

AUSBLICK
WELTWIRTSCHAFT
2023

INHALT



Dr. Frank Wohlgemuth
Leiter Research, CIIA



Dr. Jan Bottermann
Chefvolkswirt



Ekkehard Link
Leiter Kapitalmarktanalyse, CFA

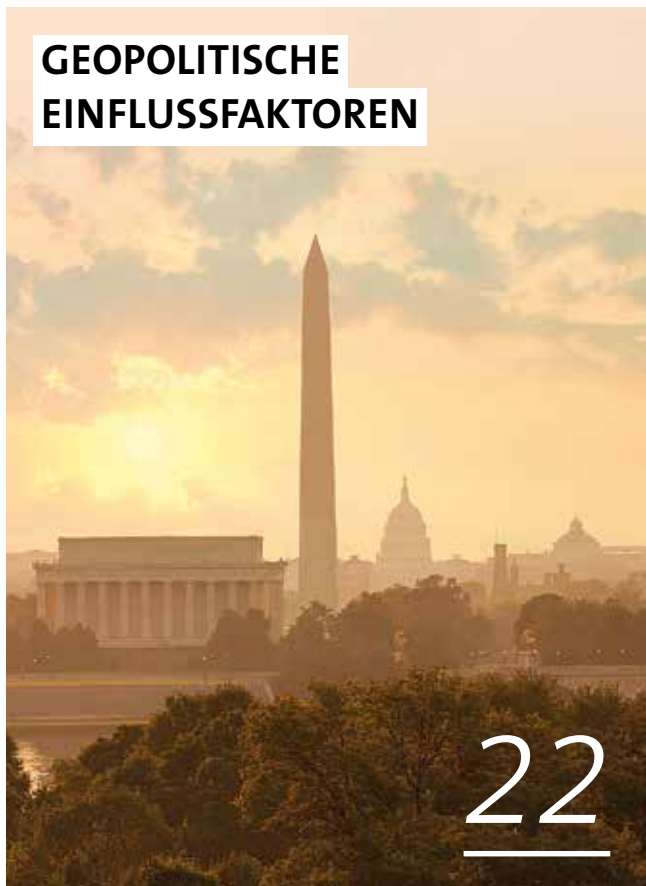


Markus Glockenmeier
Senior Kapitalmarktanalyst, CFA

UNSERE ZEHN ÜBERZEUGUNGEN FÜR 2023

4

GEOPOLITISCHE EINFLUSSFAKTOREN



22

DIE WELTWIRTSCHAFT IM ZEICHEN DER KONFRONTATION



10

DIE KAPITALMÄRKTE IM JAHR 2023



32

DIE PERSPEKTIVEN FÜR DIE AKTIENMÄRKTE HELLEN SICH DEUTLICH AUF



38

MARKTAUSBLICK – DIE ASSET-KLASSEN KOMPAKT

44



Dr. Thomas A. Lange
Vorsitzender des Vorstandes

Sehr geehrte Damen und Herren,

der Krieg in der Ukraine reiht sich ein in eine Kette von geopolitischen Entwicklungen, die Ausdruck einer sich rapide beschleunigenden Transformation der Nachkriegsordnung sind: Ein Wesenskern letzterer ist, dass der Aufstieg Chinas Russland eine wirtschaftliche und sicherheitspolitische Alternative zum Westen verschafft. China könnte im Gegenzug nunmehr aber auch Russland als idealen Juniorpartner sehen, dessen schwache Wirtschaft, schwindende Technologiebasis und Entfremdung von Europa es viel abhängiger von China macht. Das Reich der Mitte verfügt mittlerweile über die wirtschaftlichen und militärischen Ressourcen, um direkt mit den Vereinigten Staaten zu konkurrieren: Das strategische Decoupling der USA ist Ausdruck für den Übergang vom Systemwettbewerb zum Systemkonflikt zwischen dem marktwirtschaftlich-demokratischen Westen und dem immer offenkundiger staatswirtschaftlich-diktatorischen China.

Der immer stärkere zivile Charakter des Krieges wird zu einer tiefen und wohl dauerhaften Spaltung führen. Dabei steht die Europäische Union vor einem Dilemma, das sich auf absehbare Zeit nicht auflösen, sondern nur abmildern lässt. In der neuen konfrontativen Sicherheitsordnung Europas steigt ihre sicherheitspolitische Abhängigkeit von den USA weiter, während Amerikas langfristige Bündniswilligkeit mit Fragezeichen behaftet bleibt. Der Krieg in der Ukraine erschüttert nicht nur die Sicherheitsarchitektur Europas, sondern hat erhebliche Folgen für die wirtschaftlichen Perspektiven. In den letzten mehr als 15 Jahren hat sich der Schuldenstand in den Ländern der Europäischen Union deutlich erhöht. Trotz einer außerordentlich lockeren Geldpolitik der Notenbanken und entsprechender Appelle auch der EZB wurde die Gelegenheit verpasst, die Verschuldung zu reduzieren. Der Krieg in der Ukraine schwächt die Wirtschaftsentwicklung und erfordert neue Rüstungsausgaben, Hilfen für Flüchtlinge sowie hohe Investitionen in eine neue Infrastruktur für die Energieversorgung – die EU steht vor der größten Bewährungsprobe seit ihrer Gründung.

Trotz dieser geoökonomischen Belastungsfaktoren erwiesen sich die Fundamente der Weltwirtschaft resilienter, als es anfangs zu befürchten war. Der internationale Handel expandiert lebhaft, die logistischen Engpässe öffnen sich schrittweise und der asiatisch-pazifische Raum wird in den kommenden 12 Monaten wieder an seinen Expansionspfad anknüpfen können. Zudem werden die Treiber für den Inflationsprozess gerade in der europäischen Debatte nur unzureichend identifiziert. Wie Sie in diesem Umfeld die sich bietenden Potenziale nutzen können, lesen Sie im AUSBLICK WELTWIRTSCHAFT 2023. So wünsche ich Ihnen viel Vergnügen bei der Lektüre und verbleibe

mit besten Grüßen zum neuen Jahr

Ihr

Dr. Thomas A. Lange

UNSERE ZEHN ÜBERZEUGUNGEN FÜR 2023

CLEAVAGES

Die Cleavage-Theorie (englisch cleavage: ‚Kluft‘, ‚Spaltung‘) ist eine politikwissenschaftliche Theorie, die die Entwicklung von Parteiensystemen anhand langfristiger Konfliktlinien innerhalb der Gesellschaft zu erklären versucht.

CLASH OF CIVILIZATIONS

Der „Kampf der Kulturen“ ist ein politikwissenschaftliches Buch von Samuel P. Huntington und enthält die Hypothese, dass es im 21. Jahrhundert zu Konflikten zwischen verschiedenen Kulturräumen, insbesondere der westlichen Zivilisation mit dem chinesischen und dem islamischen Kulturraum kommen könnte.

Zum Jahreswechsel 2022/2023 kann man gerade als Deutscher den Eindruck gewinnen, Zeitzeuge einer Götterdämmerung zu sein: Die fast drei Jahre dauernde Pandemie hat tiefe Spuren sowohl in den weltwirtschaftlichen Strukturen als auch in der Psyche vieler Menschen hinterlassen. Trotz großer Fortschritte der Medizin bleibt die Pandemie eine latente Gefahr für die Gesundheit ganzer Bevölkerungsgruppen und damit auch ein Memento für den wirtschaftlichen Ausblick weltweit. Die Frakturen der Weltwirtschaft sind so gravierend, dass es zu massiven Ungleichgewichten gekommen ist; die resultierende Geldentwertung hat ein Ausmaß erreicht, das es seit Jahrzehnten nicht mehr gegeben hat und was den sozialen Frieden in vielen westlichen Industrienationen gefährdet. In dieser ohnehin fragilen Situation ereilen uns die Ausläufer der bislang weitgehend subkutan verlaufenden tektonischen Verschiebungen der geopolitischen Kontinentalplatten in Form des Ukraine-Kriegs. Angesichts der Singularität historischer Prozesse kann bis heute nicht ausgeschlossen werden, dass die russische Aggression nicht auch vermeidbar gewesen wäre, sie erscheint aber zumindest mit einer hohen Wahrscheinlichkeit verknüpft mit dem Aufstieg Chinas als immer härterem Konkurrenten der USA. Ohne den wirtschaftlichen und geopolitischen Rückhalt Pekings hätte Präsident Putin die massive Konfrontation mit der NATO eingedenk der Lehren aus Afghanistan für die gesamte Sowjetunion wohl nicht gewagt.

Parallel zum – relativen – Machtverlust der Vereinigten Staaten von Amerika bleibt die Pax Americana auch seitens der innenpolitischen Entwicklung in den USA unter Druck: Die Präsidentschaft Joe Bidens hat den außenpolitischen Handlungsspielraum der USA zwar wieder erweitert, auf Dauer stellt sich aber gerade für die Europäer immer dringender die Frage, wie es mittelfristig um die Bündniswilligkeit der USA bestellt ist. Die Triebkräfte der Spaltung der amerikanischen Gesellschaft sind so tief verankert, dass eine Befrie-

dung auf absehbare Zeit unwahrscheinlich bleibt: Fatalerweise haben sich viele weitere innergesellschaftliche „Cleavages“ entlang der Parteigrenzen überlagert und somit potenziert, darunter die Religion, der Gegensatz zwischen Stadt und Land und in jüngerer Zeit die Identitätspolitik. Ein multidimensionaler „Clash of Civilizations“ untergräbt die Integrationsfähigkeit der amerikanischen Republik und lässt insbesondere auch die Frage nach der ethnischen Identität der USA zu einer immer dominanteren Konfliktlinie innerhalb ihres politischen Systems werden. Gerade die kulturell geprägten Konflikte sind erfahrungsgemäß kaum befriedbar, im Ergebnis erreicht das systematische Zerwürfnis zwischen den beiden großen Parteien immer neue Dimensionen. Die Midterm-Wahlen haben zwar bewirkt, dass die Handlungsfähigkeit der Biden-Administration gewahrt bleibt, doch eine zweite Kandidatur Donald Trumps oder Politiker ähnlichen Kalibers bleibt ein Damoklesschwert der innenpolitischen Entwicklung.

Die Kombination von massivster sicherheitspolitischer Bedrohung und einer erheblichen Verteuerung der notwendigen Energieimporte ist vor dem Hintergrund der ohnehin fragilen Architektur der Eurozone sicherlich mehr als eine Zäsur: Der russische Krieg gegen die Ukraine markiert nicht nur für Europas Sicherheitspolitik einen Wendepunkt, sondern auch für seine Wirtschaft. Dies gilt insbesondere für die Eurozone, deren ungelöste Probleme in einen neuen Kontext gestellt werden: Zu der langen Liste an Herausforderungen, vor denen der Euroraum steht, muss auch in wirtschaftlicher Hinsicht die Sicherheit hinzugefügt werden. Notwendig ist vor allem, die ökonomische Abhängigkeit von Drittländern zu überwachen und zu verringern, denn sie kann zu Versorgungsschocks führen, die die Stabilität der Währungszone bedrohen. Fußend bereits auf den Verwerfungen durch die Pandemie kommt derzeit aber vor allem der Bekämpfung der Inflation eine überragende Bedeutung zu: Eine anhaltend hohe Inflation setzt die Wirtschaft über den Kaufkraft-

entzug der privaten Haushalte unter Druck, die notwendige geldpolitische Reaktion setzt über die bestehenden Anreizasymmetrien vor allem mit Blick auf die Staatsverschuldung die Zentrifugalkräfte der Eurozone in Bewegung. In ihren derzeit extremen Formen wird die Inflation auch ein Parameter für den sozialen und damit politischen Zusammenhalt einer Gesellschaft. Von daher ist der Grad der Geldentwertung auch eine Maßzahl dafür, inwieweit wirtschaftliche Entwicklungen auf die Ebene der Sicherheitspolitik bzw. der Geopolitik durchschlagen – und umgekehrt.

Zu einer realistischen Einschätzung der Perspektiven weltweit gehört aber auch die Analyse der Pluspunkte für den globalen Ausblick: Trotz aller Befürchtungen ist bis zuletzt ein weltweit lebhafter Handel zu verzeichnen, der der globalen wirtschaftlichen Entwicklung ein solides Rückgrat verleiht: Offenkundig sind die Triebkräfte des internationalen Handels – Angleichung der Lebensverhältnisse, Technologietransfer und Ausnutzung komparativer Kostenvorteile – trotz der Penetration durch geopolitische Konfliktlinien noch intakt. Aus unserer Sicht ist die These vom Ende der Globalisierung also zumindest bis dato nicht nur empirisch falsch, sondern beste falls irreführend: Nach wie vor gilt u. E., dass die Schaffung gegenseitiger Abhängigkeiten durch internationale Kooperation und Handel für sich genommen konfliktmindernde Wirkung hat – unabhängig davon, ob andere Faktoren gegenteilige Wirkungen entfalten. Der Westen und vor allem die Europäer haben hier den Fehler gemacht, Sicherheits- und Verteidigungspolitik ausschließlich durch Handelspolitik ersetzen zu wollen. Angesichts der Verfehlungen des russischen Präsidenten als einer historischen Figur, die gesamte Entspannungspolitik der letzten 50 Jahre zu verwerfen, ist aber bestenfalls zu undifferenziert: Rüsten und Verhandeln war ja bereits das Erfolgsrezept des NATO-Doppelbeschlusses. Insofern ist das ungebrochene hohe Niveau des internationalen Handels sowohl für die geopolitischen als auch für die wirtschaftlichen Perspektiven eine gute Nachricht – auch mit Blick auf die Inflation: Die komparativen Vorteile des Welthandels senken nicht nur direkt die Produktionskosten, die internationale und unregulierte Konkurrenz auf dem internationalen Parkett ist aber auch ein Garant dafür, dass der Marktmechanismus unberührt von nationaler und regionaler politischer Regulierung nicht zu stark zurückgedrängt werden kann.

Jenseits dieser übergeordneten Erwägungen kann man die Frage nach der weiteren Inflationsentwicklung durchaus als ökonomische Schicksalsfrage für das angebrochene Jahrzehnt betrachten: Die Disinflation der letzten Jahrzehnte war auch Ausdruck der Friedensdividende nach dem Ende des Ost-West-Konfliktes und der Eingliederung Chinas in die Weltwirtschaft. Sollte sich die Inflation weltweit also verfestigen, wäre dies auch Ausdruck der Reinternalisierung externer Kosten mit Blick auf die Rüstung, die Demografie und – zukünftig verstärkt – die Kosten des Klimawandels. Insofern bringen die kommenden Monate auch erste Antworten auf die Frage, wie es um den diesbezüglichen Saldo bestellt ist. Hier glauben wir, eine zentrale Botschaft senden zu können: Auch der jüngere Befund stützt unsere Generalthese, dass der Inflationsimpuls eine Spätfolge der Pandemie war. Insofern steht zu hoffen, dass die Phase der Inflationierung eben doch eine temporäre Ausnahme darstellt und nicht, wie vielfach befürchtet, eine generelle Zeitenwende unserer Wirtschaftsordnung einleitet. Dieses Ergebnis ist folglich vor allem mit Blick auf die Wirkungen für die Kapitalmärkte kaum zu überschätzen: Wenn wir mit unserer Einschätzung recht bekommen, dürfte dies aus makroökonomischer Sicht der zentrale Punkt für die Analyse und Projektion der Kapitalmarktentwicklung sein, der es ermöglicht, von den impliziten Chancen der Krise zu profitieren. Worauf es jenseits dessen im Einzelnen noch ankommt, möchten wir Ihnen in unserer Studie näherbringen. Dabei bauen wir auf den folgenden Grundgedanken auf:

NATO-DOPPELBESCHLUSS

Die NATO rüstete 1979 zum Ausgleich einer Lücke in der atomaren Abschreckung nach, gleichzeitig bot sie Verhandlungen über die Begrenzung ihrer atomaren Mittelstreckenraketen an.

WIRTSCHAFTSWACHSTUM NACH LÄNDERGRUPPEN

IN %

	2019	2020	2021	2022e	2023e
Deutschland	1,1	-3,7	2,6	1,5	-0,5
Euroraum	1,6	-6,1	5,2	3,1	0,0
USA	2,3	-3,4	5,7	1,6	1,0
Industrienationen	1,7	-4,4	5,2	2,4	1,1
China	6,0	2,2	8,1	3,2	5,2
Japan	-0,4	-4,6	1,7	1,7	1,6
Schwellenländer Asien	5,2	-0,6	7,2	4,4	4,9
Schwellenländer weltweit	3,6	-1,9	6,6	3,7	3,7
Welt	2,8	-3,0	6,0	3,2	2,6

Jahresveränderungsrate des BIP

Quellen: Bloomberg, IWF, NATIONAL-BANK.

1

Trotz der massierten exogenen Schocks kann die Weltwirtschaft im kommenden Jahr eine Rezession vermeiden.

Die US-Wirtschaft führt die Industrienationen aus den multiplen Krisen der letzten beiden Jahre, die Länder Europas profitieren noch vom aufgestauten Nachholbedarf. Der covidbedingte asynchrone Konjunkturverlauf in Asien stützt das Wachstum im kommenden Jahr. Im Jahresverlauf 2023 kann die Weltwirtschaft dann an ihren Potenzialpfad anknüpfen, auch weil der geldpolitische Restriktionsgrad abnehmen dürfte.

2

Die geopolitische Polarisierung der Weltpolitik nimmt immer mehr Fahrt auf, da der Aufstieg Chinas vielen Ländern eine wirtschaftliche und sicherheitspolitische Alternative zum Westen verschafft.

Die Decoupling-Strategie der USA ist dabei Ausdruck für den Übergang vom Systemwettbewerb zum Systemkonflikt zwischen dem marktwirtschaftlich-demokratischen Westen und dem staatswirtschaftlich-diktatorischen China. Viele Länder rund um den Globus werden sich in dieser neuen Machtarchitektur enger und sichtbarer an China ausrichten, um an Einfluss zu gewinnen.

3

Der Wendepunkt bei der Inflation dürfte durchmessen sein.

Wir subsumieren den zurückliegenden Inflationsschock in erster Linie unter den Sondereffekten der Pandemie verstärkt durch den Ukraine-Krieg. Konkret erwarten wir, dass der US-Preistrend allerspätestens zur Jahresmitte 2023 nachhaltig nach unten dreht, wahrscheinlich dürfte bereits im Frühjahr 2023 erkennbar werden, dass sich die Inflationsproblematik zumindest in den USA weitgehend gelöst haben wird. Die US-Disinflation dürfte der Vorbote einer globalen Disinflation sein.

4

Trotz des geopolitischen Gegenwindes und einer Zuspitzung des sino-amerikanischen Konfliktes in der Handelspolitik bleibt die These der Deglobalisierung zumindest bislang empirisch falsch.

Offenkundig sind die Triebkräfte des internationalen Handels trotz der Penetration des globalen Handels durch geopolitische Konfliktlinien noch intakt. Dies beinhaltet sowohl wichtige positive geökonomische Implikationen für die Dämpfung der Inflation als auch positive Impulse zur Stabilisierung der internationalen Beziehungen über die Schaffung wirtschaftlicher Interdependenzen.

5

Die US-Konjunktur kühlt sich weiter ab, eine Rezession kann aufgrund der soliden Finanzen des privaten Sektors aber vermieden werden.

Die aktuelle Wachstumspause im Nachgang zu einer starken Erholungsbewegung sollte nicht mit einer Rezession im eigentlichen Sinne verwechselt werden. Vielmehr dürfte die mittlerweile zu verzeichnende Abkühlung der Wirtschaft eindeutig auf die immer restriktivere Geldpolitik zurückgehen, die ihrerseits die inflationären Sondereffekte der Post-Covid-Zeit zu adressieren hat: Eine veritable US-Rezession halten wir für unwahrscheinlich.

6

Die asiatisch-pazifische Region bleibt das Rückgrat der Weltwirtschaft.

Die asiatisch-pazifische Region nimmt im kommenden Jahr wieder vermehrt Fahrt auf, vor allem da China seinen Corona-Sonderweg aufgrund der veränderten Virustypik im nächsten Jahr abmildern dürfte. Aber auch die ASEAN-Staaten expandieren weiter kräftig, Indien erwirtschaftet 2030 fast ein Zehntel der globalen Wirtschaftsleistung.

7

Die EU steht derzeit vor der größten Bewährungsprobe womöglich seit ihrer Gründung, sie bleibt trotz aller sicherheitspolitischen Herausforderungen ein primär wirtschaftlicher Akteur.

Im Ergebnis sind es zwar immer stärker die außen- und sicherheitspolitischen Zwänge, die die Union zusammenhalten, und nicht die wirtschaftlichen Vorteile, ohne dass die sicherheitspolitische Klammer integrativ wirkt: Je stärker die sicherheitspolitische Dimension an Bedeutung gewinnt – je struktureller also der Konflikt mit Russland angelegt ist – desto stärker wird die EU wirtschaftlich geschwächt, ohne als außenpolitischer Machtfaktor substantiell voranzukommen.

8

Die Hochpunkte im internationalen Zinsgefüge dürften bereits durchmessen sein.

Vor allem der US-Notenbank dürfte es durch ihr entschiedenes Handeln gelingen, die Inflation zu dämpfen und auf einen stabilen Pfad zurückzubringen, der EZB kommt der internationale Inflationzusammenhang zugute. Die Kapitalmarktsätze vor allem in den USA dürften alsbald die Rückkehr zu einem gleichgewichtigen Notenbankzinspfad zu antizipieren beginnen.

9

Die strukturellen Veränderungen für die Länder der Eurozone könnten zu einer Niveauverschiebung des Dollarkurses führen.

Derzeit sind die geökonomischen Belastungen für die Eurozone so groß, dass es bei anhaltenden geopolitischen Spannungen zu einer Verschiebung des Handelsbandes kommen könnte: In Europa droht möglicherweise für einen längeren Zeitraum die Stagnation, da der Trendpfad durch die Zunahme der strukturellen sicherheitspolitischen Belastungen nachhaltigen Schaden nehmen könnte.

10

In Erwartung einer Verbesserung des sehr negativ geprägten Umfeldes sind wir zuversichtlich für die Anlageklasse Aktien im Jahr 2023.

Zwar können derzeit im Rentenbereich Opportunitäten gehoben werden, die sich aus dem Zinshochpunkt der Inflationsbekämpfung ergeben. Das rückläufige Inflationsumfeld lässt Aktien in der Summe aber günstig erscheinen, perspektivisch sollte dann zinsensitiven Technologieaktien der Vorrang gegeben werden, vor allem mit Blick auf den US-Aktienmarkt.

RÜCKBLICK

- ✓

1 Die Weltwirtschaft kann an die Expansionsphase der Vor-Corona-Zeit anknüpfen.
- ?

2 Der außen- und sicherheitspolitische Handlungsspielraum der USA nimmt weiter ab und verringert den stabilisierenden Einfluss der USA weltweit.
- ✓

3 Die Resilienz des internationalen Handels selbst während der Corona-Pandemie ist ein wichtiges ökonomisches Zeichen auch für die politische Stabilität der Welt.
- ?

4 Unsere Analysen stützen die Sichtweise, dass die globalen Preisschocks wahrscheinlich temporärer Natur bleiben.
- ✓

5 Die US-Expansion wird durch die überaus solide Finanzsituation des privaten Sektors gestützt.
- ✓

6 Die asiatisch-pazifische Region bleibt der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft.
- ✓

7 Die Dialektik der europäischen Integration dürfte nunmehr auch verstärkt auf den Bereich der Staatsfinanzen überspringen.
- ✓

8 Der internationale Zinstrend ist nach der Überwindung der Covid-Pandemie grundsätzlich aufwärtsgerichtet – allerdings dürfte das Ausmaß des Zinsanstiegs weltweit erheblich differieren.
- ✓

9 Die große Frage für den Devisenmarkt bzw. für die Stärke der Dollaraufwertung ist letztlich, inwieweit die EZB in den kommenden Jahren – ökonomisch und politisch – überhaupt noch zu einer Zinswende fähig sein wird.
- ✗

10 Angesichts der globalen geoökonomischen Grundkonstellation haben Aktien das mit Abstand beste Chance-Risiko-Verhältnis im Vergleich der Anlageklassen.

Grundsätzlich haben wir die Resilienz der Weltwirtschaft nach dem Covid-Schock richtig eingeschätzt – allerdings hat der Ausbruch des Krieges nicht nur geopolitisch, sondern auch wirtschaftlich massive Verwerfungen mit sich gebracht, die sicherlich nicht antizipierbar waren: Dass Präsident Putin einen klassischen Angriffskrieg vom Zaun bricht, haben auch wir nicht kommen sehen. Grundsätzlich haben wir mit unserer These der Resilienz der Weltwirtschaft und vor allem derjenigen der USA im Kern aber recht behalten: Ohne den Ukraine-Konflikt hätte sich die Weltwirtschaft ganz eindeutig weiter von der Pandemie erholt, wie vor allem auch unsere These 3 zur Entwicklung des internationalen Handels belegt. Mit Blick auf These 2 lagen wir zumindest teilweise richtig, wie die Bestrebungen des Decoupling auch der Biden-Administration belegen. Mit Blick auf These 4 steht die Antwort noch aus; wir sind hier aber ungebrochen überzeugt, dass die Inflation sich als temporärer Covid-Schock entpuppen wird, der durch den kriegsbedingten Energiepreisschock lediglich verlängert wurde. These 5 kann ebenfalls mit einem grünen Haken versehen werden: Trotz der massiven geldpolitischen Kehrtwende der Fed ist eine Rezession ausgeblieben, ohne die Preisimpulse von den Rohstoffmärkten hätte die Fed viel weniger eingreifen müssen – die US-Konjunktur wäre dann ggf. sogar zu stark gewesen. Das strukturell hohe Wachstum der Emerging Markets trotz bis dato dem stärksten geopolitischen Gegenwind. These 7 kann angesichts der enormen Ausgaben bereits auf der Ebene der Gemeinschaft ebenfalls als richtig erachtet werden. Mit These 8 haben wir ebenfalls richtig gelegen – die US-Renditen erreichten zuletzt einen Höchststand um vier Prozent, trotz der Wende der EZB kam es zu einer erheblichen Ausweitung des transatlantischen Spreads. Bei These 9 haben wir uns teilweise verschätzt, was die Reaktion der EZB anbelangt; allerdings stellt sich die Frage, ob die EZB ohne die Preisschocks aus dem Ukraine-Krieg eine Zinswende eingeleitet hätte. Gleichwohl haben wir die Aufwertung des US-Dollars um rund 10 Cents im Jahresverlauf richtig antizipiert. Schließlich hat der Krieg um die Ukraine solche geoökonomischen Belastungen mit sich gebracht, dass unser Kalkül mit Blick auf die Aktienmärkte naturgemäß nicht aufgehen konnte.

DIE WELTWIRTSCHAFT IM ZEICHEN DER KONFRONTATION

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Zum Jahreswechsel 2022/2023 weist die Weltwirtschaft erhebliche Ungleichgewichte auf. Sie resultierten prima facie daraus, dass die Volkswirtschaften der Länder der Erde unverändert im Zeichen der Covid-Pandemie stehen. Sei es wie in China, dass die Wirtschaft von der Bekämpfung der Epidemie noch unmittelbar tangiert wird, sei es, dass die Spätfolgen der Corona-Krise das wirtschaftliche Geschehen noch mittelbar bestimmen, vor allem in Form der Inflation, die die Kaufkraft der privaten Haushalte massiv untergräbt. Der im Februar dieses Jahres ausgebrochene Krieg gegen die Ukraine und die westlichen Sanktionen gegen Russland haben die Teuerung für Energierohstoffe abermals zusätzlich massiv angeheizt, und Europa, wo die versiegenden Gaslieferungen aus Russland nur zu einem kleinen Teil ersetzt werden können, hat mittlerweile mit einer handfesten Energiekrise zu kämpfen. Infolge rückläufiger Kaufkraft der privaten Haushalte kommen vermehrt auch die konsumnahen Wirtschaftsbereiche unter Druck. Vor allem die energieintensiven Unternehmen sind von der Krise am Gasmarkt betroffen, hier wurde Gas substituiert oder aber die Produktion gleich deutlich gedrosselt. Während in Europa inklusive Deutschland in der Folge zumindest eine Phase der Stagnation als sicher gelten kann, weist die US-Wirtschaft trotz

des signifikanten geld- und fiskalpolitischen Restriktionskurses eine bemerkenswerte Resilienz auf: Aufgrund der soliden Finanzlage des privaten Sektors ist ein veritabler konjunktureller Abschwung unwahrscheinlich. In China veranlasst die strikte Null-Covid-Strategie die Regierung immer wieder dazu, wirtschaftliche Aktivitäten durch Lockdowns zu unterbinden. Zudem schwelt dort eine Immobilienkrise, die den Bausektor und das Finanzsystem des Landes belastet. Die sich abschwächende weltweite Nachfrage dürfte zu einem Nachgeben der Preise von Industriegütern und einer Normalisierung der globalen Lieferkettenprobleme führen. Das Abarbeiten bestehender Aufträge stützt allerdings zunächst noch die Konjunktur, vor allem in der Europäischen Union.

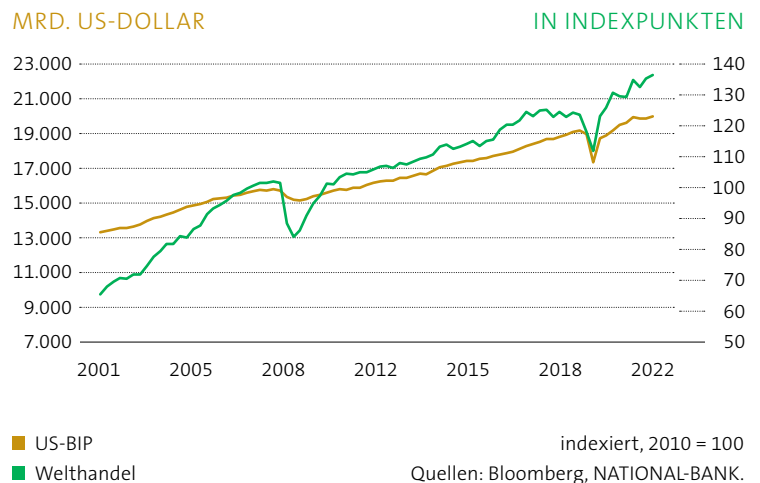
Die hohe Inflationsdynamik bringt die Geldpolitik weltweit in Zugzwang. So hob die US-Notenbank seit März 2022 den Leitzins in mehreren großen Schritten an. Weitere Zinsmaßnahmen werden sich bis weit in das kommende Jahr erstrecken. Im Sommer begann auch die Europäische Zentralbank mit Leitzinserhöhungen. Dagegen senkte die chinesische Notenbank im Sommer ihren Zinssatz leicht; dort überwiegt angesichts einer bislang erfreulich moderaten Inflation die Sorge um die Konjunktur. Die Risiken der massiven geldpolitischen Straffung sind allenthalben erheblich, da sowohl die eigentlichen Triebkräfte der Inflation als



auch die unterliegende Stärke der maßgeblichen Volkswirtschaften derzeit in höchstem Maße ungewiss sind. Vor allem in der Eurozone könnte die gesamtwirtschaftliche Dynamik perspektivisch stärker einbrechen, wenn der Auftragsüberhang abgearbeitet ist, sodass der richtigen Kalibrierung der Geldpolitik eine extrem hohe Bedeutung zukommt. Ein zentraler Punkt für die Bestimmung des richtigen Policy-Mix ist hierbei die sachgerechte Einschätzung des europäischen Potenzialpfades; mehr und mehr Parallelen zu den 1970er-Jahren mahnen, diesen nicht zu überschätzen. In den USA stellt sich hingegen die Frage, ob der abrupte Kurswechsel der US-Notenbank die Wirtschaft zu stark abkühlt, zumal mit Blick auf die globale Bedeutung der US-Geldpolitik, wo die Querwirkungen der Verschärfung der Geldpolitik auch viele Emerging Markets massiv belastet. Die erhebliche monetäre Straffung ist auch vor dem Hintergrund einer spürbaren Rückführung der fiskalischen Stützungsmaßnahmen in den meisten Industrienationen zu sehen: In der Summe hat sich vor allem auch der Ausgabenspielraum der meisten Volkswirtschaften nach zwei Jahren Pandemie deutlich verringert – zumal in Kombination mit dem mittlerweile erfolgten Zinsanstieg, der die Verschuldung perspektivisch massiv verteuert und für viele höher verschuldete Länder rund um den Globus die Gefahr einer Zahlungsbilanzkrise birgt.



DER INTERNATIONALE HANDEL ALS VORBOTE DES AUFschwUNGS INTERNATIONALER WARENHANDEL, US-BRUTTOINLANDSPRODUKT 2000–2022



Im Kern haben die Corona-Pandemie und der Krieg um die Ukraine das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage weltweit empfindlich gestört – eine der zentralen Fragen sowohl für den weiteren konjunkturellen Verlauf als auch mit Blick auf die Kapitalmärkte ist daher derzeit, ob es weitere strukturverändernde Bestimmungsfaktoren gibt, die mit und/oder ausgelöst durch die Pandemie die globalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verändern. Die Liste der potenziellen Bedrohungen für die im Rückblick doch von Prosperität gekennzeichneten guten Dekaden der Weltwirtschaft ist lang: Eine Verschärfung der geopolitischen Konflikte könnte mitursächlich für eine Erosion des Welthandelsregimes werden, mit der Folge, dass es immer stärker zu einer Deglobalisierung kommen könnte. Der Klimawandel führt mehr und mehr zu einer systematischen Verknappung des Angebotes an Nutzflächen, die Internalisierung bislang externer Kosten trägt hier somit mit dazu bei, dass die Produktionskapazitäten sinken. Anders als bei früheren Zyklen erklärt dies etwa, dass steigende Rohstoffpreise bis dato keine Erweiterungsinvestitionen zur Rohstoffexploration auslösen. Schließlich ist weiter fraglich, wie stark demografische Verschiebungen das Arbeitsangebot dauerhaft signifikant verändern: Je stärker die genannten Faktoren zum Tragen kommen, desto weniger wahrscheinlich ist es, dass es den inter-

nationalen Notenbanken gelingt, den Preisdruck rasch einzufangen. Aus unserer Sicht ist zwar strittig, wie schnell sich das Geschehen normalisiert, aber es sind relativ eindeutig die Ausläufer der Corona-Pandemie, die die Geldentwertung so massiv angetrieben haben. Sobald Angebot und Nachfrage wieder ihre Balance gefunden haben, dürfte ein einsetzender Disinflationsprozess schließlich darauf verweisen, dass den strukturellen Belastungen zumindest in den kommenden Jahren kein so großer Stellenwert zukommt. Dies sind gute Nachrichten für die Weltwirtschaft.

In summa verweist der aktuelle Datenkranz somit darauf, dass das globale Momentum auf Sicht weiter sinken wird. Dies ist auch absolut notwendig, um die Inflation weiter zu reduzieren: Der weitere globale Wachstumspfad wird daher maßgeblich davon bestimmt, wann die Notenbanken weltweit ihren scharfen Restriktionskurs aussetzen können. Im Kern wird das Momentum im kommenden Jahr durch die Festigung der Perspektiven in den Emerging Markets vor allem Asiens gestützt, während das Wachstumstempo in den Industrienationen zunächst weiter zurückgeht. Insgesamt erwarten wir für das ausgehende Jahr Wachstumsraten um 3,2%, derzeit verweisen die Daten auf eine globale Abkühlung im kommenden Jahr auf Zuwächse um 2,6%: Die konjunkturelle Dynamik schwächt sich im globalen Aggregat weiter ab, eine Rezession bleibt aber aus, sodass die Weltwirtschaft im Verlauf des kommenden Jahres gegen den Potenzialpfad konvergieren kann, den sie im Jahre 2024 dann bei Wachstumsraten um 3,2% wieder erreicht.

WELTHANDELSREGIME
Summe aller Übereinkommen
der WTO-Rechtsordnung sowie
Handelsfragen in regionalen
und bilateralen Abkommen.

WIRTSCHAFTSWACHSTUM G-7-STAATEN

IN %

	2019	2020	2021	2022e	2023e
Deutschland	1,1	-3,7	2,6	1,5	-0,5
Frankreich	1,9	-7,9	6,8	2,5	0,7
Italien	0,5	-9,0	6,6	3,2	-0,2
Japan	-0,4	-4,6	1,7	1,7	1,6
Kanada	1,9	-5,2	4,5	3,3	1,5
UK	1,7	-9,3	7,4	3,6	0,3
USA	2,3	-3,4	5,7	1,6	1,0

Jahresveränderungsrate
des BIP

Quellen: Bloomberg, IWF,
NATIONAL-BANK.

PREISENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER LÄNDER

IN %

	2019	2020	2021	2022e	2023e
Deutschland	1,4	0,4	3,2	8,5	6,0
Euroraum	1,2	0,3	2,6	8,3	5,5
USA	1,8	1,2	4,7	8,1	3,1
China	2,9	2,4	0,9	2,2	2,2

Jahresveränderungsrate des
Preisindex der Verbraucherpreise

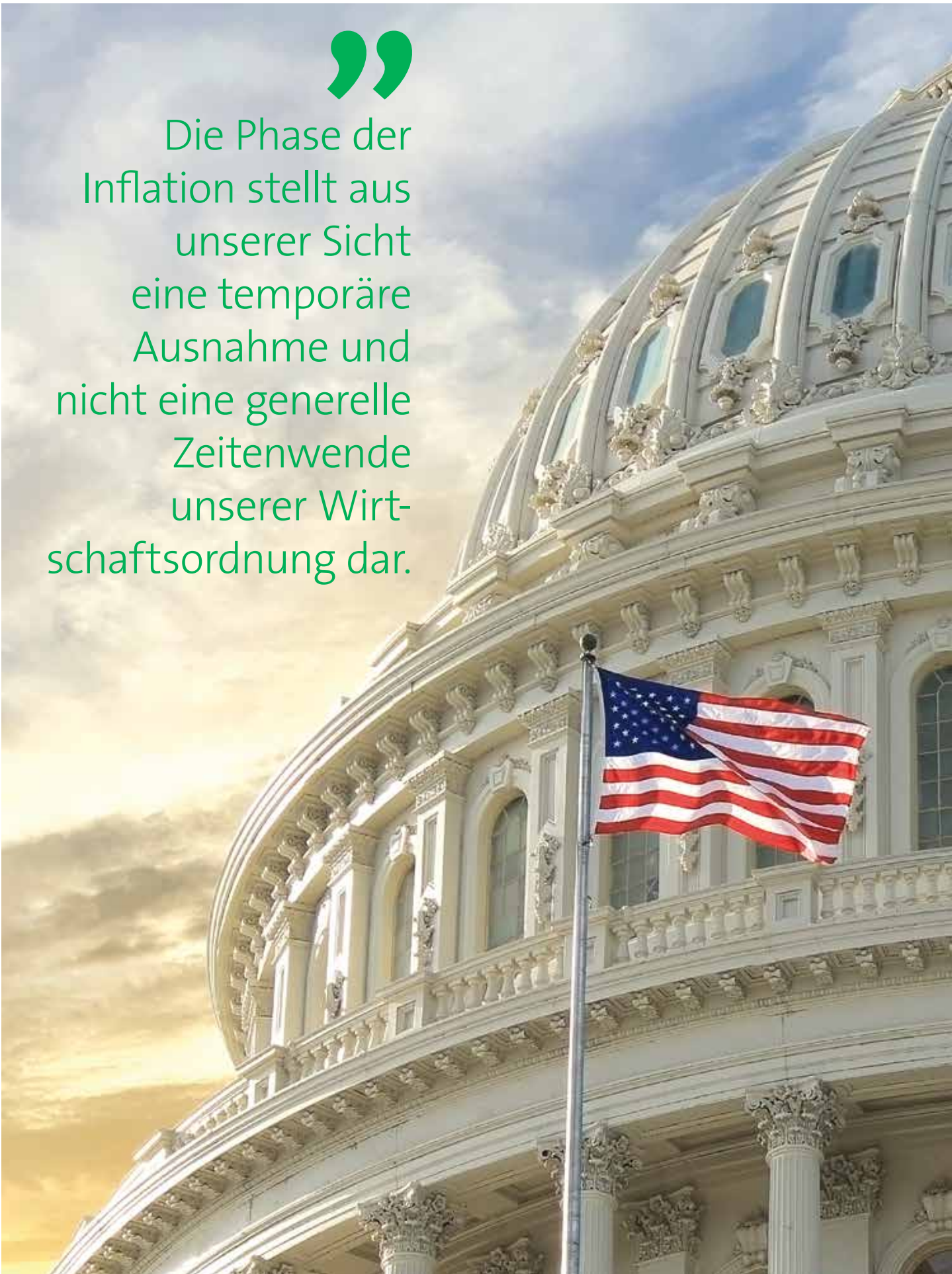
Quellen: Bloomberg, IWF,
NATIONAL-BANK.

ZUM STAND DER INFLATIONS- DEBATTE: DER EMPIRISCHE BEFUND

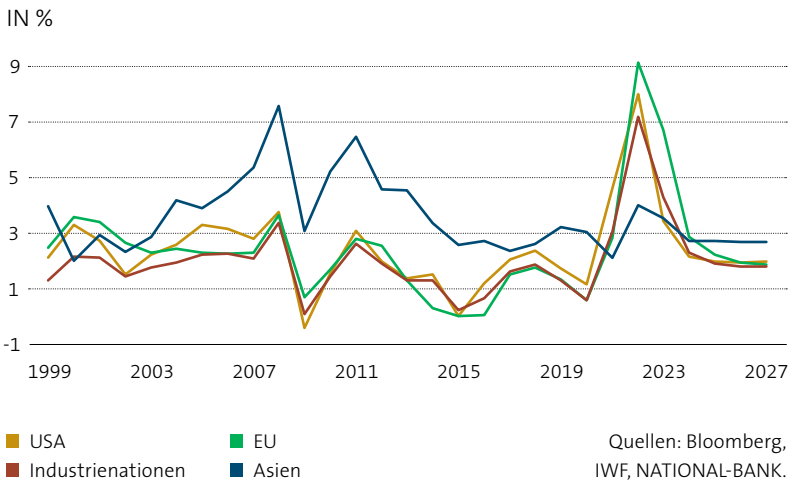
Die Furcht vor der Inflation ist historisch bedingt tief im Bewusstsein gerade der Deutschen verankert. Seit zudem im Rahmen der Währungsunion die Souveränität über die eigene Währung aufgegeben wurde, haben sich auch bei einem Fachpublikum die Befürchtungen vor einer systematischen Geldentwertung in Deutschland und Europa noch potenziert. Derzeit stehen die Inflationsgefahren aber auch weltweit ganz oben auf der analytischen Agenda – zu Recht: Der weitere Inflationsverlauf dürfte neben den geoökonomischen Rahmenbedingungen die entscheidende Determinante für die Entwicklungsperspektiven der Kapitalmärkte sein. Die Bedeutung der Inflation geht aber noch weit darüber hinaus: Die Inflation ist immer auch Ausdruck der politökonomischen

”

Die Phase der Inflation stellt aus unserer Sicht eine temporäre Ausnahme und nicht eine generelle Zeitenwende unserer Wirtschaftsordnung dar.



GELINGT DIE GLOBALE DISINFLATION – ODER DROHT DIE DAUERHAFTE GELDWERTUNG? INFLATION WELTWEIT, IWF-SCHÄTZUNGEN 2023–2027



Stabilität und steht mit Letzterer in einer wechselseitigen Abhängigkeit: Die Geschichte lehrt, dass eine dauerhaft hohe Inflation die Potenz birgt, ganze Demokratien zu destabilisieren, insofern kommt der Inflationsentwicklung gerade in der EU derzeit eine überragende Rolle zu.

PHILLIPS-KURVE:
Die Phillips-Kurve umfasst den hypothetischen Zusammenhang zwischen Lohnänderungen bzw. Preisniveauänderungen auf der einen und der Arbeitslosenquote auf der anderen Seite.

DUMMY-VARIABLE
Variable mit den Ausprägungen 1 und 0 (Ja-Nein-Variable), die als Indikator für das Vorhandensein einer Ausprägung einer Variablen dient.

Die exaktere jeweilige Dynamik von Inflationsprozessen entzieht sich systematisch zumindest der zeitgenössischen Analyse. Lange Zeit wurde etwa der Verlust der Aussagekraft der traditionellen Phillips-Kurve beklagt, was vor allem daran lag, dass die zunehmende globale Vernetzung auch der Preisprozesse systematisch übersehen wurde. Zuletzt rückte die Aussagekraft der Knappheitsverhältnisse am Arbeitsmarkt in der Analyse und Projektion der Inflation aber wieder verstärkt in den Fokus; und im Rückblick wird nun deutlich, dass die Forschung vielfach einfach nicht in der Lage war, die Entwicklung zeitnah und jeweils hinreichend präzise zu entschlüsseln. Nicht zuletzt die Überkomplexität der Materie hat derweil auch dazu geführt, dass eine umfangreiche Literatur anekdotischer Evidenz besteht. Hier ist die Inflation primär Ausdruck einer politökonomischen Konstellation, die bestimmt, welchen Stellenwert der Erhaltung der Geldwertstabilität eingeräumt wird. In diesem Sinne steht hier vor allem das Zusammenspiel der Maßnahmen der jeweiligen Geld- und Fiskalpolitik im Vordergrund der Analyse, wo der außerordentlich expansive fiskal- und geldpolitische Kurs in der Monetisierung der bisher einmaligen Staatsdefizite gipfelte. Diese Narrative werden vielfach um die „großen Trends“ unserer Zeit ergänzt, wie vor allem die Demografie, die Deglobalisierung und das Klima.

Aber können diese Ansätze die Entwicklung wirklich erklären und sollten sie – vor allem – auch handlungsleitend sein? Man erinnere sich: Der Abwärtstrend des unterliegenden Preistrends trotzte der prononcierten monetären Expansion sowohl der Fed als auch der EZB und der BOJ seit der Lehman-Krise im Jahre 2008. Die Verschuldung in den USA und in Japan ist schon seit Jahren enorm hoch, ohne Inflation. Aus der Rückschau lässt sich heute mit einiger Sicherheit sagen, dass die Notenbanken die Weltwirtschaft voraussichtlich in die Deflation gesteuert hätten, wenn sie sich undifferenziert an den oben genannten Trends orientiert hätten: Die US-Notenbank sah sich ja im Vorfeld der Corona-Pandemie – nach einer Verdreifachung ihrer Bilanzsumme seit der Lehman-Krise – sogar genötigt, noch expansiver zu werden, da sie ihr Inflationsziel systematisch verfehlt hatte: Die Inflation war zu niedrig! Für die konkrete Geldpolitik sind diese politökonomisch getriebenen Narrative also offenkundig nicht hinreichend trennscharf. Die Geldpolitik muss sich daher umso stärker auf das prognostisch „Machbare“ fokussieren, nämlich i. d. R. den kürzeren bis mittleren Horizont, dafür aber mittels konkreter, auch falsifizierbarer mathematischer Modelle operieren. Auch hier ist die Analyseunsicherheit zwar sehr hoch, letztlich ist die konkrete Modellbildung aber alternativlos: Die verschiedenen Faktoren müssen letztendlich immer exakt gewichtet und zueinander ins Verhältnis gesetzt werden, was bei der Komplexität der Wirkungsketten ohnehin größtenteils nur noch der Rechenkraft der Computer anvertraut werden kann. Zur Standardausrüstung des quantitativen Instrumentenkastens gehören hier vor allem die sog. Dummy-Variablen: Sie kommen zum Einsatz, wenn Ausnahmephasen wie etwa der Krieg um die Ukraine und die Pandemie als ökonomische Schocks zwangsläufig mit temporären Verwerfungen einhergehen, die von den längerfristigen ökonomischen Bewegungsgesetzen analytisch zu trennen sind: Dummy-Variablen absorbieren die schockbedingten Fehlanpassungen der Modelle, sind aber selber wiederum jederzeit der Überprüfung auf die Legitimation ihrer Verwendung zugänglich. Sie können daher eine empirisch überprüfbare Grundlage für die Intuition liefern, dass nach 15 Jahren Disinflation die Beweislast eher beim Paradigmenwechsel als bei der Strukturkonstanz liegt.

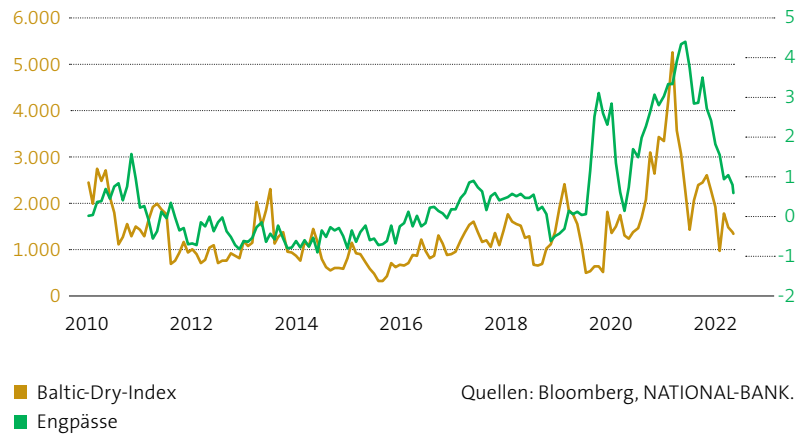
Und in der Tat verweist der quantitative Befund hier in der Summe immer noch eher auf Strukturstabilität des Inflationsprozesses, wie drei jüngere Analysen aus dem Umfeld des Internationalen

Währungsfonds zeigen: Ein erster Forschungsstrang legt diesbezüglich grundsätzlich nahe, dass der Inflationsimpuls relativ eindeutig dem Covid-Schock zuzuordnen ist. Dies kommt vor allem darin zum Ausdruck, dass die Reallöhne in den meisten Industrienationen gefallen sind, der Primärimpuls also nicht dem Arbeitsmarkt zuzuordnen ist: Es handelt sich hier also um einen exogenen Sonderfaktor, der die Inflation zunächst angetrieben hat; die empirische Evidenz verweist in dem Kontext darauf, dass die Löhne dementsprechend unterproportional reagieren. Im Ergebnis stehen die Chancen gut, dass die gefürchtete Lohn-Preis-Spirale – etwa aufgrund des fortwährenden Kaufkraftentzuges der Nachfrageseite – relativ rasch zum Stillstand kommt. Mit Blick auf die Geschwindigkeit der Normalisierung der Inflation verweist ein weiterer Strang der Forschung darauf, dass der Erwartungsbildung beim Inflationsprozess eine immer größere Rolle zukommt. Dies liegt mit Blick auf die immer größere globale Daten- und Wissenstransparenz auch intuitiv auf der Hand: Die immer exakteren Erwartungen der Wirtschaftssubjekte sorgen dann für eine immer schnellere Anpassung an neue Gleichgewichte; für die Notenbank besteht daher hier ein starker Anreiz zu einem massierten Handeln, um die Stabilisierungskosten der jeweiligen Inflationsepisode möglichst gering zu halten. Dies erklärt auch den aktuell aggressiven Kurs der Fed im Rahmen des „Frontloading“ und lässt gleichzeitig hoffen, dass sie ihr Ziel auch relativ rasch erreichen kann: Weil alle wissen, dass die Fed schnell handeln muss und wird, geht es auch schnell mit der Disinflation. In diesem Szenario kann sich der Inflationsimpuls weder über eine Lohn-Preis-Spirale noch über eine sich selbst verstärkende Erwartungsentkopplung verstetigen. Auch wenn man schließlich den aktuellen Stand eines dritten Forschungsstranges zusammenfasst, sind es vor allem die covidbedingten Sonderfaktoren, denen der starke Inflationszuwachs zuzuschreiben ist. Daher dürften vor allem die Ungleichgewichte am US-Arbeitsmarkt ursächlich für die Zuwächse der US-Löhne verantwortlich zeichnen: So hat sich die sogenannte Beveridge-Kurve, die die Effizienz der Arbeitsvermittlung am US-Arbeitsmarkt abbildet, massiv zuungunsten eines friktionsfreien Abgleichs von Angebot und Nachfrage am US-Arbeitsmarkt verschoben. Materiell ist es hier höchstwahrscheinlich, dass dies auf die pandemiebedingten Verschiebungen der Nachfrage zwischen der Industrie und dem Dienstleistungssektor sowie die schockbedingte Beschleunigung des üblichen Strukturwandels des Arbeitsmarktes zurückzuführen sein dürfte.

DIE NORMALISIERUNG DER GLOBALEN LIEFERKETTEN IST EIN FAKTUM

GLOBALE LIEFERENGPÄSSE, BALTIC-DRY-FRACHTKOSTENINDEX

IN INDEXPUNKTEN



Die quantifizierenden Analysen verweisen in der Summe relativ eindeutig darauf, dass gerade die in der deutschen und europäischen Debatte vielfach ins Feld geführten, strukturell-säkularen Narrative voraussichtlich in die falsche Richtung deuten. Die zugrunde liegenden Prognoserisiken bleiben weiterhin zwar überdurchschnittlich hoch, mit Blick auf die Inflation klingen die Effekte aus der Covid-Pandemie im kommenden Jahr aber ausgehend von den USA aller Voraussicht nach auch weltweit spürbar ab. Konkret erwarten wir, dass der US-Preistrend allerspätestens zur Jahresmitte 2023 nachhaltig nach unten dreht, wahrscheinlich dürfte bereits im Frühjahr 2023 erkennbar werden, dass sich die Inflationsproblematik zumindest in den USA weitgehend gelöst haben wird. Die Prognose der Übertragung des Disinflationimpulses auf die Länder der EU ist noch

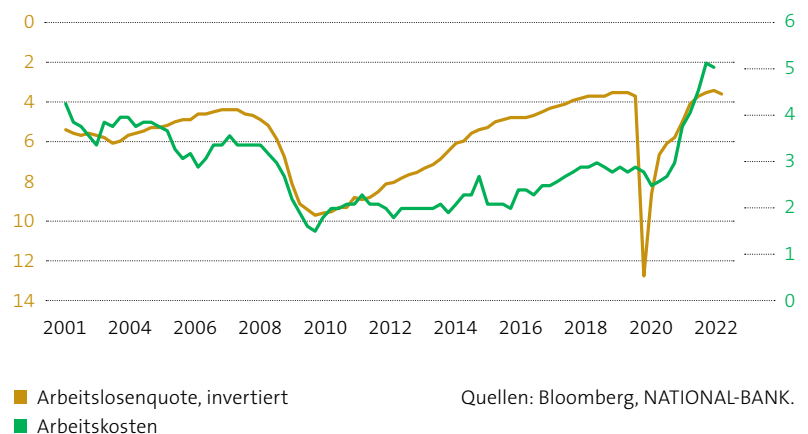
FRONTLOADING

Hier das Vorziehen der geldpolitischen Maßnahmen, um möglichst schnell konjunkturell dämpfende Effekte zu erzielen.

ABKÜHLUNG DES US-ARBEITSMARKTES IST ZENTRAL

US-ARBEITSKOSTEN IN RELATION ZUR ARBEITSLOSENQUOTE

IN %



wesentlich komplexer und folglich mit noch mehr Risiken behaftet. Letztlich dürfte hier vor allem der globale Inflationsverbund die entscheidende Schützenhilfe für die Reduktion der Inflation liefern. Aller Erfahrung nach sollte der Disinflationprozess auch in der Eurozone mit einem zeitlichen Versatz zu den USA von ca. 2–3 Quartalen einsetzen.

USA: WIRTSCHAFT TROTZT DEM ZINSANSTIEG

Die US-Volkswirtschaft hat die Covid-Pandemie in der Summe bislang mit Bravour gemeistert: Im Rahmen einer sehr dynamischen Erholungsbewegung gelang es den Vereinigten Staaten, vom Tiefpunkt des gesamtwirtschaftlichen Outputs Mitte 2020 innerhalb nur eines Jahres an den Vorkrisen-Expansionspfad anzuknüpfen. Getragen wurde diese Entwicklung vor allem von der wirtschaftspolitischen Stützung der Konjunktur im Rahmen einer sehr expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Diescharfe Gegenbewegung zum Corona-Einbruch hat mittlerweile allerdings auch ihren Tribut gefordert. So hat das konjunkturelle Momentum zwischenzeitlich einen oberen „Totpunkt“ erreicht – die dynamische Erholungsbewegung kühlt sich seit der Jahreswende 2021/22 erkennbar ab: Im ersten Halbjahr 2022 war die gesamtwirtschaftliche Produktion sogar leicht rückläufig, wobei allerdings die Rückführung der wirtschaftspolitischen Stimulierung sukzessive zum Tragen kam. Materiell besonders bedeutsam war darüber hinaus insbesondere die Abschwächung im Immobiliensektor, die sich immer stärker akzentuiert. Seit Beginn des Jahres sind die Kosten für Immobilienfinanzierungen deutlich gestiegen. Vor diesem Hintergrund ist die Zahl an verkauften Einfamilienhäusern seit Ende vergangenen Jahres um fast 40% gesunken. Maßgeblich war ferner eine schwache Dynamik der Anlageinvestitionen, während der Außenhandel stützend wirkte. Die tragende Säule blieb hingegen bis zuletzt der private Konsum, wobei sich der Trend zu einer Normalisierung der während der Pandemie stark veränderten Ausgabenstruktur fortsetzte: So erholte sich der Konsum von Dienstleistungen weiter deutlich und lag zuletzt noch knapp 4% unter seinem Vorkrisentrend. Gleichzeitig nahm der Warenkonsum spürbar ab und näherte sich seinem Vorkrisentrend weiter an.

Hintergrund des spürbaren Verlustes an wirtschaftlicher Dynamik war aber vor allem die fast vollständige Ausschöpfung der angebotsseitigen Kapazitäten: Der Arbeitsmarkt blieb bis zuletzt so angespannt wie seit Jahrzehnten nicht mehr, was in einer mit nur noch 3,5% sehr geringen Arbeitslosenquote zum Ausdruck kam. Triebkraft dieser Entwicklung ist neben der generellen Reduktion des Arbeitsangebotes auch die schockbedingte Beschleunigung des üblichen Strukturwandels durch die Pandemie. Diese hohe Auslastung hat zusammen mit vielen anderen pandemiebezogenen Sonderfaktoren dazu geführt, dass der Preisdruck allenthalben sehr hoch ausfiel: Im Sommer 2022 stiegen die Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahr um 8,5%, besonders kräftig war der Anstieg der Preise von Energie und Lebensmitteln, auch wenn die Benzinpreise ab dem Frühsommer zu sinken begannen. Die Teuerungsrate für Lebensmittel erreichte mit 10,9% im Vergleich zum Vorjahr sogar den höchsten Wert seit 1979.

Das zuletzt spürbar geringere Wachstumstempo in Kombination mit den immer restriktiveren Maßnahmen der US-Notenbank und dem sukzessiven Abbau der fiskalischen Stimuli hat schließlich immer stärker die Frage aufgeworfen, ob sich die US-Wirtschaft bereits in einer Rezession befindet und/oder ob eine solche nunmehr zumindest unmittelbar zu erwarten steht. So erfasst die Abkühlung der Frühindikatoren immer mehr Bereiche der US-Wirtschaft, selbst die Stimmung der chronisch optimistischen US-Unternehmen hat sich zuletzt erkennbar eingetrübt. Wir sind allerdings der Auffassung, dass der zuletzt schwächere Expansionspfad vor allem vor dem Hintergrund gesehen werden muss, dass der Aufholprozess mit Blick auf die Lücken durch die Pandemie vollständig abgeschlossen ist: Eine solche Wachstumspause im Nachgang zu einer starken Erholungsbewegung war auch in der Zeit nach der Lehman-Krise zu beobachten und sollte nicht mit einer Rezession im eigentlichen Sinne verwechselt werden. Die US-Wirtschaft profitiert u. E. nach wie vor insbesondere maßgeblich davon, dass die Verschuldung des privaten Sektors relativ gering ist bzw. signifikante Überschüsse in den Bilanzen sowohl der privaten Haushalte als auch der Unternehmen des nicht-finanziellen Sektors bestehen. Die Erfahrung der letzten Rezessionen in der Nachkriegszeit lehrt hier, dass Ungleichgewichte des aggregierten privaten Sektors einen überragenden Einfluss auf die Rezessionswahrscheinlichkeit haben. Die privaten Haushalte können neben hohen Ersparnissen auf die sprudelnden Lohneinkommen zurückgreifen;

TOTPUNKT

Der obere Totpunkt bezeichnet den höchsten Punkt, den der Kolben während seiner Auf- und-ab-Bewegung im Zylinder einnimmt. Es ist der Zeitpunkt, an dem der Kolben einen Richtungswechsel vornimmt.

die Innenfinanzierungskraft der US-Unternehmen bleibt derweil so ausgeprägt, dass die finanzielle Resilienz außerordentlich hoch bleiben sollte.

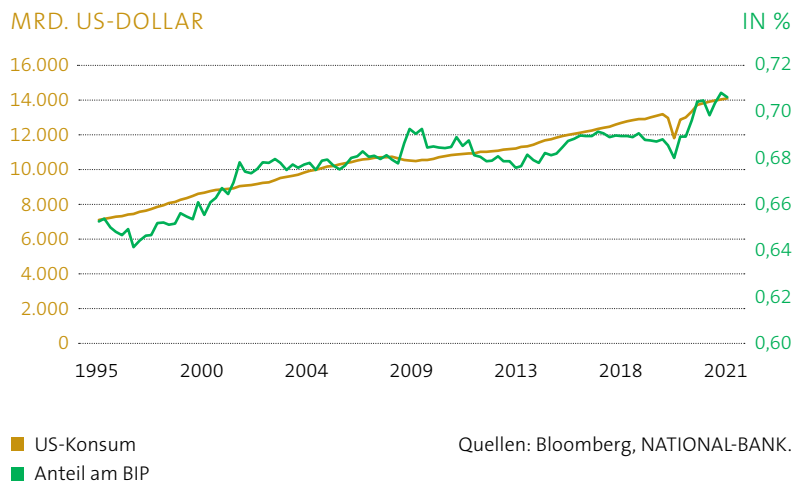
Im Ergebnis dürfte der Druck auf das Wirtschaftswachstum seitens der Fed eine Verringerung des Expansionstempos bewirken – eine sich selbst verstärkende Abwärtsentwicklung bleibt aber unwahrscheinlich. Wie tief und wie lange die Wachstumspause dauert, dürfte jenseits dessen insbesondere eine Funktion der Inflationsentwicklung sein: Mittelfristig ist, wie oben erörtert, davon auszugehen, dass die US-Wirtschaft ihre Gleichgewichtspunkte sukzessive wiederfindet und der Preisdruck auch am Arbeitsmarkt allmählich abebbt. Angesichts der restriktiven Geldpolitik und einer weiterhin hohen Inflation dürfte die Auslastung der US-Wirtschaft im Prognosezeitraum weiter sinken. Für das laufende Jahr erwarten wir noch einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts um 1,6%, für 2023 rechnen wir mit einem Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Aktivität um 1,0%. Für 2024 gehen wir dann von einer konjunkturellen Erholung und einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 2,3% aus.

ASIEN: DER GLOBALE STABILISIERUNGSFAKTOR IM KOMMENDEN JAHR

Die asiatisch-pazifische Region bleibt mit einem Anteil von rund 1/3 an der globalen Wertschöpfung und rund 4/5 der jährlichen Zuwächse des globalen Outputs das Rückgrat der Weltwirtschaft. Im Kontrast zu den anderen großen Regionen der globalen Ökonomie sind die Perspektiven für das kommende Jahr klar aufwärtsgerichtet, auch wenn die Pandemie für die Schwellen- und Entwicklungsländer Asiens immer noch eine größere Rolle spielt als in den etablierten Industrienationen. Dies gilt in besonderem Maße für die Entwicklung Chinas, wo die Regierung bis dato an ihrer Null-Covid-Politik festhält und auf Infektionsausbrüche immer wieder mit massiven Eindämmungsmaßnahmen reagiert. Hintergrund der abweichenden Covid-Strategie der Führung in Peking sind vor allem auch die nach wie vor geringen Impfquoten in großen Teilen der Bevölkerung, vor allem bei den am stärksten bedrohten älteren Alterskohorten in Kombination mit einem unterentwickelten Gesundheitssystem. Die bisherige Strategie, die primär auf die Virus-Typen mit schwereren Verläufen gerichtet war, ist angesichts der neueren Varianten allerdings nicht mehr angemessen. Während ein Strategiewech-

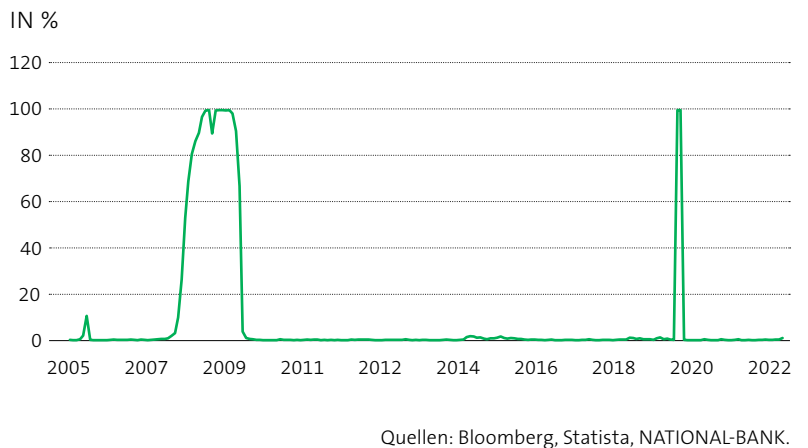
US-KONSUM ALS SCHLÜSSEL ZUR GESAMTWIRTSCHAFT

PRIVATER KONSUM IN RELATION ZUM BIP



EINE US-REZESSION BLEIBT UNWAHRSCHEINLICH

SOG. „PROBIT“-MODELL ZUR QUANTIFIZIERUNG DER REZESSIONSWAHRSCHEINLICHKEIT IN DEN VEREINIGTEN STAATEN

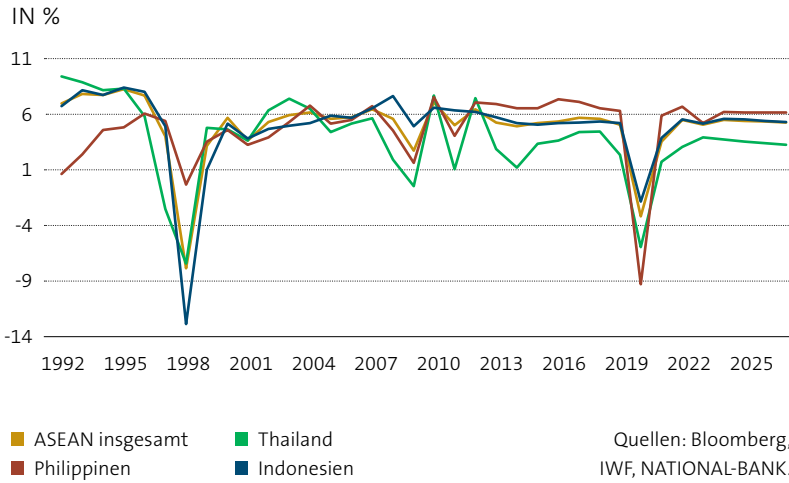


sel auch nach dem Parteikongress nicht erkennbar wurde, dürfte es im kommenden Jahr sukzessive zu einer schrittweisen Rückführung des Restriktionsgrades der Covid-Politik kommen, der dann ab etwa der Jahresmitte spürbare Wachstumsimpulse freisetzen dürfte.

Nach wie vor dämpft auch die Krise am Immobilienmarkt die Konjunktur spürbar: Die Hauspreise in den 70 größten Städten fallen bereits seit einem Jahr, im Juli wurden 37% weniger Wohnbauten begonnen als im Vorjahr und die für neue Bauprojekte akquirierte Fläche reduzierte sich um fast die Hälfte. Bereits seit Anfang dieses Jahres begegnet die Regierung der Krise auf dem Immobilienmarkt daher mit einer immer expansiveren Geldpolitik sowie einer Lockerung der Kreditvergaberichtlinien.

ASIEN BLEIBT DIE TRAGENDE SÄULE DER GLOBALEN EXPANSION

WACHSTUMSRATEN DES BRUTTOINLANDSPRODUKTES,
AUSGEWÄHLTE ASEAN-STAATEN IM VERGLEICH



ASEAN-STAATEN
Die ASEAN wurde 1967 von Thailand, Indonesien, Malaysia, den Philippinen und Singapur zur Förderung des konjunkturellen Aufschwungs gegründet.

AUSSENHANDELSALDEN
Bilanz des Außenhandels, die je nach Überschuss oder Defizit der Ein- und Ausfuhrbeziehungen positiv oder negativ ist.

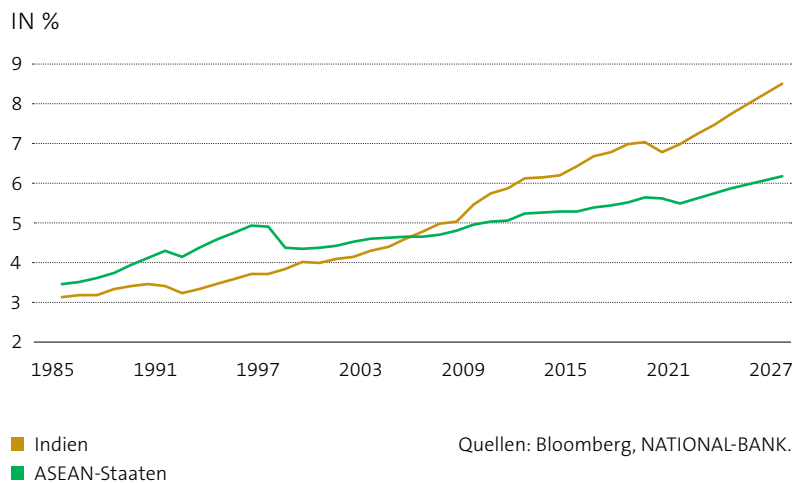
Infrastrukturinvestitionen sind ein weiteres Mittel, um den Bausektor zu stabilisieren und die Konjunktur zu stützen. Im Kern kommt in der Immobilienkrise auch ein systemischer Konflikt zwischen marktwirtschaftlichen und planwirtschaftlichen Ordnungsprinzipien zum Tragen, der sich mit zunehmendem Entwicklungsstand der chinesischen Nationalökonomie immer weiter zuspitzen könnte. Die mittelfristig größten (auch) ökonomischen Risiken liegen daher aus unserer Sicht in der weiteren politischen Entwicklung des Landes. Dies betrifft vor allem die immer stärkere Machtkonzentration von Präsident Xi, die zu

einer politischen Überregulierung führen könnte, die die wirtschaftliche Entwicklung hemmt. Mittelfristig wirft dies die Frage auf, ob dies auf Dauer mit dem Aufstieg und der Etablierung neuer Eliten kompatibel bleibt. Trotz all dieser politökonomischen Risiken gehen wir davon aus, dass das hohe Entwicklungspotenzial des Landes den Ausblick – auch für die Region insgesamt – weiter dominiert. Das Wachstumspotenzial Chinas bleibt enorm, das Pro-Kopf-Einkommen ungebrochen bei einem Bruchteil westlicher Normen – so ist davon auszugehen, dass die chinesische Wirtschaft derzeit mehr als 3% unter ihrem Potenzialpfad expandiert. Wir erwarten folglich eine Wachstumsbeschleunigung von derzeit 3,3% auf ca. 5,2% Zuwachs im kommenden Jahr.

Wie groß das Wachstumspotenzial der asiatisch-pazifischen Region insgesamt ist, zeigt auch die Entwicklung der ASEAN-Staaten: Trotz des Abschwungs in den Industrienationen konnten hier viele Volkswirtschaften die starke Erholung des Jahres 2022 bis zuletzt fortsetzen. Vor allem der externe Sektor – die Wachstumssäule in den letzten zwei Jahren – bleibt überraschend resilient: Zum einen profitieren Rohstoffexporteure wie Malaysia und Indonesien von der globalen Rohstoffhausse. Inzwischen technisch exponierte Volkswirtschaften, darunter Singapur, Malaysia und Vietnam, partizipieren immer stärker von der immer noch hohen Nachfrage nach Elektronik. Der zunehmende Anteil an den globalen Exportmärkten ist das Ergebnis mehrjähriger Bemühungen, ausländische Qualitätsprodukte und Direktinvestitionen anzuziehen und sich auf den globalen Wertschöpfungsketten sukzessive nach oben zu bewegen. Neben Waren sind zum anderen Dienstleistungsexporte der ASEAN-Staaten zu berücksichtigen, basierend auf unseren Schätzungen wird die Region hier wahrscheinlich einen erheblichen Schub erhalten, insbesondere in den tourismusintensiven Volkswirtschaften wie Thailand und Vietnam. Auch Indien, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Region, weist sehr vielversprechende mittelfristige Perspektiven auf. In der Pandemiezeit sind zwei neue Wachstumsbranchen entstanden: Erstens gewinnt Indien weltweit weiter erhebliche Marktanteile bei Exporten von hoch qualifizierten Fachkräften, wie z. B. für IT, Dienstleistungen, Mobiltelefone, Arzneimittel und Spezialmaschinen. Zweitens ziehen digitale Start-ups immer stärker ausländische Investitionen an, was die Investitionen anregt und über die Steigerung der Löhne immer spürbarer zum Wachstum beiträgt. Schließlich bergen Indiens grüne Übergangsamitionen eher eine Chance

INDIEN ERWIRTSCHAFTET 2030 FAST EIN ZEHNTTEL DER GLOBALEN WIRTSCHAFTSLEISTUNG

ANTEILE AM GLOBALEN BRUTTOINLANDSPRODUKT – ASEAN-STAATEN, INDIEN



als eine Belastung, was Investitionen in aufstrebende Sektoren wie den grünen Wasserstoff, Elektrofahrzeuge und Sonnenkollektoren anregt. Mit Blick auf die genannten Faktoren dürfte das Land – mit einer Bevölkerung von 1,5 Mrd. – auch weiterhin zu den globalen Wachstumstreibern gehören.

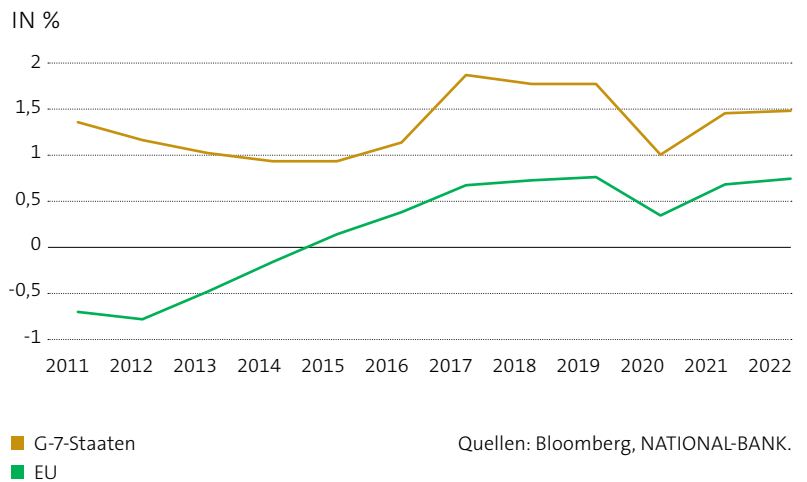
In summa dämpfen die anhaltenden Belastungen durch die Covid-Pandemie den Ausblick in der asiatisch-pazifischen Region derzeit zwar noch. Gerade im kommenden Jahr dürfte die Belebung der Region angesichts des synchronen Abschwungs in den etablierten Industrienationen besonders wichtig sein. In der Summe erwarten wir eine spürbare Zunahme des BIP-Wachstums von 4,4 auf Werte von knapp 5 %, im Jahre 2024 dürfte das Expansionstempo dann wieder bei 5,2 % liegen, was in etwa auf dem 10-Jahres-Expansionspfad liegt: Die Region bleibt also das Powerhouse der Weltwirtschaft.

EUROPA: MAXIMALER BELASTUNGSTEST

Wie viele westliche Industrienationen auch steuern die Länder der Eurozone derzeit auf eine Stagnationsphase zu, deren Ausdehnung hier aber noch wesentlich stärker von der weiteren geoökonomischen Entwicklung bestimmt sein dürfte als in anderen Regionen der Welt. Zwar konnte die Erholung von den wirtschaftlichen Beeinträchtigungen der Corona-Pandemie bis zur Jahresmitte 2022 trotz des Ukraine-Kriegs zunächst fortgesetzt werden. Der anhaltende Energiepreisschock und Gegenwind aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld lassen für die bevorstehenden Quartale jedoch eine ausgeprägte Schwächephase erwarten. Europaweit ist dabei allerdings auch eine gewisse Heterogenität der Mitgliedsstaaten der Eurozone zu konstatieren, die vor allem auf die unterschiedlichen Wirtschaftsstrukturen und die damit einhergehende Betroffenheit durch die direkten und indirekten Auswirkungen des russischen Angriffskrieges zurückzuführen ist. Während die nördlichen Industriestaaten durch den Energiepreisanstieg stark betroffen sind, werden vor allem die Länder Südeuropas durch eine deutliche Zunahme des Tourismus gestützt. Im Verlauf des Jahres 2023 könnte der konjunkturelle Abwärtstrend den jüngsten Konsensusprojektionen zufolge zwar allmählich drehen, sofern die Energiepreise ausgehend von ihren aktuell hohen Niveaus weiter sinken. Aber auch diese Indikation steht mit Blick auf den vermutlich andauernden Krieg auf tönernen Füßen,

DAS WACHSTUM DER EUROZONE LIEGT CHRONISCH UNTER DER G-7-BENCHMARK

WACHSTUMSRATEN DES BIP IM VERGLEICH

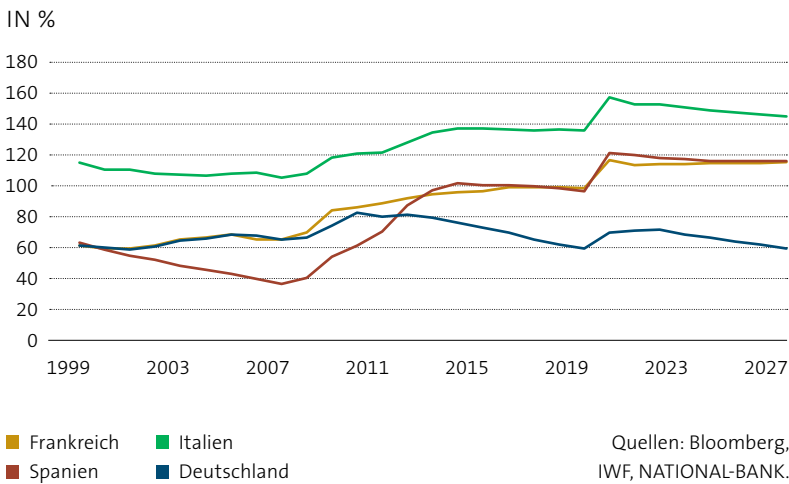


so ist die Stimmung von Unternehmen und Verbrauchern in vielen Sektoren der Wirtschaft teilweise noch unter den Stand des Frühjahres 2020 gefallen, als sich die Weltwirtschaft angesichts der globalen Pandemie im freien Fall befand.

Aus unserer Sicht könnte den Ländern der Europäischen Union die wohl schwerste systemische Krise zumindest seit der Gründung des Euro bevorstehen: Im Kern kommt es derzeit zu einer historisch wohl einzigartigen Aggregation zyklischer und struktureller Belastungsfaktoren für den gesamteuropäischen Wachstumspfad – gerade bei einer möglichen Persistenz der geoökonomischen Belastungsfaktoren. Angesichts der Preisexplosion bei den Energiepreisen haben sich die Außenhandelsalden der Länder der Eurozone angesichts des hohen Importbedarfs bereits erheblich verschoben, da die Energierechnung Europas den Exportüberschuss der Länder der Eurozone enorm verringert. Ökonomisch betrachtet führt die systematische Verminderung des Exportüberschusses zu einer dauerhaften Minderung des Wachstumspotenzials. Im Rahmen der geringeren Wachstumsleistung könnten sich zudem die Ineffizienzen des Konstruktes der Währungsunion noch verstärken. Nach wie vor wird das Wachstum in Europa durch die Friktionen der Währungsunion in Form nicht optimaler Wechselkurse gedämpft – Berechnungen der EU-Kommission hatten die Effekte seinerzeit auf 0,2- bis 0,3-Prozentpunkte pro Jahr quantifiziert: Unterschiedliche Inflationsraten sind ein wesentlicher Treiber der realen Ungleichgewichte in der Union, die aggregierten Lohnstückkostendivergenzen, die noch

DIE STAATSFINANZEN IN DER EU DIVERGIEREN IMMER STÄRKER

STAATSVerschuldung IN RELATION ZUM JEWEILIGEN BIP



aus der Lehman-Krise resultierten, haben größtenteils bis heute Bestand. Die Länder der Eurozone befinden sich im Ergebnis längst in einer sich selbst wechselseitig verstärkenden Bewegung immer geringeren Wachstums und immer stärkerer wirtschaftspolitischer Interventionen, die allerdings nur so allmählich – „in Zeitlupe“ – abläuft, dass sie sich der öffentlichen Kenntnisnahme weitgehend entzieht. Insofern ist es gut möglich, dass die Wachstumskräfte im Rahmen der aktuellen Krisenkonstellation zumindest zwischenzeitlich annähernd ganz zum Erliegen kommen: Seit der Lehman-Krise – also seit rund anderthalb Jahrzehnten – verzeichnete die Union ein jährliches reales Wachstum von nur noch 0,75%, das ist lediglich die Hälfte des Wachstums in der Vergleichsgruppe der G-7-Staaten..

Mit Blick auf den kürzer- und mittelfristigen konjunkturellen Ausblick stellt sich derzeit vor allem die Frage, ob und wann es der EZB gelingt, die Inflation wieder einzufangen und ihre Glaubwürdigkeit zu bewahren. Die aufgrund gestörter Wertschöpfungsketten bereits erhöhten Inflationsraten werden weiter durch exogene Energiepreisschocks getrieben. Dies hat zu einer persistenten angebotsseitigen Inflation geführt, die in der Breite der EU-Länder angekommen ist. Schwer wiegt hier grundsätzlich, dass sich die Länder der Eurozone zumindest in der Summe traditionell durch eine relativ geringere Flexibilität auszeichnen. Insofern ist die Gefahr der Persistenz der ökonomischen Wirkungen der angebotsseitigen Verwerfungen in Europa u. E. tendenziell größer als in den USA, auch wenn die europäischen Ar-

beitsmärkte nicht so angespannt sind wie in Übersee. Zwar wird auch die EZB im legitimatorischen Windschatten der US-Notenbank immer aggressiver, doch bleibt fraglich, ob Europa letztlich angesichts hoher Schuldenstände und einer somit wachsenden Anfälligkeit der fiskalischen Dominanz der Geldpolitik die wirtschaftspolitische Entschlossenheit aufbringt, die Inflation im notwendigen Maße zu bekämpfen. Für die Länder Europas wird es auf jeden Fall ein zäher Weg zurück zur Normalität.

Die Konjunkturprognose für die Eurozone ist derzeit nicht nur als Funktion der geoökonomischen Entwicklungen besonders risikobehaftet, sondern auch aus rein ökonomischen Erwägungen heraus besonders komplex. Der aufgestaute Nachholbedarf ist auch aufgrund der Lieferengpässe so enorm hoch, dass die europäischen Volkswirtschaften eine vollkommen atypische nachfrageseitige Resilienz entwickelt haben. Im Kern stellt sich aber für die europäische Industrie die Frage, was passiert, wenn die Neu-Aufträge angesichts anhaltender geopolitischer Belastungen sukzessive ausbleiben. Derzeit dürfte daher zumindest das Winterhalbjahr 2022/23 von einer rückläufigen Wirtschaftsleistung geprägt sein, die Stärke der Erholung wird auch maßgeblich vom Fortgang der geoökonomischen Störungen in Europa bestimmt werden: Je länger der Konflikt um die Ukraine anhält, desto schwächer dürften die Wachstumskräfte bzw. die Erholungsbewegung werden. Wir gehen in der Summe davon aus, dass sich der private Verbrauch gleichwohl ab dem kommenden Jahr allmählich stabilisieren kann und nach und nach zu einer – wenn auch nur mäßigen – Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion beitragen wird. Die Erholung dürfte im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums – auch gestützt durch eine Belebung der Auslandsnachfrage – noch etwas an Fahrt aufnehmen. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr wohl um 3% gestiegen sein, im Jahr 2023 nahezu stagnieren und auch im Folgejahr 2024 mit einem Zuwachs um 1,6% lediglich moderat zulegen.

DEUTSCHLAND UND NRW: VOR DER KONTRAKTION

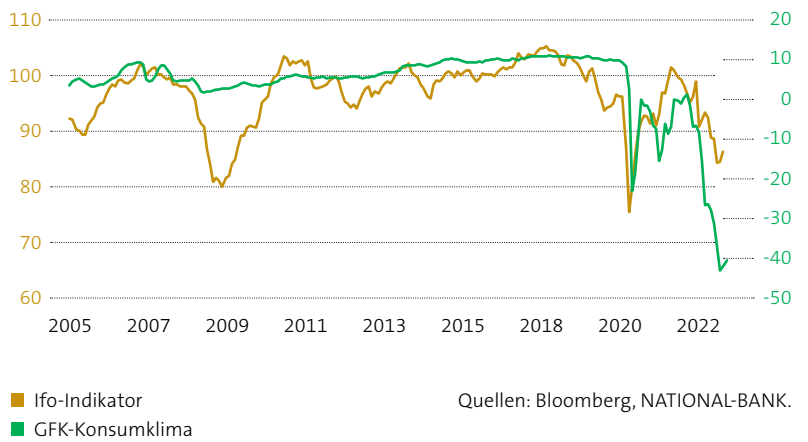
Nachdem die deutsche Wirtschaft im Frühjahr infolge der Erholung der privaten Konsumausgaben von der Pandemie noch gewachsen war, dämpfte der russische Angriffskrieg auf die Ukraine den Aufschwung. Die erhebliche Verteuerung von importierten Energierohstoffen – insbesondere von Erdgas – führte im gesamten Bundesgebiet zu einer drastischen Verschlechterung der Terms of Trade, die mit einem erheblichen Einkommensabfluss in die übrige Welt einhergeht. Zudem ließen höhere Erdgaspreise im Zusammenspiel mit Anspannungen auf dem Strommarkt auch dort die Großhandelspreise sprunghaft steigen, was nach und nach auf die Tarife der Endverbraucher durchschlägt. Neben Belastungen für die energieintensiven Industrien führt der massive Energiepreisanstieg insbesondere auch zu einem erheblichen Kaufkraftentzug bei den privaten Haushalten, mit der Folge einer Kontraktion des privaten Konsums bis weit ins kommende Jahr hinein. Zwar zehrt die Industrie sowohl im Bund insgesamt als auch an Rhein und Ruhr noch von hohen Auftragsbeständen, die bei nachlassenden Materialengpässen die Produktion stützen. Jedoch haben sich mit dem weltwirtschaftlichen Umfeld die Exportaussichten zumindest zwischenzeitlich weiter eingetrübt, die schwache gesamtwirtschaftliche Entwicklung verschlechtert zudem das Investitionsklima.

Insgesamt wurde die sonst angelegte Erholungsphase durch die Summe der exogenen Schocks jäh unterbrochen. So sind die Frühindikatoren im Oktober zum fünften Mal in Folge spürbar gesunken und nähern sich den Tiefpunkten des Beginns der Covid-Pandemie des Frühjahres 2020 an: Angesichts der schwachen Zahlen steht die Wirtschaft in Nordrhein-Westfalen somit kurz vor einer Rezession. Wie schwer der Winter für die Unternehmen tatsächlich wird, hängt vor allem von der weiteren Entwicklung der Energiekosten ab. Vor allem im verarbeitenden Gewerbe ist das Klima erneut stark gefallen, die Auftragsbücher sind zwar weiterhin voll, jedoch kommen immer weniger Neuaufträge hinzu. Der Mangel an Vorprodukten hat sich allerdings wie von uns erwartet jüngst entspannt – vor allem im Kraftwagenbau und in der Möbelindustrie ließen die Engpässe nach. Wegbrechende Aufträge sowie die anhaltend hohe Inflation machen auch dem Handel in Nordrhein-Westfalen massiv zu schaffen. Im Oktober erreichten die Geschäftserwartungen sogar einen neuen historischen Tiefpunkt;

HISTORISCHER STIMMUNGSEINBRUCH IST EIN MENETEKEL FÜR DIE DEUTSCHE WIRTSCHAFT

IFO-GESAMTINDIKATOR, GFK-KONSUMKLIMA

IN INDEXPUNKTEN



sie sind nun noch schlechter als zu Beginn der Corona-Pandemie, viele Handelsfirmen planen zudem, ihre Belegschaft in den nächsten drei Monaten zu reduzieren. Erstmals seit über zwei Jahren beurteilten die Groß- und Einzelhändler ihre Lage in der Mehrzahl wieder negativ. Regelmäßig abgestürzt ist das Geschäftsklima im Bauhauptgewerbe. Neben den hohen Kosten für Material ist nun auch die Zinswende als Belastung hinzugekommen. Sämtliche Baubranchen erwarten eine rückläufige Bautätigkeit in den nächsten drei Monaten. Für viele Bauunternehmen wird es zudem immer schwieriger, an Kredite zu kommen. Im Oktober berichteten 8,3% der Firmen von Engpässen bei der Kreditbeschaffung, dies ist der höchste Wert seit Ende 2005.

In der Summe erwarten wir auf Basis der jüngsten Datenpunkte für den Bund insgesamt einen Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr um 1,5% sowie eine Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Outputs im kommenden Jahr um 0,5%. Auf Basis sowohl der jüngsten Daten der VGR der Länder für das erste Halbjahr 2022 als auch der relativen Entwicklung der Frühindikatoren gehen wir ferner davon aus, dass der NRW-Wachstumspfad im laufenden und im kommenden Jahr jeweils rund 0,3-Prozentpunkte unterhalb des Bundestrends liegen dürfte: Für das Jahr 2022 sehen wir für NRW folglich Zuwächse um 1,2% als realistisch an, das kommende Jahr sollte eine Kontraktion von 0,8% für die Wirtschaft in NRW mit sich bringen.



GEPOLITISCHE EINFLUSSFAKTOREN

ANGRIFFSKRIEG IN EUROPA – „ZEITENWENDE“, LAGEBESCHREI- BUNG UND AUSBLICK

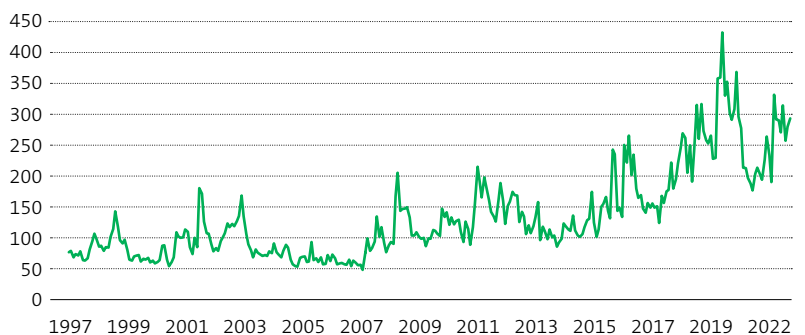
Der deutsche Bundeskanzler fand eine treffende, alles Wesentliche beschreibende Phrase, als er nach dem 24. Februar 2022 von einer „Zeitenwende“ sprach. An diesem Datum begann die Russische Föderation entgegen allem Hoffen und politischer Erwartung einen vollumfänglichen Angriffskrieg auf ihr Nachbarland, die Ukraine. Zum ersten Mal seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs vor 77 Jahren vollzieht eine eurasische Nation einen scheinbar aus der Zeit gefallenen Zivilisationsbruch und greift gegen ihr Nachbarland zum clausewitzschen Wort von der „bloßen Fortsetzung der Politik mit anderen Mitteln“.

Der Rückblick auf mittlerweile zehn Kriegsmonate im östlichen Teil Europas offenbart bislang eine ganze Serie von Überraschungen: Zum einen sind die ursprünglichen militärisch-politischen Ziele der Russischen Föderation nicht nur nicht erreicht worden, sondern rücken zusehends weiter in die Ferne. Der „Full-scale Shock and Awe“-Angriff auf die Ukraine ab dem 24. Februar 2022 sollte deren politische Führung wie die Weltöffentlichkeit augenblicklich lähmen. Idealerweise wäre in der Folge binnen Tagen die ukrainische Regierung abgesetzt worden und durch ein der Russischen Föderation willfähiges Regime ersetzt worden. Dies hätte die Dauer des Angriffskriegs auf ca. 3–5 Tage unter einem gemessenen militärischen Einsatz begrenzt. Bekannterweise verlief die Entwicklung jedoch ganz anders. Die nächste handfeste Überraschung, für die Russische Föderation selbst wie wohl für die (direkt betroffene) übrige Welt, lag und liegt in deren andauernder Reaktion auf die Eröffnung des russischen Angriffskriegs.

FULL-SCALE SHOCK & AWE
Full-scale Shock and Awe bezeichnet eine auf Schockwirkung ausgelegte militärische Taktik, wo der Gegner vollumfänglich überrascht und in seiner Handlungsfähigkeit sofort vollständig gelähmt ist.

DER GEOPOLITISCHE GEGENWIND BLEIBT AUCH WELTWEIT ENORM INDEX DER POLITISCHEN „VERUNSICHERUNG“ WELTWEIT

IN INDEXPUNKTEN



Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

Die politische Führung der Russischen Föderation nahm niemals ein Blatt vor den Mund: Sie hielt vor allem die Staaten der Europäischen Union für schwach und zerstritten, dachte gering von ihren militärischen Fähigkeiten und wählte sich in einer unerschütterlich starken Position durch ihre Quasi-Monopolstellung als Lieferant fossiler Energieträger. Diese Position ließe sich trefflich und hochwirksam als politisch-wirtschaftliches Druckmittel gegenüber den Staaten Europas einsetzen. Man setzte zudem auf den Nimbus der „hoffnungslos überlegenen Militär- und Nuklearmacht“, gegen die jede militärische Gegenwehr von vornherein sinnlos erscheine. Dieses Kalkül ist geradezu spektakulär gescheitert. In wahrhafter Windeseile organisierten die USA wie die (europäischen) NATO-Mitglieder eine allumfassende und noch immer weiter anwachsende militärische, wirtschaftliche und politische Unterstützung der Ukraine. Mit den geradezu flammenden Worten „America is back!“ stellte US-Präsident Joe Biden klar, dass die USA die Herausforderungen des Ukraine-Kriegs vollumfänglich annähmen und mit ihren Verbündeten der NATO alles dafür und so lange wie erforderlich täten, den russischen Angriffskrieg auf das Nachbarland scheitern zu lassen. Nahezu im Wochenrhythmus wurden in den USA wie in Europa orchestrierte wirtschaftliche Sanktionen gegen die Russische Föderation erlassen und militärische wie wirtschaftliche Hilfsmaßnahmen („Pakete“) für die Ukraine organisiert. „Wie ein Mann“ standen und stehen die NATO-Mitgliedsstaaten einerseits, die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union andererseits vereint gegen die Russische Föderation: Wiederum in Windeseile wurden umfangreiche Verstärkungen der eigenen Verteidigungsfähigkeit vorgenommen. Eine langjährig befürchtete „Nemesis“ der russischen Außenpolitik wurde binnen Monaten zur Realität: Der NATO wachsen mit Schweden und Finnland zwei weitere Mitglieder mit beachtlichen militärischen Fähigkeiten zu und die direkte Außengrenze der Russischen Föderation mit den NATO-Staaten wächst in Finnland um ca. 1.200 km Länge an.

Noch eine handfeste Überraschung wurde manifest: Das ukrainische Militär weist nicht nur die bessere Motivation und Kampfkraft durch alle Ränge hindurch auf. Seine Führung demonstriert beeindruckende Erfahrung und strategisch-taktische Fähigkeiten, die das scheinbar Undenkbare wahr werden ließen: Nicht nur misslang den Truppen der Russischen Föderation die Eroberung der Hauptstadt Kiew. Seit der Rückeroberung der ostukrainischen Städte Charkiw und Cherson durch das ukrainische Militär im Herbst dieses Jahres sieht sich zudem die um vielfache Größenordnungen mächtigere Militärmaschinerie der Russischen Föderation in der Defensive. Mit den von westlichen Staaten bezogenen Artilleriesystemen zermürbte die ukrainische Armee zunächst die z. T. weit hinter der Front liegende militärische Infrastruktur der Föderation, störte den Nachschub der Föderationstruppen empfindlich und sorgte für nennenswerte Verluste an Ausrüstung und Material. Und in jüngster Zeit ermöglichte es der Einsatz dieser Artilleriesysteme gar, die russischen Truppen über den großen, in der östlichen Ukraine gelegenen Fluss Dnjepr zurück nach Osten und in Richtung russischer Grenzen zu drängen.


Mit dem Beginn des Winters mutet die derzeitige Situation wie ein Patt an (dem zunehmend „festgefahrenen“ Stellungskrieg des Ersten Weltkriegs nicht ganz unähnlich). Die Truppen beider Kriegsgegner graben sich in den erreichten eingenommenen Stellungen ein, um dem grimmigen östlichen Winter zu trotzen. Größere Offensiven verlieren nun bis zum kommenden Frühjahr an Eintrittswahrscheinlichkeit. Allerdings verfügt auch General Surowikin als neuer Oberbefehlshaber der in der Ukraine kämpfenden russischen Truppen über umfangreiche strategische wie taktische Erfahrung und weiß, die Ukraine an einer neuen Front unter Druck zu bringen: Innerhalb von kaum drei Wochen während des Herbstes sorgte ein russischer Raketen- und Drohnenhagel auf das gesamte Land für die Beschädigung und Zerstörung von ca. 40% der ukrainischen Versorgungskapazitäten (vor allem Strom und Wasser). Dabei sind offenkundig die Moral und die Motivation der ukrainischen Zivilbevölkerung das vorrangige Ziel.

Die Frage, welchen Fort- und Ausgang der russisch-ukrainische Krieg einmal nehmen kann, ist derzeit kaum zu beantworten. Aber eine relative Gewissheit glauben wir gleichwohl zu erkennen: Die Russische Föderation wird vermutlich keines ihrer Kriegsziele erreichen, ganz gleich, was künftig noch geschehen mag. Die geballten ökonomischen Sanktionen der Welt setzen dem Land

und seiner (Kriegs-)Wirtschaft zunehmend zu. Die innenpolitischen Folgen eines möglichen militärischen Scheiterns der Russischen Föderation in der Ukraine vermögen wir allerdings nicht einmal ansatzweise zu ermessen. Ein nicht zu leugnender Risikofaktor bei der Beurteilung des Geschehens bleibt unabweisbar die Unberechenbarkeit von Entscheidungen und Verhalten der russischen Führung. Erwiesenermaßen sind ökonomische wie politische Ratio dieser keine letztlich entscheidenden Faktoren. Und würde sich der russischen Führung während des Fortgangs des Krieges im eigenen Land gar die Überlebensfrage stellen, sähen wir uns gänzlich außerstande, ihr Verhalten einzuschätzen. Von einem (wiederum unerwarteten) „Zurückstecken“ im Ukraine-Krieg über Kabale im Führungszirkel der „Silowiki“ aus Geheimdienst und Militär zum Sturz der gegenwärtigen Führung, einen (wahrscheinlich blutig verlaufenden) Bürgerkrieg, einen „Regime Change“ (der gänzlich neuer und anderer Führungspersonen bedürfte bzw. diese hervorbrächte) bis hin zum goebbelsschen „Hinter-uns-die-Tür-der-Weltgeschichte-mit-einem-Knall-Zuschlagen“ (in welcher furchtbarer Form auch immer) wäre wohl alles denkbar. Da die russischen Ressourcen nach allgemeiner Einschätzung weit von ihrer Erschöpfung entfernt sind, muss leider auch während des Jahres 2023 mit einer Fortsetzung des Ukraine-Kriegs gerechnet werden. Dessen schlussendlicher Ausgang dürfte noch in weiter Ferne liegen.

USA UND CHINA: MEHR GEGNERSCHAFT ALS KONKURRENZDENKEN – WOHIN FÜHRT DAS RINGEN UM EINFLUSSSPHÄREN UND MARKTANTEILE?

Nach dem Wechsel im Weißen Haus von Donald Trump zu Joe Biden waren die Erwartungen hoch, dass sich das Verhältnis zwischen den USA und China deutlich verbessern würde, schließlich verkündete der neue US-Präsident, China nicht als Gegner, sondern als Wettbewerber zu verstehen. Die Realität nach knapp zwei Jahren sieht allerdings vollkommen anders aus. Neben der Weiterführung der von der Vorgängerregierung auferlegten Handelszölle wurden weitere restriktive Maßnahmen gegenüber China verhängt. Als diesbezüglicher Höhepunkt gelten die im Oktober verhängten neuen Exportbeschränkungen gegenüber China. Diese umfassen alle Halbleiter und alle für die Halbleiterproduktion notwendigen Geräte aus US-Herstellung. Das diesbezügliche Exportverbot tritt unmittelbar in Kraft und ver-



Die Russische Föderation wird vermutlich keines ihrer Kriegsziele erreichen, ganz gleich, was künftig noch geschehen mag.

folgt das Ziel, US-amerikanische und ausländische Firmen daran zu hindern, US-Computerchips direkt an staatsnahe chinesische Unternehmen zu verkaufen. Diese Regelung der US-Regierung wird bereits als Erklärung eines Wirtschaftskrieges gegenüber China titulierte.

Für die chinesische Seite hat dieser Schritt der US-Regierung gravierende Auswirkungen. Die Reichweite der Maßnahmen, mit denen Chinas technologische und militärische Fortschritte eingedämmt werden sollen, wird beträchtlich erweitert. Es ist zu vermuten, dass dadurch China in der Halbleiterentwicklung und bei der Herstellung von Hochleistungs- sowie Supercomputern um Jahre zurückgeworfen werden könnte. Gerade Letztere sind für die weitere Entwicklung der staatlichen Militär- und Überwachungsprogramme von herausragender Bedeutung. Bislang handelt es sich bei dem Exportverbot um eine rein US-amerikanische Maßnahme. Zusagen anderer Länder, dass sie diesem Schritt folgen werden, gibt es bislang noch nicht. Da jedoch in vielen Speicherchips der Welt US-amerikanische Komponenten enthalten sind, bilden die neuen Exportregeln ein sehr scharfes Schwert gegenüber China.

Auffällig ist der zeitliche Zusammenhang mit der Verabschiedung des US-Chips-Act Ende Juli dieses Jahres. Dieser beinhaltet Investitionen

in Höhe von rund 200 Milliarden US-Dollar in die US-Chipindustrie bis zum Jahr 2031. 52 Mrd. USD dieser Summe sollen ausschließlich für die Forschung bestimmt sein, mit dem primär der Bau US-amerikanischer Halbleiterwerke in den nächsten Jahren gefördert werden sollen. Weitere 24 Milliarden US-Dollar kommen indirekt etwa durch Steuernachlässe für Chipauftragsfertiger hinzu.

Durch dieses Investitionspaket soll die heimische Halbleiterproduktion angekurbelt werden, um neue Arbeitsplätze zu schaffen und das Land unabhängiger vom internationalen Chipmarkt zu machen. Diesbezüglich steht insbesondere die Reduzierung der Abhängigkeit von Taiwan als weltweit wichtigstem Chipproduzenten im Vordergrund. Immerhin werden ca. 2/3 aller weltweiten Chips in Taiwan hergestellt. In Anbetracht der politischen Turbulenzen um die Insel vor der chinesischen Küste ist der Ausbau der Chipproduktion im eigenen Land eine wichtige Säule im Hinblick auf die Reduzierung der globalen Abhängigkeiten. Wie bedeutsam der weltweite Halbleitermarkt geworden ist, verdeutlicht nachfolgende Grafik.

DECOUPLING
„Abkopplung“, hier die Entflechtung der Wirtschaftsbeziehungen zum Zwecke der wirtschaftlichen Isolation des machtpolitischen Gegners.

Mittlerweile ist der Konkurrenzkampf zwischen den USA und China nahezu zu einem Leitbild des internationalen Wettkampfes um Einflussphären geworden. Inhaltlich prägt er politische, militärische und insbesondere auch wirtschaftliche Fragen bzw. Dynamiken und stellt somit eine mehrdimensionale Rivalität dar. Dazu gehört auch eine zunehmende Wahrnehmung Chinas als Bedrohung und eine sich verstärkende politisch-ideologische Komponente. Von besonderer Wichtigkeit ist zudem die technologische Dimension. Diese bildet nicht nur ab, wer technische Standards setzt, sondern beinhaltet auch geo-

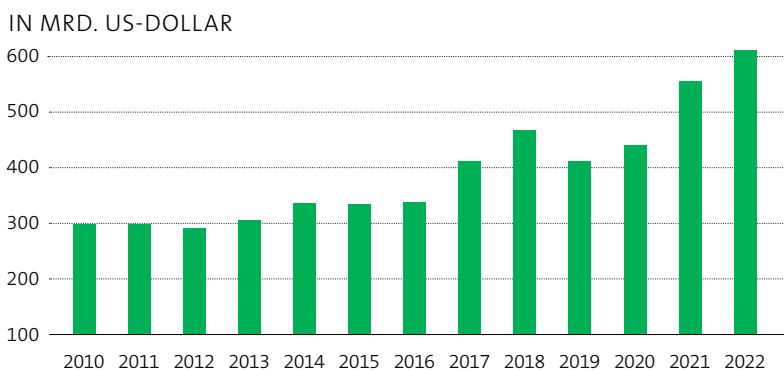
politische Machtprojektion durch technopolitische Einflussphären. Dabei werden Fragen der Technologieentwicklung und -nutzung stellvertretend als Ausdruck des systemischen Wettbewerbs zwischen den USA und China respektive als Frage der Zugehörigkeit zu einem Einflussbereich verstanden. Gerade die neu auferlegten Exportbeschränkungen bzw. -verbote sind Ausdruck dieser technologischen Komponente in der vielschichtigen sino-amerikanischen Konkurrenzsituation.

Dieses sog. „Decoupling“ der beiden größten Volkswirtschaften der Welt stellt für die Globalisierung eine ernst zu nehmende Bedrohung dar. Zeigt sich bislang der Welthandel vor dem Hintergrund des herausfordernden globalen Umfelds bemerkenswerterweise weiterhin auf einem sehr hohen Niveau – im Besonderen getragen durch grenzüberschreitende Dienstleistungen, gerade im IT-Sektor – würde ein „Decoupling“ der USA und Chinas gerade im Technologiesektor gravierende Auswirkungen auf den grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr haben.

Wir erwarten, dass die chinesische Führung trotz oftmals anderslautender Aussagen rund um den Parteikonvent ihren Wirtschaftspragmatismus der letzten Jahrzehnte nicht wesentlich aufgeben wird, zu stark sind die globalen Verflechtungen und zu viel steht auch für die politische Führung Chinas auf dem Spiel. Immerhin benötigt die chinesische Wirtschaft nach der teilweise selbst auferlegten wirtschaftlichen Corona-Dürrephase (Zero-Covid Policy) dringend Wachstumsimpulse. Ein Zurückfahren des wirtschaftlichen Austausches von Gütern und Dienstleistungen mit dem Westen würde diesem Ziel diametral entgegenstehen. Das Gipfeltreffen von Präsident Biden mit seinem chinesischen Counterpart beim G-20-Treffen in Bali im November zeigt aus unserer Sicht, dass beide Länder nicht an einer weiteren Eskalation der ohnehin angespannten Beziehungen interessiert sind. Wir erkennen darin ein stilles Eingeständnis, dass beide Kontrahenten nur „miteinander gegeneinander“ agieren können. Für die Welt und die Kapitalmärkte wenigstens ein etwas entspannendes Signal, nicht mehr, aber auch nicht weniger. Eindeutig ist jedenfalls, dass beide Länder mit vollem Einsatz den Ausbau ihrer strategischen Machtpositionierung weiter verfolgen werden; es bleibt nur zu hoffen, dass dabei die gegenseitige Zusammenarbeit, gerade in wirtschaftlichen Aspekten, nicht allzu stark ins Hintertreffen gerät. Immerhin sind die Vorteile der Globalisierung unbestritten: geringere Kosten für Waren und Dienstleistungen, gestiegene Lebensstandards für

RASANTES WACHSTUM DES WELTWEITEN HALBLEITERMARKTES

WELTWEITE HALBLEITERUMSÄTZE IN MILLIARDEN US-DOLLAR

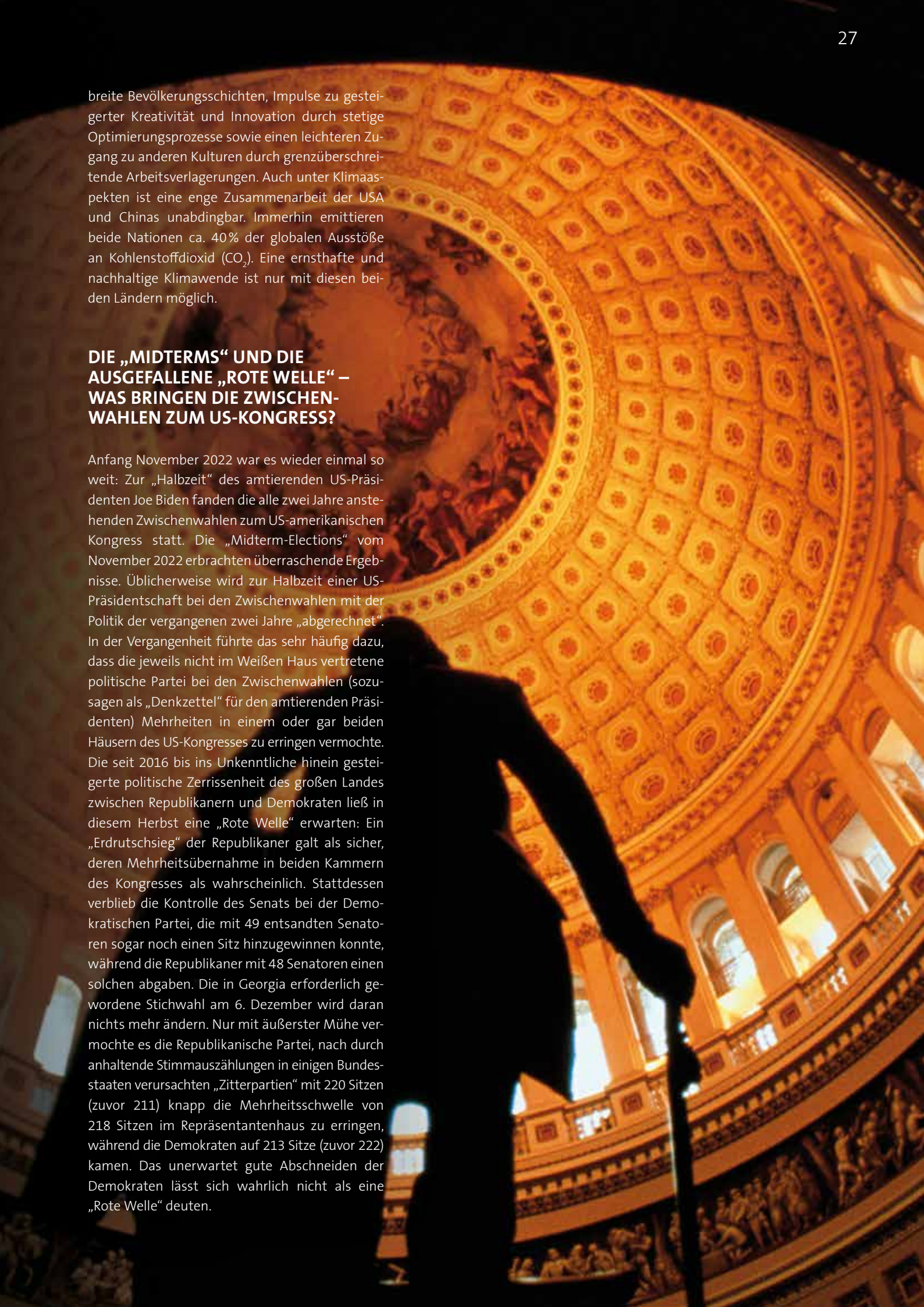


Quellen: Bloomberg, Statista, NATIONAL-BANK.

breite Bevölkerungsschichten, Impulse zu gesteigerter Kreativität und Innovation durch stetige Optimierungsprozesse sowie einen leichteren Zugang zu anderen Kulturen durch grenzüberschreitende Arbeitsverlagerungen. Auch unter Klimaaspekten ist eine enge Zusammenarbeit der USA und Chinas unabdingbar. Immerhin emittieren beide Nationen ca. 40% der globalen Ausstöße an Kohlenstoffdioxid (CO₂). Eine ernsthafte und nachhaltige Klimawende ist nur mit diesen beiden Ländern möglich.

DIE „MIDTERMS“ UND DIE AUSGEFALLENE „ROTE WELLE“ – WAS BRINGEN DIE ZWISCHENWAHLEN ZUM US-KONGRESS?

Anfang November 2022 war es wieder einmal so weit: Zur „Halbzeit“ des amtierenden US-Präsidenten Joe Biden fanden die alle zwei Jahre anstehenden Zwischenwahlen zum US-amerikanischen Kongress statt. Die „Midterm-Elections“ vom November 2022 erbrachten überraschende Ergebnisse. Üblicherweise wird zur Halbzeit einer US-Präsidentschaft bei den Zwischenwahlen mit der Politik der vergangenen zwei Jahre „abgerechnet“. In der Vergangenheit führte das sehr häufig dazu, dass die jeweils nicht im Weißen Haus vertretene politische Partei bei den Zwischenwahlen (sozusagen als „Denkzettel“ für den amtierenden Präsidenten) Mehrheiten in einem oder gar beiden Häusern des US-Kongresses zu erringen vermochte. Die seit 2016 bis ins Unkenntliche hinein gestiegerte politische Zerrissenheit des großen Landes zwischen Republikanern und Demokraten ließ in diesem Herbst eine „Rote Welle“ erwarten: Ein „Erdrutschsieg“ der Republikaner galt als sicher, deren Mehrheitsübernahme in beiden Kammern des Kongresses als wahrscheinlich. Stattdessen verblieb die Kontrolle des Senats bei der Demokratischen Partei, die mit 49 entsandten Senatoren sogar noch einen Sitz hinzugewinnen konnte, während die Republikaner mit 48 Senatoren einen solchen abgaben. Die in Georgia erforderlich gewordene Stichwahl am 6. Dezember wird daran nichts mehr ändern. Nur mit äußerster Mühe vermochte es die Republikanische Partei, nach durch anhaltende Stimmauszählungen in einigen Bundesstaaten verursachten „Zitterpartien“ mit 220 Sitzen (zuvor 211) knapp die Mehrheitsschwelle von 218 Sitzen im Repräsentantenhaus zu erringen, während die Demokraten auf 213 Sitze (zuvor 222) kamen. Das unerwartet gute Abschneiden der Demokraten lässt sich wahrlich nicht als eine „Rote Welle“ deuten.



Wir vermuten, dass dieses Wahlergebnis umfangreiche, für die gesamte Welt relevante Folgen nach sich ziehen könnte – zumindest für die verbleibende Amtsperiode der Biden-Administration: An vorderster Stelle benennen wir hier die Geopolitik und den Einfluss der USA auf diese. Der unter dem seinerzeitigen US-Präsidenten Trump vorangetriebene Rückzug der Amerikaner „auf sich selbst“ wird weiterhin eingebremst werden. Unter Präsident Biden (dem nun anders als mehreren seiner Vorgänger keine Probleme mit einer umfangreichen oppositionellen Kongressmehrheit drohen) üben die USA ihre globale politische Führungsrolle entschlossen aus. Der sich etwa innerhalb der vergangenen zehn Jahre global akzentuierte Gegensatz zwischen Demokratie und Autokratie erscheint mitnichten überwunden. So erkennen die USA in der VR China ihren auf lange Sicht mächtigsten und bedeutsamsten Kontrahenten auf der Bühne der Weltpolitik und intensivieren ihr kooperatives wie zugleich einhegendes Ringen mit diesem: Es gilt in diesem Zusammenhang, den als Ergebnis des Zweiten Weltkriegs geschaffenen Einfluss der USA (und der westlichen Welt) im gesamten asiatisch-pazifischen Raum zu wahren. Im Interesse von Erhalt und Ausbau einer regelbasierten politischen Weltordnung werden die USA auch dem autokratischen Gebaren der Russischen Föderation entschlossen entgegentreten und die internationale Unterstützung der Ukraine in ihrem Abwehrkampf weiterhin befördern und koordinieren.

Die innenpolitische und wirtschaftliche Entwicklung der USA dürfte durch das Zwischenwahlergebnis ebenfalls wichtige Impulse erfahren. Hier sind u. a. die eng miteinander verwobenen The-

menfelder Klimawandel, Nachhaltigkeit und Energieversorgung zu benennen: Es sind vorrangig ein sich beschleunigender Ausbau zur Erzeugung erneuerbarer Energien sowie verstärkte Anstrengungen zur energetischen Nutzbarmachung der Kernfusion zu erwarten. Zudem werden globale Bestrebungen zur Verlangsamung und Eindämmung der globalen Erwärmung im Lande selbst wie weit jenseits seiner Grenzen wahrscheinlich die tatkräftige Unterstützung der USA finden. In bester US-amerikanischer Tradition dürfte dabei der private Sektor aktiv eingebunden werden, um sich neu eröffnende Märkte und geschäftliche Chancen frühzeitig zu erkennen und zu nutzen.

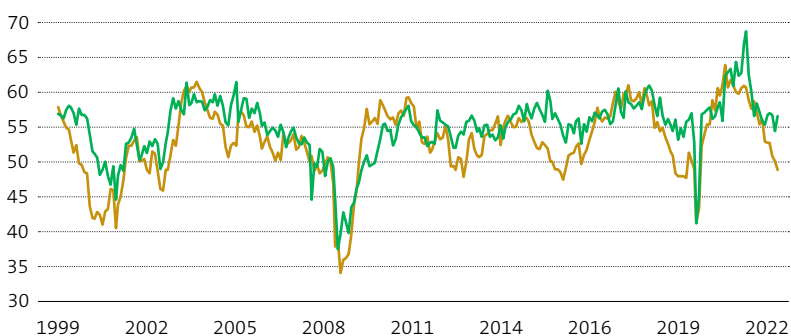
Die von der Biden-Administration ins Werk gesetzte umfangreiche Initiative zur Erneuerung der US-amerikanischen Infrastruktur wird ebenso ihre Fortsetzung erfahren wie die Politik, den (hoch) technologischen Vorsprung der USA (namentlich vor der VR China) weiter auszubauen. Speziell dabei dürfte die Priorität verfolgt werden, gewonnenes Wissen exklusiv zu verwerten und seinen Transfer in andere Hände möglichst zu verhindern. Die jüngste Gesetzgebung in den USA betreffend die Produktion von und den Außenhandel mit Halbleiterbauteilen (im Besonderen Hochleistungschips) weist hier bereits den Weg. Auch rüstungstechnische Folgen erwarten wir. So dürften vor allem verstärkte Investitionen und Anstrengungen auf militärtechnischen Gebieten erfolgen, wo sich die USA (tatsächlich oder vermeintlich) im Rückstand gegenüber anderen Nationen wähnen. Ein Beispiel bieten die modernen russischen und chinesischen Hyperschallraketen, denen (zumindest offiziell) noch kein US-amerikanisches Äquivalent gegenübersteht.

Der sich seit Jahren verstärkenden Süd-Nord-Migration auf dem amerikanischen Kontinent, die jeder US-Regierung eine formidable Herausforderung sein muss, wird vermutlich weniger mit der den Republikanern eigenen ideologischen Schärfe und stattdessen eher mit (möglicherweise etwas resignativem) Pragmatismus begegnet werden. Da die gesamte Geschichte der USA eine der Immigration ist und das Land seit jeher talentierten und motivierten Einwanderern die besten Startvoraussetzungen bietet, dürfte sich die Entwicklung zwar als schwierig, letztendlich jedoch als beherrschbar erweisen. Auch Sozialpolitik, Bildung und Gesundheitswesen mit ihren jeweils eigenen nationalen Herausforderungen werden wahrscheinlich mit der (mindestens impliziten)

KONTROLLIERTE ABKÜHLUNG IN DEN USA

ISM-INDIZES FÜR US-INDUSTRIE, DIENSTLEISTUNGSEKTOR

IN INDEXPUNKTEN



■ Industrie
■ Dienstleister

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

Zielsetzung behandelt werden, die schärfsten und scharfen gesellschaftlichen Gegensätze, die sich darin widerspiegeln, zumindest etwas abzuschwächen: Das Bewusstsein der Demokraten, dass die gesellschaftliche Spaltung der vergangenen Jahre („poison of divisiveness“) dem Land Schaden stiftet, erscheint uns jedenfalls ausgeprägter als jenes der Republikaner.

Nach unserer Lesart haben die „2022 Midterms“ einen für die USA wie für die gesamte Welt vorteilhaften Ausgang genommen. Eine große Herausforderung aufseiten der den Präsidenten stellenden Demokratischen Partei mit Blick auf die Präsidentschaftswahlen 2024 wird es nun sein, einen oder gar mehrere geeignete Spitzenkandidaten aufzustellen, die sowohl den alternen ehemaligen Präsidenten Donald Trump als auch seinen bei den „Midterms“ sehr erfolgreichen und sich daher abzeichnenden innerparteilichen Konkurrenten Ron DeSantis (Gouverneur von Florida, Spitzname: „Trump without Trump's craziness“) bei diesen Wahlen zu schlagen vermögen. Dies wird auch davon abhängen, ob es der Biden-Administration bis dahin gelingt, die tief greifende Spaltung des Landes zu verringern.

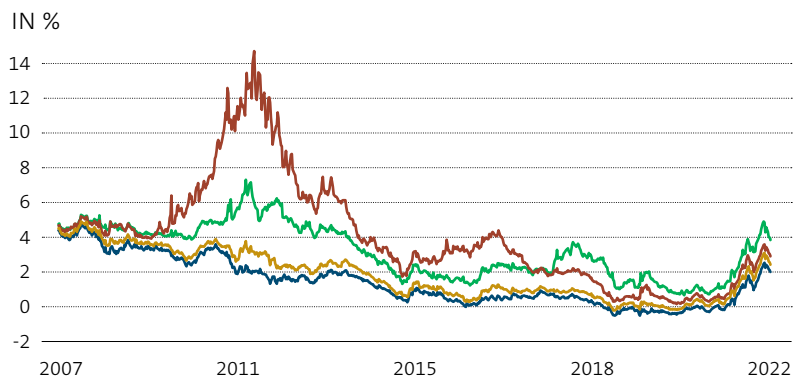
EUROPA IM ZEICHEN DES UKRAINE-KRIEGS: PERSPEKTIVEN UND TENDENZEN FÜR DIE EU

Aus unserer Sicht stehen die Länder der Europäischen Union vor der möglicherweise größten Bewährungsprobe zumindest seit der Gründung der Eurozone: Der Krieg in der Ukraine schafft einen vollkommen neuen Kontext für die ungelösten Probleme des Euroraums, die sich nach der Corona-Pandemie bereits erheblich verschärft haben. Die eigentliche Herausforderung ist dabei nicht nur die Anzahl der unterschiedlichen Krisen, die in und um Europa stattfinden, sondern mehr noch ihre sich gegenseitig verstärkende Wirkung: Vor allem die Notwendigkeit der wirtschaftlichen und politischen Stabilisierung des europäischen „Vorfeldes“ im Rahmen der Assoziierung und/oder Integration neuer Mitglieder könnte die EU mit Blick auf die enormen Entwicklungsunterschiede vollkommen neuen Belastungstests unterziehen, was allerdings durchaus auch integrative Impulse generieren könnte: Viele Nationen sind ja durch „Blut und Eisen“ geschmiedet worden, wird hier letztendlich doch ein ernst zu nehmender außenpolitischer Akteur geboren?



Der Krieg in der Ukraine schafft einen vollkommen neuen Kontext für die ungelösten Probleme des Euroraums, die sich nach der Corona-Pandemie bereits erheblich verschärft haben.

DIE EUROPÄISCHEN RISIKOPRÄMIEN NEHMEN WIEDER SPÜRBAR ZU RENDITEN DER 10-JÄHRIGEN STAATSANLEIHEN IM INNEREUROPÄISCHEN VERGLEICH



■ Frankreich ■ Italien
■ Portugal ■ Deutschland

Quellen: Bloomberg,
NATIONAL-BANK.

Der Krieg um die Ukraine kam für die EU zur absoluten Unzeit: Zu Beginn des Ukraine-Feldzugs schien es den Europäern zwar allmählich zu gelingen, die tiefste Wirtschaftskrise seit dem Zweiten Weltkrieg allmählich zu überwinden. Doch die dezidierten Stützungsmaßnahmen haben naturgemäß auch ihren Preis in Form einer höheren Verschuldung und einer weiteren Schleifung des vereinbarten Regelwerkes in Form neuer, aus der Not geborener Instrumente, die die Keimzelle neuer Fehlentwicklungen werden könnten: Vor allem das Beispiel TPI zeigt hier, dass sich die Entlastung der schwächeren Mitgliedsstaaten auf immer weniger vertragskonformen Wegen entlädt: Die Begrenzung der Spreadausweitungen in den Ländern der Eurozone ist im Kern eine Außerkraftsetzung des Marktmechanismus. Neben der Abweichung vom bisherigen Kapitalschlüssel besteht ein weiterer Tabubruch darin, dass anders als beim ESM-Programm Konditionalität nicht verlangt wird. Somit wird die seit Jahrzehnten gelebte Praxis der Integration über Bord geworfen: In der gesamten Nachkriegsgeschichte der EU-Integration galt es immer als innenpolitische Hilfestellung, wenn der innenpolitische Sparzwang mit dem Verweis auf übergeordnete Sachzwänge „aus Brüssel“ im jeweiligen Lande durchgesetzt werden konnte, was lange den Erfolgsfaktor der Integration bildete. Dabei waren die Reformanreize ohnehin nur ein schwaches Substitut für eine marktendogene Sanktionierung von staatlichem Fehlverhalten.

TPI
Das Transmission Protection Instrument (TPI) soll eine effektive Transmission des geldpolitischen Kurses in der Eurozone sicherstellen und eine einheitliche Geldpolitik in allen Ländern des Euroraums unterstützen. Dabei werden „nicht-marktgerechte“ Zinssätze durch Käufe der EZB ausgeglichen.



Die Begrenzung der Spreadausweitungen in den Ländern der Eurozone ist im Kern eine Außerkraftsetzung des Marktmechanismus.

Natürlich lassen sich – gerade angesichts der Massierung der geopolitischen Risiken – auch immer jeweils gute Gründe für das Verlassen des ordnungspolitischen Pfades der Tugend zur Überwindung einer Krise finden; eines darf man dabei aber nicht aus dem Blick verlieren: Der zentrale Maßstab für die Beurteilung wirtschaftspolitischer Maßnahmen sollte immer auch die Frage nach der wirtschaftlichen Effizienz sein, da der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum aller Mitglieder der Eurozone eben letztlich primär eine Funktion des Wirtschaftswachstums ist. Die Erfahrung zeigt hier, dass die Länder der Wirtschafts- und Währungsunion nach jeder Krise der letzten 20 Jahre nicht mehr in der Lage waren, an den vormaligen Potenzialpfad anzuknüpfen. Dabei sind die Effekte der Covid-Pandemie auf den langfristigen Wachstumspfad noch gar nicht voll zum Tragen gekommen; und es steht zu fürchten, dass die ohnehin bereits fragile ordnungspolitische Konstellation im Rahmen der Ukraine-Krise einem noch massiveren Stresstest unterzogen werden wird, da diese weit über die Dimension der rein wirtschaftspolitischen Belastungen hinausgeht, gleichzeitig aber in letztere Sphäre zurückwirken: Von der Migration über die Geldentwertung bis hin zu Streiks durch und bei Versorgungsproblemen entsteht eine vieldimensionale Bedrohungslage.

Gerade aufgrund der Spezifik der europäischen Integration fällt die Energiekrise in Europa dabei auf besonders fruchtbaren Boden, ist die „Energiewaffe“ für die Destabilisierung Europas besonders wirksam: Je mehr sich die wirtschaftlichen Aussichten verschlechtern, desto geringer ist i. d. R. die Bereitschaft, Risiken zu teilen. Weil Kompromisse somit immer schwieriger werden, verlagert sich die Last, den Währungsraum zu stabilisieren, immer stärker auf die bestehenden Gemeinschaftsinstitutionen, also primär die EZB. Staaten sind demnach womöglich versucht, ihre Defizite zu erhöhen, weil sie sich auf die Unterstützung der Zentralbank verlassen. Dies wiederum wirkt sich negativ auf die Stabilität des Währungsraums aus und zwingt zu geldpolitischen Interventionen, wobei Staatsanleihekäufe die Abhängigkeit der EZB und der Banken des Eurosystems von der Finanzpolitik der Mitgliedsstaaten erhöhen. Für die EZB wird es also immer schwieriger, gleichzeitig die Inflation zu bekämpfen und einen Anstieg der Zinsen für Staatsschulden zu verhindern. Durch die Aggregation der Effekte gerät insbesondere die Schuldentragfähigkeit in der Eurozone weiter unter Druck, laut IWF (2021) hat die EU bereits rund 7% des BIP – unabhängig

von nationalen Maßnahmen – aufgewendet, um die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie abzufedern. Im Ergebnis kann man die Störung der Energieversorgung schon als äußerst effektives Mittel zum Fontalangriff auf die Länder der EU ansehen.

Durch den russischen Angriff auf die Ukraine ist die EU somit in ihren Grundfesten herausgefordert – als Friedensprojekt, als Verfechter einer multilateralen Weltordnung, in seiner Verantwortung für die Sicherheit seiner Mitglieder und in seiner Wirtschaftsordnung. Fest steht, dass die massive Zunahme der sicherheitspolitischen Dimension der Europapolitik die Wachstumskräfte in der EU weiter dämpfen dürfte: zum einen durch höhere unmittelbare Kosten für die Sicherheit in all ihren Dimensionen, zum anderen durch die Rückwirkungen auf die ordnungspolitische Konstitution der Eurozone insgesamt. Die geopolitisch ausgelösten Erweiterungsvisionen setzen dem noch eins drauf: Ob die Handlungsfähigkeit der Europäer angesichts dieser Heterogenität Bestand hat, ist vollkommen offen.

Die europäische Integration ist zumindest bis dato auf das funktionalistische Modell der wirtschaftlichen Integration konditioniert, und dies dürfe voraussichtlich auch so bleiben: Der Handlungsrahmen der NATO dürfte für die engere militärische Aufgabe dominant bleiben und das Gros der entsprechenden Impulse absorbieren. Die wesentliche Rolle der EU wird es vielmehr sein, alle Dimensionen der Außen- und Sicherheitspolitik jenseits des militärischen Bereiches zu bündeln und sicherheitspolitisch zum Tragen zu bringen: Die EU ist hier mit ihrem Binnenmarkt und als größter Handelspartner Russlands der zentrale Rahmen zur Durchsetzung der Sanktionen; sie bleibt also primär ein Vehikel, um die sog. „Soft-Power“ des Westens vor Ort zu bündeln. Jenseits dessen besteht eine wesentliche zukünftige Aufgabe der EU darin, die Länder Osteuropas politisch einzubinden und zu stabilisieren: So hat der Europäische Rat mit der Zuerkennung des Kandidatenstatus für die Ukraine und Moldau das Tor für die zweite große Osterweiterung aufgestoßen, der Weg in eine EU-36 ist also eröffnet. Unter den Vorzeichen einer zerstörten europäischen Sicherheitsordnung kehren somit integrationspolitische Grundsatzfragen allerdings mit Vehemenz zurück, vor allem die Frage nach dem Zusammenspiel zwischen Vertiefung und Erweiterung stellt sich mit einer ganz anderen Intensität: Selbst im günstigsten Fall werden mit Blick auf die Erweiterung mindestens ein Jahrzehnt massive Kräfte gebunden.

Solange die USA über die NATO den Atomschirm stellen, dürften die sicherheitspolitischen Impulse nicht im Sinne integrativer Impulse wirken: Die EU bleibt im Kern ein primär wirtschaftlicher Akteur in der übergeordneten Architektur der NATO bzw. der USA. Insofern ist es eher unwahrscheinlich, dass die sicherheitspolitischen Zwänge für Impulse für ein – supranationales – „Nation-Building“ ausreichen. Viel wahrscheinlicher ist es, dass die Assoziierung weiterer Mitglieder eine weitere Vertiefung der Integration verhindert oder zumindest entscheidend schwächt, wovon die spürbaren Effekte bereits der ersten Osterweiterung auf die gemeinsame Handlungsfähigkeit stets zeugen. Im Ergebnis sind es zwar immer stärker die außen- und sicherheitspolitischen Zwänge, die die Union zusammenhalten, und nicht die wirtschaftlichen Vorteile, ohne dass die sicherheitspolitische Klammer integrativ wirkt: Je stärker diese sicherheitspolitische Dimension an Bedeutung gewinnt – je struktureller der Konflikt mit Russland also angelegt ist –, desto stärker wird die EU wirtschaftlich geschwächt, ohne als außenpolitischer Machtfaktor substanziell voranzukommen.



Die EU bleibt im Kern ein primär wirtschaftlicher Akteur in der übergeordneten Architektur der NATO bzw. der USA.

EUROPÄISCHER RAT

Der Europäische Rat ist das Gremium der Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union (EU). Mindestens zweimal pro Halbjahr findet sich der Rat zu einem Treffen ein, das auch als EU-Gipfel bezeichnet wird. Er ist nicht an der alltäglichen Rechtsetzung der EU beteiligt, sondern dient als übergeordnete Institution insbesondere dazu, bei wichtigen politischen Themen Kompromisse zwischen Mitgliedsstaaten zu finden und grundsätzliche Impulse für die weitere Entwicklung der Union zu setzen..

NATION-BUILDING

In der Neuzeit bezog sich Nation-Building auf die Bemühungen der neuen unabhängigen Nationen, vertrauenswürdige Institutionen der nationalen Regierung, wie militärische Verteidigung, Finanzen und Steuern, zu schaffen.



DIE KAPITALMÄRKTE IM JAHR 2023

DIE AKTIENMÄRKTE ANGESICHTS DER COVID-PANDEMIE

Das Aktienjahr 2022 wird als eines der schlechtesten Börsenjahre seit langer Zeit in die Börsengeschichte eingehen. Bestand zunächst die Hoffnung, dass die negativen Implikationen der Corona-Pandemie auf die Weltwirtschaft sukzessive im Laufe dieses Jahres ihren Schrecken verlieren werden, wurde die Corona-Pandemie Ende Februar durch den russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine als Hauptbelastungsfaktor für die Aktienmärkte abgelöst. Seitdem ist nichts mehr so, wie es war. So führten galoppierende Inflationsdaten, auch aufgrund der steigenden Energiekosten, Sorgen vor einem Gasnotstand aufgrund ausbleibender Lieferungen aus Russland zu hohen Unsicherheitsgraden im Unternehmenssektor und bei den Konsumenten. Darüber hinaus ist die Corona-Pandemie alles andere als überwunden, wie man insbesondere an der sehr restriktiven Corona-Politik der chinesischen Regierung beobachten kann. Zudem wurden die Notenbanken massiv unter Druck gesetzt, die Leitzinsen signifikant zu erhöhen, um der hohen Inflation Einhalt zu gebieten. So erhöhte die US-Notenbank ihren Leitzins innerhalb weniger Monate von 0% auf mittlerweile 4%. Dieser rasante Leizinserhöhungskurs blieb für die Aktienmärkte naturgemäß nicht folgenlos, gewannen die Renditen der Alternativen zur Aktienanlage doch deutlich an Attraktivität hinzu. Die Folge waren deutlich sinkende Aktiennotierungen. So fielen die von uns betrachteten Aktienindizes S&P 500, DAX und Euro Stoxx 50 um 15,5%, 9,5% respektive 8,6%. Die Indizes markierten ihre Jahrestiefststände Ende September und haben seither jedoch wieder deutlich zugelegt. In diesem Anlagejahr kam erschwerend für den Anleger hinzu, dass auch die Rentennotierungen aufgrund der anziehenden Renditen markant gefallen sind, sodass es für Investoren sehr schwierig war, sich vor fallenden Kursen zu schützen. Wie ist nun der Ausblick für das kommende Jahr?

Aus der makroökonomischen Perspektive bleiben die internationalen Kapitalmärkte eine wichtige Bestimmungsgröße für den weiteren konjunkturellen Verlauf und damit letztlich auch für die Geldpolitik. So ist etwa das Konsumverhalten der US-Haushalte letztlich auch eine Funktion der Vermögenspreise, wie etwa dem Immobilienmarkt, aber vor allem auch dem Aktienmarkt. Insofern muss vor allem die US-Notenbank die Rückwirkungen ihrer Geldpolitik auf die verschiedenen Asset-Klassen berücksichtigen: Eine zu frühe Erholung am Aktien- und Immobilienmarkt würde

stimulierend für die Wirtschaft wirken, sodass das derzeitige Primärziel der Fed – die Rückführung der Inflation – verletzt würde. Insofern ist gerade in der aktuellen Situation mehr denn je die Inflationsentwicklung auch für die Kapitalmärkte der wohl größte Einflussfaktor. Dies erklärt, warum die internationalen Kapitalmärkte jeden Datenpunkt des US-Arbeitsmarktes auf die Goldwaage legen – vollkommen zu Recht: Kommt es zu einer schnellen Disinflationierung, kann die Fed ihren Zinserhöhungspfad allmählich auslaufen lassen, mit dem Ergebnis, dass die Diskontierungszinsen zu sinken beginnen, zumindest aber nicht weiter steigen werden. Bleibt die Inflation hingegen persistent zu hoch, stehen die Aktienmärkte unter dem Damoklesschwert, dass die internationalen Notenbanken eine weitere Restriktionsrunde einleiten müssen.

Vor diesem Hintergrund dürfte die Analyse der Inflationsentwicklung der Schlüssel zu einer erfolgreichen Anlagestrategie sein: Solange die Inflationsrisiken noch so hoch sind, dürften auch die Risiken an den Aktienmärkten noch relativ hoch bleiben, da die US-Notenbank nachhaltige Anstiege nicht tolerieren kann und wird. Sollte sich der US-Preistrend aber erkennbar ermäßigen, könnte dies der Startschuss zu einer breiter angelegten Aufschwungsbewegung sein. Wahrscheinlich dürfte bereits im Frühjahr 2023 erkennbar werden, dass sich die Inflationsproblematik zumindest in den USA weitgehend gelöst haben wird, was aller Erfahrung und Voraussicht nach der Vorbote einer auch weltweiten Phase der Disinflation sein dürfte. Global gesehen gelingt damit die Disinflation ohne Rezession. Sobald die Disinflation in den USA als sicher gelten kann, sollte an den globalen Aktienmärkten sukzessive wieder ein Aufwärtstrend einsetzen. Wir sind auf Basis unserer Projektionen folglich zuversichtlich, dass die Aktienmärkte in 2023 im Fahrwasser wieder sinkender Zinsen merklich zulegen werden. In diesem Umfeld könnten wir uns auch gut vorstellen, dass die im Jahr 2022 stark gebeutelten Technologiewerte eine Renaissance erfahren werden. Zudem sollten Unternehmen mit überzeugendem Geschäftsmodell und einer konstanten Ausschüttungspolitik weiterhin in einem international und segmentspezifisch diversifizierten Aktiendepot ausreichend dotiert werden.

DIE PROGNOSEN FÜR DIE AKTIENMÄRKTE IM ÜBERBLICK

	Aktueller Kurs	März 2023	Juni 2023	September 2023	Dezember 2023
DAX	14.460	15.000	15.500	16.000	16.500
EURO STOXX 50	3.960	4.100	4.200	4.300	4.400
S&P 500	4.010	4.200	4.300	4.400	4.500

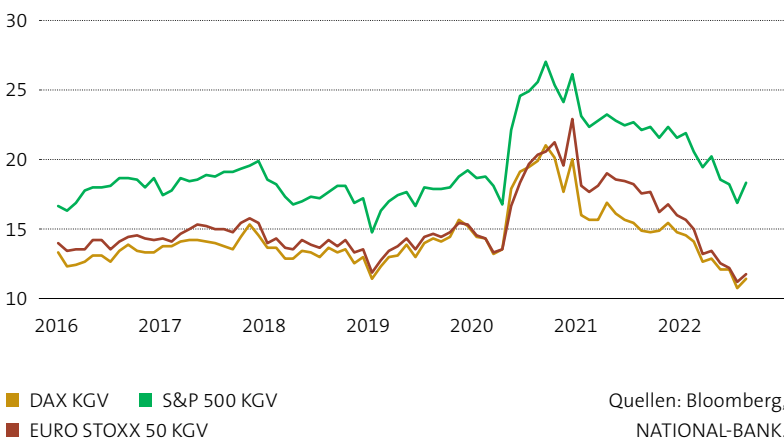
Stand 01.12.2022

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

AKTIENMARKTBEWERTUNGEN IM VERGLEICH

ENTWICKLUNG DES KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSSES FÜR S&P 500, EURO STOXX 50 UND DAX

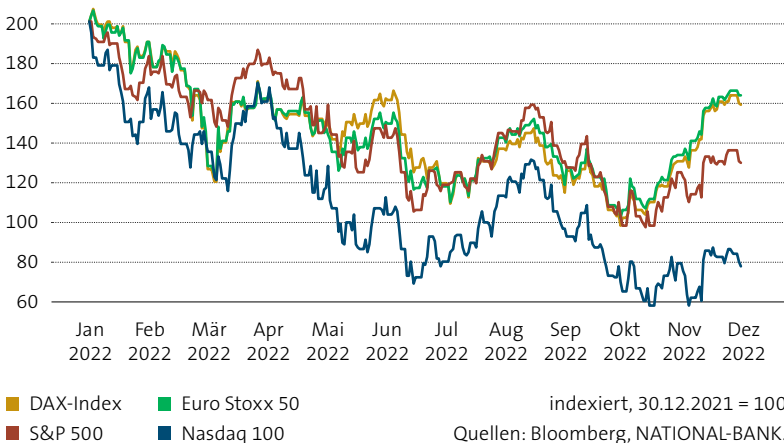
INDEX ZU INDEXGEWINN



US-MÄRKTE DEUTLICH RISIKOSENSITIVER

S&P 500, NASDAQ, EURO STOXX 50 UND DAX IM VERGLEICH

IN INDEXPUNKTEN



Gerade auch zyklische Werte sollten in Erwartung eines sich verbessernden Umfeldes im Anlagejahr 2023 eine wieder stärkere Berücksichtigung in Anlegerdepots erfahren. Insbesondere diese Werte sind in 2022 mit deutlichen Bewertungseinbußen bestraft worden, obwohl ihre Umsatz- bzw. Gewinnsituation sich grundsätzlich robust gezeigt hat. Zudem ist die Dividendenrendite einer Vielzahl von zyklischen Werten gerade aus dem Automobilsektor oder auch aus dem Energiebereich sehr attraktiv.

Auch auf Gesamtmarktsicht stellen die deutlich gesunkenen Bewertungen einhergehend mit gestiegenen Unternehmensgewinnen ein Argument für die Aktienanlage dar. Auf Basis der Gewinnerwartungen für die nächsten zwölf Monate beläuft sich die Bewertung von DAX und Euro Stoxx 50 auf 11,5 (vor zwölf Monaten: 15,4) bzw. 11,7 (17,0). Der entsprechende Wert für das US-amerikanische Pendant S&P 500 beträgt 18,1 (22,5). Der S&P 500 ist trotz der Kursverluste in diesem Jahr weiterhin merklich höher bewertet als seine europäischen Pendants DAX und EuroStoxx 50. Dies liegt daran, dass das Gewinnwachstum der US-Unternehmen grundsätzlich deutlich höher ausfällt als das der europäischen Unternehmen. Gerade der Ukraine-Krieg hat aufgrund der stärkeren räumlichen Nähe zu Europa als zu den USA und der extrem stark ausgeprägten Energieabhängigkeit vieler europäischer Unternehmen die Bewertungsaufschläge US-amerikanischer Unternehmen eher stärker akzentuiert. Die USA insgesamt profitieren von ihrer nahezu vollständigen Energieautarkie gerade in solchen Krisenzeiten. Eine unserer Anlageempfehlungen lautet deshalb auch, den US-Anteil im Depot noch stärker auszubauen.

USA: AKTIEN- UND RENTENMÄRKTE NACH DEN „MIDTERMS“

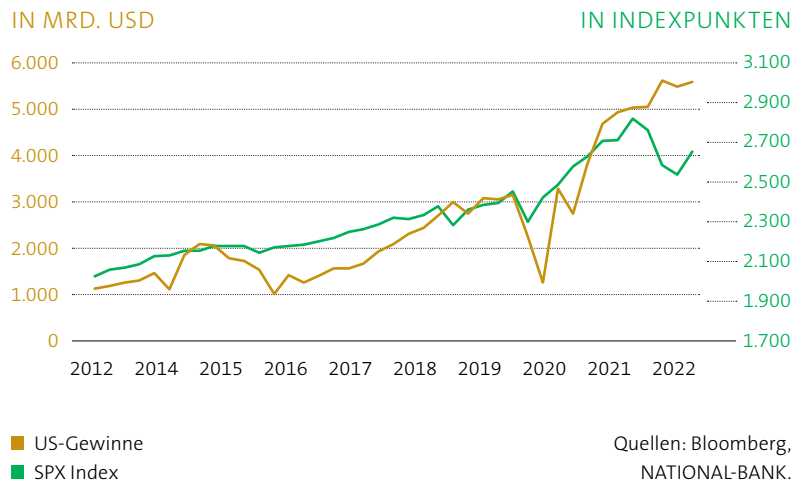
Nachdem die US-amerikanischen Aktienmärkte im Verlauf des Jahres 2021 in ungewöhnlich schwankungsarmer Weise um überdurchschnittliche 27% haussiert hatten, fand dieser „Run“ im Jahresverlauf 2022 leider keine Fortsetzung. Entgegen aller Erwartung (auch der unseren) eröffnete die Russische Föderation am 24. Februar 2022 einen vollumfänglichen Angriffskrieg auf ihr Nachbarland Ukraine, womit nicht nur an den globalen Finanzmärkten „das Skript für 2022 umgeschrieben“ wurde. Erfreulicherweise halten sich die per Saldo im Jahr 2022 an den US-amerikanischen Aktienbörsen entstandenen Kursverluste jedoch in Grenzen. Zwei heftige Baisse-Attacken, die

erste zwischen April und Juni 2022, die zweite zwischen August und Oktober 2022, führten den S&P-500-Leitindex jeweils bis auf fast 3.700 Punkte zurück. Beide Male jedoch erwies sich dieses Indexniveau als tragfähig und bildete den Boden für sich umgehend anschließende deutliche Kurserholungen. Für das Gesamtjahr 2022 verbleibt zwar ein prozentual zweistelliges Minus der US-Aktienmärkte. Aber angesichts der bereits eingetretenen wie der noch zu erwartenden geopolitischen Verwerfungen und wirtschaftlichen Fehlentwicklungen lässt eine solche Entwicklung an ein „Davonkommen mit einem blauen Auge“ denken. Härter getroffen hat es hingegen die Entwicklung der US-Rentenmärkte: Inflationsschock und Zeitenwende auch in der Politik der US-amerikanischen Notenbank, die ihre Geldpolitik unübersehbar und massiv von akkommodierend auf restriktiv veränderte, erlaubten es keinem von uns beobachteten Marktsegment der US-Rentenmärkte, einer deutlich negativ ausfallenden Rendite für das Gesamtjahr 2022 zu entgehen.

Wir schätzen die Aussichten an den US-Finanzmärkten für das neue Jahr als relativ günstig ein. Dabei spielen auch die gerade erfolgten Zwischenwahlen zu den beiden Kammern des US-Kongresses eine Rolle. Das stattgefundenen Ausbleiben einer „Roten Welle“ (vgl. obigen Beitrag) lässt Kontinuität der Biden-Administration bei wesentlichen geopolitisch wie wirtschaftlich relevanten Entscheidungen erwarten. Zugunsten der US-Aktienmärkte lassen sich zum einen deren durch die erfolgten Kursrückgänge ermäßigte analytische Bewertung sowie unverändert robuste Gewinnaussichten der Unternehmen anführen. Während der stärksten inflatorischen Beschleunigung seit 40 Jahren noch längst nicht „der Hals gebrochen“ werden konnte, lässt doch die US-Notenbank mit gewisser Erleichterung durchblicken, die künftige Geldpolitik weniger restriktiv gestalten zu können. Es dürften noch weitere Leit- und Geldmarktzinserhöhungen erfolgen. Deren Ausmaß und Tempo werden sich jedoch voraussichtlich fühlbar abschwächen (können), da auch die Inflationsbeschleunigung ihren Höhepunkt schon überschritten haben könnte. Kommen in einer solchen Gemengelage keine neuen, von den Finanzmärkten noch nicht diskontierten geopolitischen Risiken hinzu, so dürfte einerseits einer Kurserholung der US-Aktienmärkte bis maximal in die Nähe ihrer 2021 etablierten historischen Topstände kaum etwas im Wege stehen. Und die US-Rentenmärkte böten Aussichten auf ein (gemessenes) Sinken des Renditeniveaus, vor allem jenseits des „kurzen Endes“.

GESAMTWIRTSCHAFTLICHE GEWINNENTWICKLUNG VERWEIST AUF BEWERTUNGSRESERVEN AM US-AKTIENMARKT

US-GEWINNE (VGR) S&P-500-INDEX IN DER MITTELFRISTIGEN RELATION



EUROPÄISCHE AKTIENMÄRKTE: ERNÜCHTERT, ABER MIT BERECHTIGTEN HOFFUNGEN AUF EINE NACHHALTIGE TRENDWENDE

Das Aktienjahr 2022 verlief an den europäischen Aktienmärkten sehr ernüchternd. Bestanden zu Beginn des Jahres noch starke Hoffnungen, dass die Corona-Pandemie im Laufe des Jahres ihren Schrecken verlieren und dies die Aktienmärkte deutlich unterstützen würde, setzte relativ bald ein ungutes Gefühl ein, das mit dem russischen Truppenaufmarsch an der Grenze zur Ukraine korrespondierte. Am 24.02. wurde dann leider die Sorge vor einer kriegerischen Auseinandersetzung mit dem russischen Einmarsch in die Ukraine Realität. Ab diesem Tag änderte sich die europäische Börsenwelt schlagartig, wurde doch vielen Staaten und Unternehmen schmerzlich bewusst, in was für einer nahezu eisernen Abhängigkeit sich diese von russischen Energielieferungen befinden und wie schwierig es ist, sich aus dieser Umklammerung ohne markante Kollateralschäden zu lösen. Die ungeklärte Frage der Energiesicherheit führte bei vielen Unternehmen zu einer erheblichen Verunsicherung. Zudem stiegen die Energiepreise deutlich an und die ohnehin schon angespannten Lieferketten wurden einer weiteren Belastungsprobe unterzogen. Das Ergebnis waren extrem ansteigende Inflationsraten, die die Notenbanken unter immensen Druck setzten, die Zinsen in nahezu historischer Weise zu erhöhen.

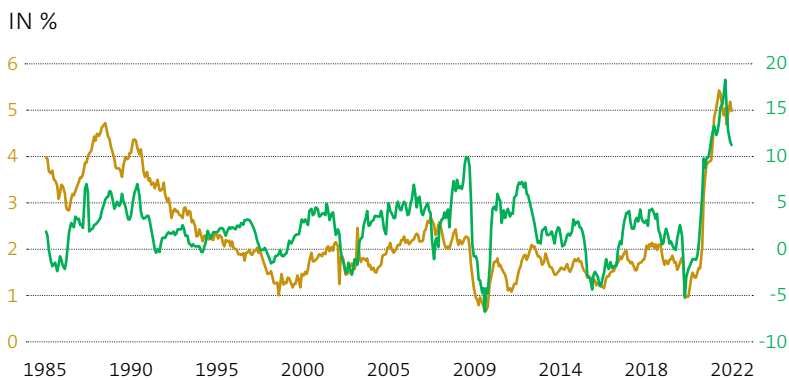
Angesichts des Umfelds befanden sich die europäischen Aktienindizes über weite Teile des Jahres auf einem stetigen Abwärtskurs. Dieser fand Ende September seinen Tiefpunkt. Seitdem sind die europäischen Aktienmärkte wieder deutlich angestiegen und haben einen Teil der vorherigen Verluste wieder egalisiert. Auffällig dabei war, dass die Erholungsbewegung an den europäischen Märkten deutlich stärker ausfiel als bei den US-amerikanischen Pendanten. Ein Grund hierfür dürfte der markante Abwärtstrend des Euro gegenüber dem Dollar sein, verbessern sich dadurch die Exportchancen des ohnehin grundsätzlich sehr exportlastig aufgestellten europäischen Unternehmenssektors doch spürbar. Europäische Unternehmen mit einem hohen Exportanteil und einer hohen Dividendenkontinuität und -rendite halten wir auch im Börsenjahr 2023 für aussichtsreich. In einem Szenario, in dem die Zinsen ihren Höhepunkt überschritten haben und sich weitere Belastungsfaktoren tendenziell eher entspannen sollten (Lieferkettenproblematik, extrem hohe Inflationsraten), besteht eine gute Möglichkeit, dass die europäischen Aktienmärkte im nächsten Anlagejahr reüssieren könnten. Damit einher geht eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine deutlich weniger restriktive Geldpolitik der wesentlichen Notenbanken als in diesem Jahr. Zudem sollte die Weltwirtschaft basierend auf einer zu erwartenden Aufweichung der strengen Zero-Covid Policy in China einen Wachstumsimpuls erhalten. Die Aussichten für die europäischen Aktienmärkte sind bezogen auf das nächste Jahr folglich als aussichtsreich zu bezeichnen.

DAX-INDEX: SPIEGELBILD DER INTERNATIONALEN VERWERFUNGEN

Der deutsche Leitindex steht aufgrund seiner extremen Exportabhängigkeit oftmals wie kein zweiter Aktienindex im Fegefeuer der internationalen Entwicklungen. In einem besonderen Jahr wie diesem schlagen sich die internationalen Verwerfungen folglich auch stark im DAX nieder. Die zu den europäischen Aktienmärkten getätigten Aussagen treffen daher in einem hohen Maße auch auf den DAX zu. Die etwas schlechtere Jahresperformance des DAX im Vergleich zum Euro Stoxx 50 bis zum Redaktionsschluss ist zum einen auf die geringere Bankenlastigkeit im DAX und zum anderen auf den höheren Anteil von Unternehmen der Primärenergie im Euro Stoxx 50 zurückzuführen. Die Bankaktien profitierten in diesem Jahr stark von den signifikanten Zinserhöhungen, die sich spürbar positiv im Zinsüberschuss bemerkbar machten. Der deutliche Anstieg des Ölpreises im Jahresverlauf wirkte wie ein „Windfall“ für die Energieunternehmen. Aufgrund unseres für das globale Umfeld vergleichsweise zuversichtlicheren Bildes für das Jahr 2023 im Vergleich zum annus horribilis 2022 sollte gerade auch der deutsche Leitindex von der Verbesserung der internationalen Rahmenbedingungen überproportional profitieren können. Gerade die zu erwartende Lockerung der strengen Coronapolitik in China sollte diesbezüglich eine wichtige Stütze sein.

US-PRODUZENTENPREISE VERWEISEN AUF WENDE BEI DER US-INFLATION

JAHRESVERÄNDERUNGSRATE DER INDICES FÜR DIE PRODUZENTENPREISE- UND DIE VERBRAUCHERPREISE IM VERGLEICH



■ Verbraucherpreise
■ Produzentenpreise

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

BETALASTIGE AKTIEN

Der Betafaktor ist ein Risikomaß, das das Finanzrisiko einer Geldanlage im Vergleich zum Gesamtmarkt widerspiegelt.

UNSERE STRATEGIE FÜR DAS JAHR 2023:

Dreh- und Angelpunkt der Kapitalmarktentwicklung im kommenden Jahr dürfte vor allem die weitere Entwicklung der Inflation sein: Sollte sich die Inflation als nachhaltiger erweisen als von uns erwartet, müssten die Notenbanken ihre restriktive Geldpolitik länger und intensiver fortführen. Weitere Zinsmaßnahmen würden voraussichtlich über das gesamte Jahr hinweg für eine Dämpfung der Aktienmarktentwicklung sorgen. Dabei sind die Unwägbarkeiten für die Einschätzung der Inflation auch weiterhin enorm – vor allem in Europa sind die Prognose Risiken, allein schon aus der Unberechenbarkeit des Ukraine-Krieges heraus, exorbitant hoch. Insofern sollte der Anleger im Zweifel zunächst grundsätzlich noch vorsichtig agieren und das „Pulver im Zweifel eher trocken halten“. Wir glauben wie geschildert aber schon, dass die Normalisierung der Inflation das mit Abstand wahrscheinlichste Szenario bleibt. Insofern dürften sich die Rahmenbedingungen für die Kapitalmärkte im weiteren Verlauf des Jahres spürbar verbessern, und zwar sowohl an den Renten- als auch an den Aktienmärkten. Da wir mit einer hohen Wahrscheinlichkeit von dem Einsetzen der Disinflation zunächst in den USA ausgehen, dürften gerade betalastige Aktien aus dem US-Technologiesektor perspektivisch die beste Wahl sein. Zunächst gilt es aber, die Verstetigung des Abwärtstrends bei den inflationstreibenden Faktoren wie dem US-Arbeitsmarkt auch wirklich abzuwarten: Brot- und Butteraktien mit hoher Dividendenrendite sowie ausgewählte defensive Branchen und Einzeltitel sollten auch jetzt bereits dotiert werden. Vorsicht gilt hingegen noch für das Engagement in deutschen und europäischen Titeln, solange der Ukraine-Krieg währt. Erst wenn sich eine nachhaltige sicherheitspolitische Entspannung abzeichnet, bergen europäische und vor allem gerade deutsche Titel das unmittelbar größte hebbare Kurspotenzial. Eine zentrale Determinante für die globale Allokation bleibt also der Krieg um die Ukraine: Je länger er währt, desto attraktiver sind außereuropäische Engagements – und umgekehrt.

Fallende Renditen und eine weniger restriktive US-Notenbank wären vor allem mit Blick auf viele Emerging Markets interessant – vor allem die niedrigen Inflationsraten in der asiatisch-pazifischen Region machen hier Anleihen aus der realen Perspektive attraktiv. Von Engagements in lokaler Währung würden wir hier allerdings noch absehen. Mit Blick auf die Rentenanlage in den Industrienationen halten wir die US-Zinsstrukturkurve für ungebrochen vielversprechender: Das absolute Zinsniveau ist wesentlich höher und sowohl die konjunkturellen als auch die geopolitischen Risiken für die Eurozone sind derzeit extrem schwer einschätzbar. Zudem stehen die Chancen gut, dass der US-Dollar weiter aufwertet – zu groß sind die Risiken der kombinierten Wirkungen der geoökonomischen Krisen auf die Länder der EU. Der weitere Verlauf des Dollarkurses wird insbesondere auch davon bestimmt werden, ob aus der erwarteten Disinflation in Europa perspektivisch nicht auch wieder Deflationsgefahren entstehen: Für eine dezidierte Positionierung im Verhältnis Euro-Dollar sollte also abgewartet werden, ob und/oder ab wann sich eine Kehrtwende der EZB auch tatsächlich abzeichnet.

DIE PERSPEKTIVEN FÜR DIE AKTIENMÄRKTE HELLEN SICH DEUTLICH AUF

DEUTSCHLAND

Aufgrund der großen Abhängigkeit von russischen Energieimporten litt der deutsche Aktienmarkt stark unter der Reduzierung russischer Gas- und Öllieferungen infolge des Krieges. Befürchtungen, es könne zu einem Gasstopp seitens Russland kommen, drückten auf die Stimmung der Marktteilnehmer und ließen deutsche Aktien überproportional nachgeben. Doch bewirkten Einsparbemühungen bei Privatverbrauchern und Unternehmen sowie mildes Herbstwetter einen deutlichen Rückgang der Gasnachfrage, sodass die meisten gasnutzenden Unternehmen weiterhin produzieren konnten. In Anbetracht hoher Füllstände der Gasspeicher und einem schneller als erwarteten Start der Flüssiggas-Terminals erscheint es möglich, dass ein Gasnotstand vermieden werden kann. Ein harter Winter könnte diese Situation jedoch schnell ändern. Somit verbleibt eine gewisse Unsicherheit im Unternehmenssektor. Unsere Erwartung eines sich verstärkenden internationalen Umfelds sollte sich positiv auf die grundsätzlich sehr international ausgerichteten DAX-Unternehmen auswirken. Wir stufen den DAX im Anlagejahr 2023 als aussichtsreich ein.

GROSSBRITANNIEN

Auch für die britischen Finanzmärkte erwies sich die Entwicklung während des Jahres 2022 als eine große Herausforderung, die für Aktien- wie Rentenanleger nur mit Mühe (und wenig profitabel) zu bestehen war: Ebenso wenig wie die anderen maßgeblichen Notenbanken der Welt konnte sich die Bank of England den aufwärtsschnellenden heimischen Inflationsraten entziehen und verfügte mehrere umfängliche (Geldmarkt-)Zinserhöhungen im Jahresverlauf. In diesem Umfeld war auch an den britischen Rentenmärkten die Erzielung einer positiven Jahresperformance nicht mehr möglich. Während nun das neue Jahr 2023 langsam heraufzieht, beherrschen Rezessionsängste das britische Inselreich, deren Ausprägung prononcierter erscheint als andernorts. Maßgeblicher Hintergrund ist hier u. a. der während des Herbstes 2022 „in Lichtgeschwindigkeit“ vollzogene Wandel von der ultraexpansiven Fiskalpolitik der Regierung Truss hin zum fiskalpolitisch deutlich restriktiveren Kurs der amtierenden Regierung Sunak. Statt zu Steuerensenkungen kommt es künftig zu Steuererhöhungen für viele britische Wirtschaftssubjekte. Wir sind gleichwohl der Auffassung, dass aufgrund der unverändert engen Verflechtung Großbritanniens mit der Welt eine (gemessene) Erholung der Weltaktienmärkte im Jahresverlauf 2023 auch am britischen Markt weitgehend nachvollzogen würde.

SCHWEIZ

Der Schweizer Aktienmarkt (SMI-Index) verbuchte 2022 Kursrückgänge. Verantwortlich hierfür war, dass auch die Indexschwergewichte aus dem Nahrungsmittel- sowie Pharmabereich und auch Luxusgüterhersteller Kursverluste verbuchten. Die Schweizerische Notenbank erhöhte im Jahresverlauf mehrfach ihren Leitzins, jedoch weniger stark als die Fed oder die EZB, da die Inflation bei den Eidgenossen moderater ist. Ein wichtiger Grund für die stabilen Preise ist die Stärke des Schweizer Franken zum Euro. Dies verbilligt Importe aus der EU in die Schweiz. Ein weiterer Grund für die niedrige Inflation liegt darin begründet, dass die Schweiz kaum unter den hohen Gaspreisen leidet, da sie ihren Strom vorwiegend durch Wasser- und Atomkraft erzeugt. Diese Entwicklung stärkte den Schweizer Franken und dürfte auch im neuen Jahr fortbestehen. Die besondere Positionierung des Schweizer Aktienmarktes kombiniert mit Währungsstärke spricht für ein Engagement in diesem Land.

USA

Es war kein gutes Jahr für die US-Aktienmärkte. Es verbleibt ein prozentual zweistelliges Minus der großen Indizes. Insbesondere das als historisch zu bezeichnende Tempo und die Dimension der Leitzinserhöhungen der US-Notenbank standen einer Fortsetzung des US-amerikanischen Aktienaufschwungs im Wege. So erhöhte die Fed ihren Leitzins innerhalb weniger Monate von 0% auf mittlerweile eine Spanne von 3,75–4%. Zudem kamen die Verunsicherungen im Unternehmenslager und bei den Konsumenten aufgrund der deutlich erhöhten Preise, insbesondere bei der Energie, aber auch hartnäckige Lieferkettenprobleme und die allgemein defätistische Stimmung aufgrund des russischen Angriffskrieges in der Ukraine. Auch die merkliche Verschlechterung im Verhältnis zwischen den USA und China im Laufe des Jahres wirkte sich negativ auf die US-Aktienmärkte aus. Für das Aktienjahr 2023 sehen die Voraussetzungen deutlich aussichtsreicher aus. Die Inflationsbeschleunigung sollte ihren Höhepunkt bereits hinter sich haben, die US-Notenbank stellt bereits kleinere Zinsschritte in Aussicht, die Lieferketten sind auf dem Wege der Normalisierung und die Zero-Covid Policy der chinesischen Regierung erweist sich nicht nur angesichts der jüngsten Proteste als nicht dauerhaft tragbar. Zugunsten der US-Aktienmärkte lassen sich darüber hinaus deren durch die erfolgten Kursrückgänge ermäßigte analytische Bewertung sowie unverändert robuste Gewinnaussichten der Unternehmen anführen. Zudem erweist sich die nahezu vollständige Energieautarkie der USA als großer Standortvorteil. An den US-Rentemärkten sollten sich angesichts des erwarteten Zinsrückgangs Anlagen wieder lohnen.

EUROPA

Das ablaufende Jahr war stark vom Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine geprägt. Sanktionen gegen Russland und Gegensanktionen führten zu reduzierten russischen Gas- und Öllieferungen und als Folge zu zwischenzeitlich stark steigenden Öl-/Gaspreisen. Viele Unternehmen beklagten Lieferprobleme, und es war ihnen nicht oder nur eingeschränkt möglich, steigende (Input-)Kosten weiterzugeben, was die Gewinne drückte. Zudem belastet die Zinswende der EZB die Konjunktur. In diesem Umfeld verbuchten die meisten Branchen Kursverluste. Lediglich der Grundstoffsektor hielt sich moderat. Aus dem Rahmen fiel der Energiesektor, der von Gewinnsprüngen aufgrund hoher Öl-/Gasverkaufspreise profitierte und zweistellig zulegen konnte. Die Energiepreise sind wieder deutlich zurückgekommen, was die Perspektiven für europäische Unternehmen verbessert. Konjunktursorgen bestehen jedoch weiterhin. In verschiedenen Sektoren eröffnen sich aber Erholungschancen. Außerdem sind die oftmals hohen Dividendenrenditen interessant.

ASIATISCHE SCHWELLEN- UND ENTWICKLUNGSLÄNDER

Chinas Verfassung bleibt dominant für die Entwicklung der Schwellenländer Asiens. 2022 war geprägt von der strengen Null-Covid-Politik der chinesischen Regierung, die in wichtigen Wirtschaftsregionen zu Lockdowns führte und damit nicht nur die eigene Wirtschaft, sondern auch Handelspartner negativ beeinflusste. Für 2023 besteht Hoffnung, dass China seine Null-Covid-Politik wenigstens in Teilen modifiziert, was sich positiv auswirken dürfte. Infolge des insgesamt geringeren Inflationsdrucks in Asien fielen dortige Zinsschritte bisher geringer aus. Zwar dürften Unsicherheiten in Bezug auf die erwartete globale Wachstumsverlangsamung sowie geopolitische Spannungen auch zukünftig für Schwankungen bei Schwellenländerstaatsanleihen sorgen, mittelfristig könnten diese jedoch interessante Kurspotenziale bieten. Für europäische Aktien- wie Renten Anleger bleibt die Region in Anbetracht des hohen Wachstums bzw. höheren Zinsniveaus interessant.

AUSBLICK FÜR DIE RENTENMÄRKTE

Die internationalen Rentenmärkte standen im Jahresverlauf ganz im Zeichen der wechselnden Einschätzung der Inflation und wiesen einen entsprechend volatilen Verlauf auf: Zu Jahresbeginn lagen die global richtungsweisenden US-Renditen noch bei nur 1,5%, um dann im weiteren Verlauf auf über 4,2% anzusteigen. Hintergrund war die Kehrtwende der Fed, die die Persistenz der Inflation unterschätzt hatte und erst zur Jahresmitte 2022 begann, den Zielsatz für die Fed-Funds mit gleich vier „großen“ Zinsschritten von jeweils 75 Basispunkten anzuheben. Im Fahrwasser der US-Notenbank vollzog auch die EZB einen – zeitlich versetzten und etwas abgeschwächteren – Kurswechsel, so verschärfte auch sie ihre Rhetorik im Jahresverlauf erheblich. Der kommunikativen Kehrtwende von graduell bis Frontloading lag ein fundamentaler Meinungsumschwung zum mittelfristigen Inflationsausblick zugrunde. Von einer höheren Persistenz der Inflation war es dann selbst für die EZB nur noch ein kleiner gedanklicher Schritt zu einer stärkeren Reaktion der Geldpolitik.

Nach dem scharfen Renditeanstieg in den Sommermonaten begannen sich die Rentenmärkte zu Jahresende auf einem erhöhten Zinsniveau zu stabilisieren, da der Hochpunkt des monetären Restriktionsgrades zumindest bei der US-Notenbank allmählich in Sicht kam. In der Tat

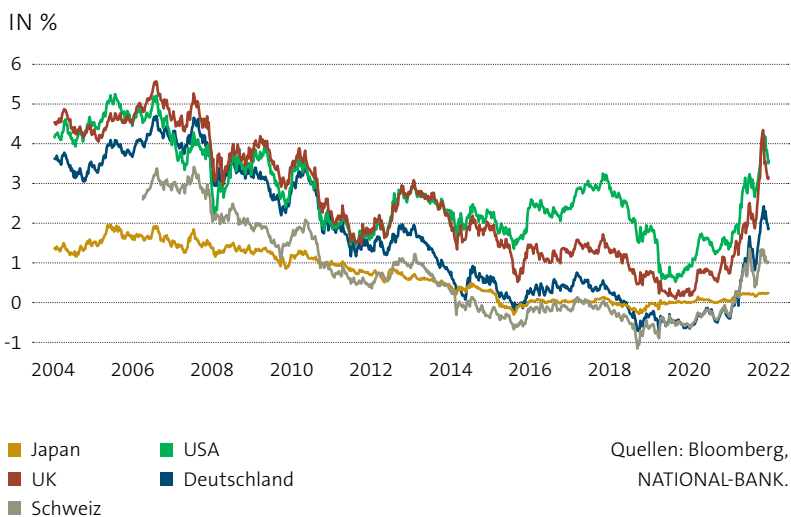
hat die wirtschaftliche Abschwächung auch bei der Argumentation verschiedener Zentralbanken grundsätzlich an Bedeutung gewonnen. Auf den aktuellen Niveaus der Geldentwertung ist u. E. allerdings vorerst noch davon auszugehen, dass der konkrete Inflationsverlauf per se bis auf Weiteres die absolut dominante und maßgebliche Hauptkomponente der Zinsentwicklung bleiben dürfte. Zwar hat der Preisdruck sich bereits spürbar ermäßigt, man darf den bislang vorliegenden Datenkranz aber auch nicht überbewerten: Direkt am Wendepunkt ist die statistische Unschärfe noch extrem hoch(!), der unterliegende Trend wird voraussichtlich erst im Frühjahr deutlicher erkennbar werden. Vor allem mit Blick auf die Entwicklung am US-Arbeitsmarkt sind noch hohe Unwägbarkeiten vorhanden, wo eine Normalisierung noch erhebliche Zeit in Anspruch nehmen könnte.

Wir gehen auf Basis unserer Simulationen davon aus, dass der US-Preistrend allerspätestens zur Jahresmitte 2023 nachhaltig nach unten dreht, wahrscheinlich dürfte bereits im Frühjahr 2023 erkennbar werden, dass sich die Inflationsproblematik zumindest in den USA weitgehend gelöst haben dürfte. Die große Frage ist dann mit Blick auf die europäischen Kapitalmärkte vor allem, wie stark und wie schnell sich dieser Disinflationimpuls auf das Euroland überträgt: Grundsätzlich spricht die geringere preisliche Flexibilität und die wesentlich ausgeprägteren Systeme der sozialen Sicherung in Kombination mit der relativ hohen Auslastung an den europäischen Arbeitsmärkten und den ausgesprochenen Knappheiten in vielen Segmenten des europäischen Arbeitsmarktes für eine zumindest höhere Persistenz der Inflationsimpulse. Auf der anderen Seite sind die konjunkturellen Perspektiven aber hierzulande so schwach, dass dies schneller als gedacht preisdämpfende Wirkungen zeitigen könnte: Letztlich maßgeblich dürfte aber der globale Inflationsverbund sein, sodass die Eurozone auf jeden Fall einen massiven Stabilitätsimport erfährt.

Für die Stärke der Übertragung der US-Impulse auf die europäische Zinsstrukturkurve ist vor allem die Haltung der EZB entscheidend: Normalerweise bewirkt der internationale Konjunkturverbund eine mehr oder minder parallele Entwicklung vor allem im mittleren bis längeren Laufzeitenbereich, da die Märkte gleich gerichtete Handlungen der Notenbanken erwarten. Mit Blick auf den üblichen Vorlauf der US-Wirtschaft vor der europäischen Konjunktur kommt es nun darauf an, wie schnell

DER ANSTIEG DER INTERNATIONALEN RENDITEN BRICHT EINEN LANGJÄHRIGEN ABWÄRTSTREND

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN
IM INTERNATIONALEN VERGLEICH



die EZB der Fed folgen wird und kann. Form und Lage der europäischen Zinsstrukturkurve werden also primär auch eine Funktion des Disinflationsprozesses in Europa sein: Je zäher dieser wird, desto flacher dürfte die Kurve in Europa verlaufen und umgekehrt. Mit Blick auf die geschilderte Entwicklung sehen wir den Hochpunkt der Fed-Funds nunmehr bei 5,0%, für die EZB könnte bei einem Hauptrefinanzierungssatz von 3,0% Schluss sein, die Unsicherheit für diese Projektion ist hier allerdings extrem hoch. Im Ergebnis haben wir auch die Projektion für die 10-jährigen Bundrenditen auf den Prognosehorizont auf nunmehr 1,8% wieder deutlich ermäßigt. Die Projektionen für die US-amerikanischen 10-jährigen Benchmark-Sätze nehmen wir auf Werte um 3,7% auf Jahressicht zurück.

UNSERE ZINSPROGNOSEN IM ÜBERBLICK

	Aktuell	März 2023	Juni 2023	September 2023	Dezember 2023
Fed Funds	4,00	4,75	5,00	5,00	5,00
3M-USD-Libor	4,73	5,10	5,20	5,30	5,30
2J Treasuries	4,28	4,30	4,14	4,00	3,86
5J Treasuries	3,67	4,01	3,92	3,82	3,72
10J Treasuries	3,45	3,87	3,85	3,78	3,70
Tendersatz	2,00	3,00	3,00	3,00	3,00
3M-Euribor	1,99	2,60	2,80	2,90	2,90
2J Bundesanleihen	2,02	2,06	1,95	1,84	1,74
5J Bundesanleihen	1,79	1,91	1,84	1,79	1,74
10J Bundesanleihen	1,80	1,92	1,84	1,76	1,78

Stand 01.12.2022

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

AUSBLICK DEVISENMÄRKTE

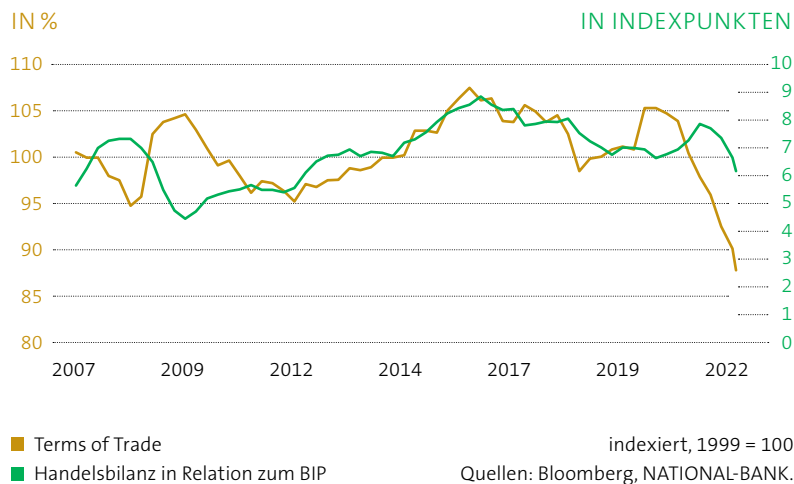
Der Euro blieb über weite Strecken des Jahres 2022 massiv unter Druck und erreichte im September sogar ein Zwanzigjahrestief um EUR/USD 0,96. Im ausgehenden Jahr war für die Europäer aber auch wirklich alles zusammengekommen. Neben der Corona-Pandemie trat mit der Ukraine-Krise ein Faktor auf, der die Länder der Eurozone deutlich mehr betraf bzw. ökonomisch belastete als den Rest der Welt: Mit der Aggregation der geökonomischen Krise gerade vor dem Hintergrund der ohnehin hohen Fragilität droht der Eurozone zumindest die Stagnation, wenn nicht gar ein abermaliger Abschwung für den Fall, dass sich die Energiepreise nicht spürbar vermindern. Zum Jahresende kam es dann zu einem zumindest vorläufigen Trendwechsel, der vor allem von zwei Faktoren getragen wurde: Wie geschildert, kam erstmals der Hochpunkt des geldpolitischen Restriktionsgrades der US-Notenbank in Sicht. Darüber hinaus bewirkte vor allem auch die milde Witterung, dass die befürchtete Gasmangellage der Eurozone in diesem Winter vermutlich erspart bleiben dürfte. So stieg der Füllstand der Gasspeicher in Deutschland zuletzt auf über 100%, was die Wahrscheinlichkeit für Versorgungsengpässe für den weiteren Verlauf der Heizperiode spürbar vermindert haben dürfte. Zuletzt konnte sich der Euro bei Kursen um EUR/USD 1,04 deutlich oberhalb der Parität etablieren.



Der Euro blieb über weite Strecken des Jahres 2022 massiv unter Druck und erreichte im September sogar ein Zwanzigjahrestief.

DEUTSCHER AUSSENHANDELSALDO UNTER DRUCK

TERMS OF TRADE IN RELATION ZUM SALDO DER HANDELSBILANZ



Die Zunahme der strukturellen Belastungen für die Eurozone könnte perspektivisch eine Niveauverschiebung des Wechselkurses bewirken.

Aus der Sicht der zyklischen Bestimmungsfaktoren ist die weitere Entwicklung nicht eindeutig: Der Zinsvorteil der USA gegenüber Euroland könnte mit den fortschreitenden Leitzinserhöhungen der EZB zwar zunächst etwas abschmelzen und dem Euro Unterstützung bieten. Hinzu kommt die Erwartung, dass die Risikoprämie des Krieges und der europäischen Energiekrise, die im Herbst/Winter 2022 den Euro noch sichtlich belasten dürfte, im nächsten Jahr abnehmen könnte, was auch zu einer Aufhellung der Wachstumsperspektiven beitragen könnte. Andererseits ist aber mittelfristig davon auszugehen, dass der Preisdruck auch in Europa wieder spürbar nachlassen wird, sodass die EZB wieder schnell versucht sein könnte, die Zinsen auch wieder zu senken. Jenseits der Zinsdifferenzen dürfte der US-Dollar vor allem auch durch die mittlerweile massive Bilanzverkürzung der US-Notenbank gestützt werden. Mit Blick auf die relative Entwicklung der Geldbasen könnten auch die neuen Kaufprogramme bedeutsam werden. Angesichts der spürbaren Spreadausweitungen in den Ländern der Eurozone wird die EZB die Zinsdifferenzen zwischen den Anleihen der Mitgliedsstaaten begrenzen. Es wird folglich immer wahrscheinlicher, dass der Bestand an Staatsanleihen zumindest nicht in nennenswertem Maße zurückgeführt wird, erste entsprechende Stimmen aus dem EZB-Rat sind hier bereits zu vernehmen.

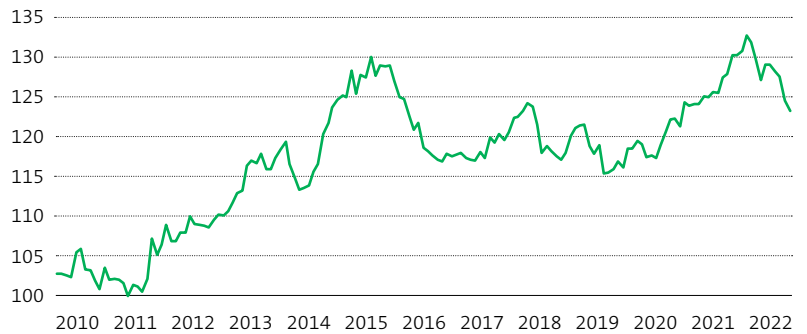
Die akuten Belastungen für die Eurozone mögen ferner derzeit zwar nachlassen, die Zunahme der strukturellen Belastungen haben ihre volle Wirkung aber noch nicht einmal ansatzweise entfaltet. Zu den strukturellen Faktoren, die den Euro auch weiterhin belasten werden, zählt mittelfristig vor allem auch die systemische Verringerung der Außenhandelsüberschüsse: Die langfristige Verschlechterung der Außenposition der Eurozone wiegt schwer, die deutschen und europäischen Leistungsbilanzüberschüsse dürften sich aus heutiger Sicht in etwa halbieren. In der Summe dürften kürzerfristig die entlastenden Faktoren wirksam werden, mittelfristig überwiegen klar die strukturellen Verschlechterungen für den Ausblick für den Euro. Vor dem Hintergrund der obigen Erwägungen gehen wir auch weiterhin grundsätzlich davon aus, dass der seit dem Jahre 2008 vorherrschende strukturelle Trend zur Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar Bestand haben wird. Wir halten es für gut möglich, dass eine nachhaltige Disinflationierung in Europa ab der Jahresmitte erkennbar werden dürfte – dies wäre dann die Stunde der Tauben im Rat. Solange der Ukraine-Krieg währt, wird das Umfeld für die

Länder der Eurozone immer rauer, von der Staatsverschuldung über erhöhte Kosten für das Militär bis hin zu den Exportperspektiven, dies könnte sich perspektivisch auch in Form einer Niveaushiftung der Wechselkurse bemerkbar machen. Unsere Simulationen verweisen in der Summe auf gleichgewichtige Kurse um EUR/USD 0,98.

Der chinesische Renminbi hat im Jahresverlauf erheblich an Wert verloren, diese Abwertung war aber vor allem auf den Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar gerichtet. Während die chinesische Währung gegenüber dem US-Dollar seit Jahresbeginn 2022 um rund 12% abgewertet hat, war der Abschlag gegenüber dem Euro nur rund halb so groß. Hintergrund der Abwertung ist also dementsprechend auch die Stärke der US-Devisen: Insbesondere aber bei Betrachtung des handelsgewichteten Kurses zeigt sich, dass der Yuan in Relation zu den Währungen seiner Haupthandelspartner gerade einmal um rund 5% abgewertet hat. Gleichwohl hat die Abwertung naturgemäß ihre Gründe: Zum einen werden Chinas Zinssätze wahrscheinlich noch einige Zeit auf niedrigem Niveau bleiben, um eine Erholung der heimischen Wirtschaft zu fördern. Zum anderen dürfte die Hochzinsphase der US-Kapitalmarktsätze zumindest b. a. W. zu einer Umlenkung der ausländischen Investoren führen, vor allem auch im Zeichen anhaltender Besorgnis über COVID-19 und geopolitische Spannungen. Insgesamt dürften die chinesischen Behörden großes Interesse daran haben, den Wechselkurs weiter zu drücken, um die Schwäche der Binnenkonjunktur zu kompensieren. Vor dem Hintergrund unserer Einschätzung sowohl des Wachstumspfad Chinas als auch der asiatisch-pazifischen Region insgesamt dürfte sich allerdings ab dem kommenden Frühjahr die Bodenbildung bei Kursen um USD/CNY 6,9 weiter akzentuieren, die dann auf Sicht eines Jahres auf Kurse um USD/CNY 6,75 hinausläuft. Dabei dürfte auch die Entwicklung von USD/CNY vor allem in der ersten Hälfte des kommenden Jahres eine Funktion der Inflationsproblematik in den USA bzw. der geldpolitischen Reaktion der US-Notenbank sein, gerade auch weil der Kontrast zum Inflationsprozess in China so groß ist. Mit Blick auf unsere Einschätzung für EUR/USD ergeben sich zum Jahreswechsel 2023/24 gleichgewichtige Kurse um EUR/CNY 6,62.

BEWERTUNGSKORREKTUR DES RENMINBI BLEIBT IM RAHMEN RENMINBI-OFFSHORE IN HANDELSGEWICHTETER DARSTELLUNG

IN INDEXPUNKTEN



Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

UNSERE WÄHRUNGSPROGNOSEN IM ÜBERBLICK

	Aktuell	März 2023	Juni 2023	September 2023	Dezember 2023
USD	1,05	1,02	1,01	1,00	0,98
CHF	0,99	0,99	0,99	0,96	0,95
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
NOK	10,52	10,30	9,90	9,60	9,50
SEK	10,91	10,60	10,50	10,00	9,90
AUD	1,56	1,50	1,49	1,49	1,46
NZD	1,66	1,65	1,63	1,61	1,59
CAD	1,43	1,34	1,33	1,32	1,28
JPY	144	138	135	135	130
Renminbi	7,34	7,04	6,87	6,75	6,62

Stand 01.12.2022

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

AUSBlick – DIE ASSET-KLASSEN KOMPAKT

LIQUIDITÄT

Das Opportunitätskalkül für den eurobasierten Anleger hat sich mit der Zinswende zwar etwas verbessert, aus der realen Sicht bleibt die Geldhaltung aber mit extrem hohen Kosten verbunden: Die Zinsen werden durch die Inflation bei Weitem überkompensiert. Letztlich setzt die EZB ihren expansiven Kurs fort, nur auf einem anderen nominellen Zinsniveau. Dieses Kalkül würde im Kern auch dadurch nicht tangiert, wenn die Inflation in Europa entgegen unserer Erwartungen weiter zulegen würde: Die EZB dürfte der Inflation stets hinterherhinken, sodass hier reale Erträge faktisch ausgeschlossen sind. Zudem sind die konjunkturellen Perspektiven hierzulande so schwach, dass die EZB alsbald ihre Zinserhöhungsphase aussetzen dürfte:

Auch aus diesem Blickwinkel ist das Überbrücken eines vermeintlich länger anhaltenden Zinsanstieges in Europa vermutlich nicht zielführend. Im Ergebnis sollten liquide Mittel jenseits der zwingend notwendigen Transaktionskasse, wenn überhaupt, vor allem im außereuropäischen Bereich gehalten werden. Hier bieten sich vor allem Dollar-Bestände an, die zudem mittelfristig von der Währungsseite her zusätzliches Ertragspotenzial erhalten. In der Summe aber zeitigt die Liquiditätshaltung auch in den USA naturgemäß erhebliche Renditeeinbußen im Vergleich zu Anlagen mit längerer Bindungsdauer und sollte bei systematisch sinkenden Transaktionskosten auf die kurz- und mittelfristig notwendigen Mittel begrenzt bleiben.

STAATSANLEIHEN

Die internationalen Rentenmärkte befinden sich derzeit im Umbruch: Im Kern rücken die Hochpunkte der Notenbankzinspfade näher, sodass die Kurven zu invertieren begonnen haben. Die zentrale Frage bleibt insgesamt, wie schnell nunmehr ein Rückgang des Inflationsdrucks weltweit zu verzeichnen sein wird, die statistische Unschärfe bzw. das Prognoserisiko bleibt aber noch extrem hoch, der unterliegende Trend wird voraussichtlich erst im Frühjahr einigermaßen verlässlich abschätzbar. Die anhaltenden Stagnations- bzw. Rezessionsgefahren in der Eurozone in Kombination mit einem abermals gesunkenen Wachstumspotenzial dürften im weiteren Verlauf mehr und mehr zu einem Kurswechsel bei der EZB führen, ein solcher deutet sich ja bereits an. Wir halten es für gut möglich, dass eine nachhaltige Disinflationierung in Europa ab der Jahresmitte erkennbar werden dürfte. Auf Sicht des kommenden Jahres bergen die aktuellen Niveaus bei den europäischen Staatsanleihen also Kurspotenzial. Vor dem Hintergrund des somit begrenzten längerfristigen Zinsniveaus in der Eurozone

bleiben die außereuropäischen Zinsstrukturkurven allerdings deutlich attraktiver. Letzteres gilt derzeit vor allem auch für das gesamte asiatisch-pazifische Währungsgefüge, sodass das deutlich höhere Zinsniveau in vielen Emerging Markets Asiens im Rentenbereich unbedingt genutzt werden sollte: Gerade unsere Einschätzung einer spürbaren Belebung der gesamten Region im kommenden Jahr in Kombination mit einer sich abzeichnenden Kehrtwende der US-Notenbank schafft hier eine selten gute Gelegenheit. Im Kern werden sich die Risikoaufschläge für die Länder des asiatisch-pazifischen Raumes im Rahmen der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung weiter vermindern, da sich die Renditen denen der Industrienationen angleichen werden, was kurstreibend wirkt. Grundsätzlich sollte die Duration im längeren Laufzeitenbereich liegen. Diesbezüglich verweisen wir auf die entsprechenden Spezialprodukte, die vor allem die dabei zwingend gebotene Diversifikation sicherstellen können.

UNTERNEHMENSANLEIHEN

Die Asset-Klasse der Investment Grade Corporates kann und sollte auch in Europa grundsätzlich weiter dotiert werden. Auf die längere Frist gehen wir diesbezüglich aber weiterhin grundsätzlich davon aus, dass Anlagen auf den US-Kurven der Vorzug zu geben ist – vor allem auch weil das Zinsniveau wesentlich höher ist. Zum Redaktionsschluss boten hier die außereuropäischen Märkte ein spürbar besseres Risikoprofil, das in Kombination mit dem spürbar gesunkenen Dollarkurs für Umschichtung auf die US-Märkte genutzt werden sollte: Angesichts der verbesserten Perspektiven für die Gasversorgung Europas und den Fortschritten bei der Disinflationierung haben sich die

Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen MarkitiTraxx-Europe – wieder deutlich zurückgebildet. Gemessen an unseren Simulationen halten wir diese Risikoauspreisung aber für überzogen, bei gegebenen Daten sehen wir die Rückschlagsgefahren zumindest kürzerfristig als dominant an. Auf die längere Sicht sollte die Aufhellung der globalen Perspektiven in Kombination mit einer wieder deutlich taubenhafteren EZB zwar für Kurspotenzial auf Werte um 80 BP sorgen. Anleger, die etwa aufgrund von Statuten und/oder anderer rechtlicher Vorgaben keine zwingende regionale Bindung haben, sollten aber auch weiterhin ein hohes Maß an internationaler Diversifikation anstreben.

AKTIEN INDUSTRIENATIONEN

Das vergangene Jahr war geprägt von Verunsicherung wegen des Krieges in der Ukraine, hoher Energiepreise und vor allem hoher Inflationsraten, die eine Zinswende der Notenbanken einläuteten. Die Rahmenbedingungen für das neue Jahr stellen sich aber positiv dar. Die Inflation geht zurück, wodurch der Druck auf die Notenbanken abnimmt, die Zinsen weiter anzuheben. Folglich sollte der Zinserhöhungspfad der Notenbanken bereits weitgehend beschritten sein. Es bestehen zwar gerade in Europa Konjunktursorgen, dennoch sollten sich die Aktienmärkte in den Industrielän-

dern positiv entwickeln, zumal sich die Lieferkettenproblematik weiter entspannen dürfte. Es bleibt angeraten, auf Unternehmen mit überzeugendem Geschäftsmodell, einer internationalen Ausrichtung und einer konstanten Ausschüttungspolitik zu setzen, womit man auch krisenbetroffene Zeiten gut überstehen kann. Der Technologiesektor könnte nach seinen diesjährigen Kursverlusten einen Blick wert sein. Zudem könnten zyklische Werte in Erwartung eines sich verbessernden Umfeldes stärker berücksichtigt werden.

REGIONALER SCHWERPUNKT ASIATISCHE EMERGING MARKETS

Asien dürfte auch 2023 die größte wirtschaftliche Dynamik weltweit aufweisen. Die Region profitiert unter anderem von steigenden ausländischen Direktinvestitionen im Zuge sich diversifizierender Lieferketten. Nach wie vor expandieren die Länder Asiens wesentlich dynamischer als die Industrieländer. Belastungsfaktor bleibt Chinas Corona-Politik. So hält das Land bislang weiterhin an den massiven Eindämmungsmaßnahmen fest, die primär auf Varianten mit schweren Verläufen ausgerichtet waren. Angesichts der neueren Corona-Varianten erscheint dieses

Vorgehen nicht mehr angemessen. Es besteht Hoffnung, dass China seine Null-Covid-Politik wenigstens in Teilen modifiziert, was sich positiv auswirken dürfte. Reaktionen Chinas zur Eindämmung des Coronavirus sowie die damit verbundenen Mobilitätseinschränkungen bleiben ein großer Unsicherheitsfaktor für das eigene Land, für die Nachbarländer sowie die Lieferketten. Die asiatische Region eröffnet große Chancen, denen unverändert politische und ökonomische Risiken gegenüberstehen. Es bleibt daher angeraten, regional zu diversifizieren.

ROHSTOFFE

Trotz des derzeit schwachen globalen Wachstums bleiben die Niveaus der Rohstoffpreise auf spürbar erhöhtem Niveau. Hintergrund dieses Umstandes ist einerseits der Krieg um die Ukraine, der die Preise für fossile Brennstoffe treibt: Beim Öl hat sich die russische Produktion zwar erholt, demgegenüber dürften weitere Sanktionen die Versorgung noch weiter dämpfen. Mit Blick auf die globale Versorgungslage ist davon auszugehen, dass die OPEC+ ihr Angebot weiterhin knapp hält, sodass der Ölmarkt angespannt bleibt. In Europa haben Kürzungen des Gasflusses aus Russland die Gaspreise in einigen Fällen stark in die Höhe getrieben. Die Substitution durch Kohlenutzung hat zu einem sehr hohen Kohleverbrauch geführt, was auch hier die Preise getrieben hat. Grundsätzlich dürfte auch das Gros der Rohstoffpreise hoch bleiben. Dies geht im Kern darauf zurück, dass sich der aktuelle Rohstoffzyklus von früheren konjunkturellen getriebenen Entwicklungen zumindest signifikant unterscheidet: Der Aufschwung der Rohstoffpreise in den frühen 2000er-Jahren war ein grundlegender „Superzyklus“: Chinas starke Nachfrage nach Rohstoffen hatte die globale Kapazität bei Weitem überstiegen und führte über einen massiven Anstieg der Preise letztlich zu einem großen, mehrjährigen Anstieg der Investitionen im globalen Ressourcensektor. Mit einem zeitlichen Versatz von rund einer Dekade folgte dann der Preisabschwung. Diesmal ist die Lage zumindest bis dato grundsätzlich anders: Die Rohstoffpreise sind aufgrund des eingeschränkten Angebots, insbesondere von fossilen Brennstoffen und Nahrungsmitteln, hoch und dürften es wohl auch bleiben, da zumindest bislang groß

angelegte Investitionen ausbleiben. In der Summe lässt sich derzeit sagen, dass die Märkte im Rahmen der Antizipation der globalen konjunkturellen Abkühlung bis auf wenige Ausnahmen von einem Preisrückgang ausgehen. In der Tat haben die globalen Rohstoffpreise nach dem Erreichen von Allzeithochs im März 2022 weiter nachgegeben und notieren angesichts der konjunkturellen Abkühlung wieder etwas niedriger. Dabei ist allerdings zu beachten, dass der Preisrückgang von einem bereits sehr hohen Niveau ausgeht, das rund 50% oberhalb des Vorkrisenniveaus liegt. Zudem verweisen die fehlenden Investitionen in neue Angebotskapazitäten darauf, dass nicht mit spürbaren Preisrückgängen zu rechnen ist. Sollte sich schließlich die Weltwirtschaft so entwickeln, wie von uns projiziert, könnte ab der Jahresmitte die wieder stärkere Nachfrage insbesondere der „rohstoffhungrigen“ asiatisch-pazifischen Region preistreibend wirken.

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

NATIONAL-BANK AG
Theaterplatz 8 · 45127 Essen
Telefon: 0201 8115-0 · Telefax: 0201 8115-500
national-bank.de · info@national-bank.de

GESTALTUNG

heureka GmbH, Essen

FOTOS

- Titel: Macro photograph of the US Capitol building on back of a fifty dollar bill, USA, Trekandphoto, Adobe Stock
- Seite 3: Daniel Biskup, Neusäß
- Seite 10/11: Aerial view of the Long Beach and Los Angeles ports, USA, MattGush, Getty Images
- Seite 13: US Capitol building, Doganmesut, Washington DC, USA, Adobe Stock
- Seite 22/23: Skyline with sun and clouds in the morning, Washington DC, USA, Daniel Thornberg, Adobe Stock
- Seite 27: Capitol rotunda, Washington DC, USA, Grant Faint, Getty Images
- Seite 32: market display screen board on the street, Hong Kong, China, d3sign, Getty Images
- Seite 38/39: Kittiphat, Weltkarte, Adobe Stock

DRUCK

druckpartner GmbH, Essen

Gedruckt auf FSC®-zertifiziertem Papier –
PlanoArt hochweiß 150/200g/m²

Durch die Verwendung der zertifizierten Materialien wird
sozial- und umweltverträgliche Waldwirtschaft gefördert.
FSC® ist ein internationales Gütesiegel.



WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN!

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsenzeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswire, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt), die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Dieses Dokument stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und selbstständige Anlageentscheidung zu bieten. Die Meinungsäußerungen des Autors/der Autoren geben dessen/deren aktuelle Einschätzung wieder, die sich ohne Ankündigung ändern kann, und stimmen nicht notwendigerweise mit der Auffassung der NATIONAL-BANK überein. Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit sowie abgegebene Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine entsprechende künftige Entwicklung.

NATIONAL-BANK
Aktiengesellschaft
Theaterplatz 8
45127 Essen

Aufsichtsbehörden
Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht,
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn.

NATIONAL-BANK AG

Theaterplatz 8 · 45127 Essen

Telefon: 0201 8115-0 · Telefax: 0201 8115-500

national-bank.de · info@national-bank.de