats Euribor	2,10	70	70	144	269	263	269
3M Euribor Future, Dez 2022	3,46	32	52	0	384	266	341
3 Monats \$ Libor	4,75	1	6	115	454	426	454
Fed Funds Future, Dez 2022	4,46	-4	-28	36	372	227	310
10-jährige US Treasuries	3,65	20	-18	14	217	167	216
10-jährige Bunds	2,36	27	38	47	266	217	254
10-jährige Staatsanl. Japan	0,41	15	16	15	36	21	34
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,54	33	54	24	177	126	168
US Treas 10Y Performance	586,12	-1,8%	1,1%	-1,0%	-15,9%	-12,3%	-16,1%
Bund 10Y Performance	536,85	-1,8%	-2,7%	-3,1%	-19,9%	-16,0%	-19,0%
REX Performance Index	434,97	-1,7%	-0,5%	-2,2%	-12,1%	-9,5%	-11,4%
IBOXX AA, €	3,39	22	22	24	301	231	291
IBOXX BBB, €	4,50	23	11	18	373	277	363
ML US High Yield	8,60	15	-28	-17	365	275	370
Wandelanleihen Exane 25	6639	0,0%	-0,1%	3,3%	-17,6%	-12,0%	-18,9%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	599,43	0,3%	-3,0%	-4,8%	10,1%	-9,0%	6,8%
MG Base Metal Index	412,42	-1,4%	5,0%	8,1%	-8,3%	-17,0%	-10,6%
Rohöl Brent	82,63	1,6%	-5,8%	-8,0%	11,6%	-14,8%	5,4%
Gold	1797,29	1,1%	3,5%	7,7%	0,6%	-5,8%	-1,4%
Silber	24,01	4,0%	16,0%	23,4%	6,6%	-2,0%	3,2%
Aluminium	2363,25	0,8%	0,3%	8,5%	-13,6%	-28,8%	-15,8%
Kupfer	8369,50	1,4%	6,7%	8,0%	-12,4%	-15,5%	-14,1%
Eisenerz	110,74	0,2%	21,0%	12,3%	-2,6%	-22,5%	-1,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1723	12,8%	46,4%	-1,3%	-24,9%	-23,2%	-22,3%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0598	-0,2%	3,4%	7,0%	-6,2%	-6,6%	-6,4%
EUR/ GBP	0,8816	1,1%	1,5%	1,1%	3,6%	5,6%	5,0%
EUR/ JPY	140,14	-3,4%	-3,6%	-1,8%	9,1%	7,3%	7,5%
EUR/ CHF	0,9842	-0,2%	0,3%	3,1%	-5,5%	-5,6%	-4,7%
USD/ CNY	6,9829	0,1%	-2,6%	-1,0%	9,6%	10,6%	9,9%
USD/ JPY	132,49	-3,8%	-6,8%	-8,0%	16,1%	15,2%	15,1%
USD/ GBP	0,8322	1,7%	-1,9%	-5,7%	10,1%	12,8%	12,7%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.