

Bereit für Neues

LB  BW

# Kapitalmarktkompass-Update

Inflation und Aktienmärkte:  
Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer!

23.11.2022 Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Erstellt am: #RELEASE\_DATE#

# 01

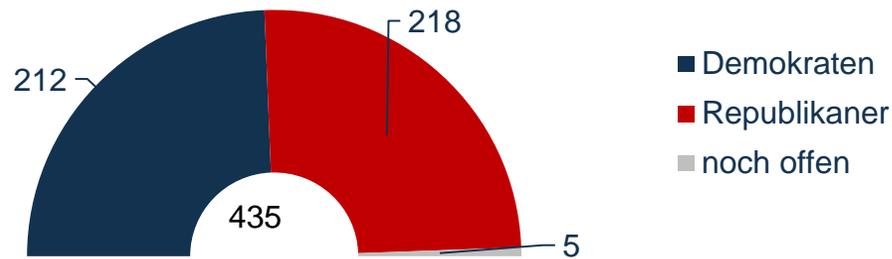
## Nachlese US- Midterms und Blick auf die US-Inflation

Dirk Chlench  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 61 36  
Dirk.Chlench@LBBW.de

# Die „Rote Welle“ ist ausgeblieben

## US-Repräsentantenhaus

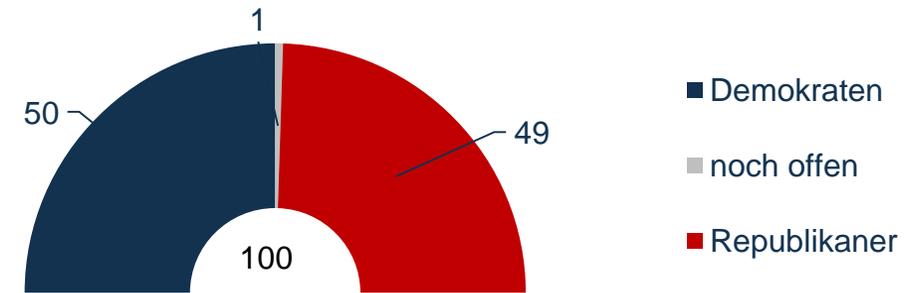
Sitzverteilung (Stand: 18.11.2022)



- Die Republikaner haben die Mehrheit im Repräsentantenhaus errungen.
- Die Erfolge der Republikaner blieben gleichwohl deutlich hinter den Erwartungen zurück.

## US-Senat

Sitzverteilung (Stand 18.11.2022)

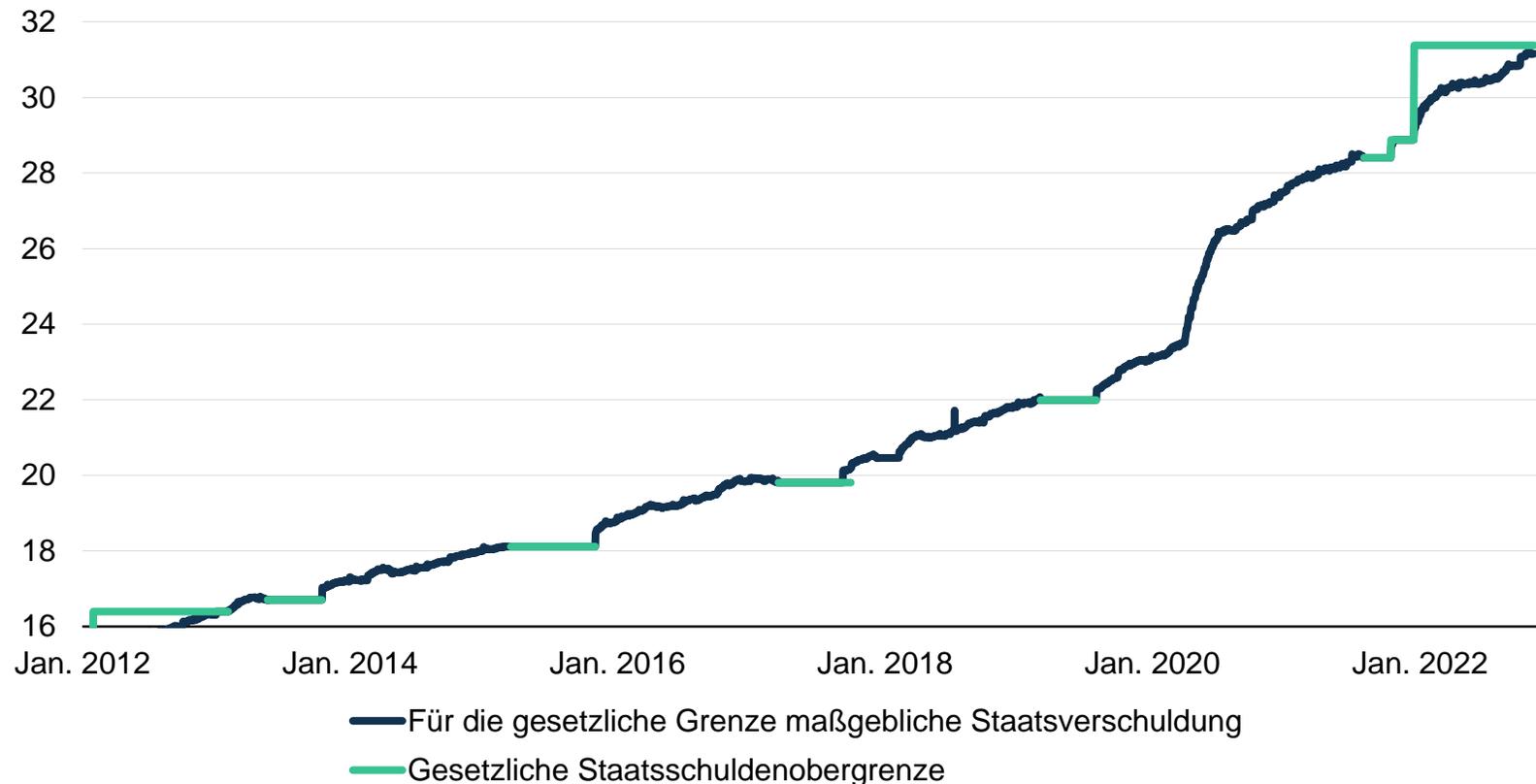


- Die Demokraten haben ihre Mehrheit im Senat verteidigt.
- Im Bundesstaat Georgia wird am 6. Dezember 2022 eine Stichwahl stattfinden.

# Schuldenobergrenze gerät in den Blickpunkt

## Staatsverschuldung und Staatsschuldenobergrenze

Tageswerte, in Billionen US-Dollar



- Der US-Kongress beschloß per 16.12.2021 eine Erhöhung der Staatsschuldenobergrenze um 2,5 Billionen US-Dollar auf 31,381 Billionen US-Dollar.
- Die tatsächliche Staatsverschuldung belief sich Anfang November 2022 auf 31,147 Billionen US-Dollar. Angesichts dieser Entwicklung der Staatsverschuldung wird in Bälde eine Anhebung der Schuldenobergrenze notwendig sein. Dies erfordert eine Entscheidung des US-Kongresses.
- In der Vergangenheit hat ein oftmals erbittert geführter Streit um die Erhöhung der Staatsschuldenobergrenze die Vereinigten Staaten an der Rand der Zahlungsunfähigkeit gebracht.
- Dieses Szenario droht nun wieder.

# Konkurrenten für Trump und Biden

## Republikaner

- „Ron“ DeSantis (geboren 1978) ist republikanischer Gouverneur des Bundesstaates Florida.
- DeSantis gewann am 9. November 2022 seine Wiederwahl mit einem Vorsprung von rund 20 %-Punkten gegenüber seinem demokratischen Herausforderer.
- DeSantis erlang durch seine Entscheidung, Migranten auf die bei der demokratischen Prominenz beliebte Insel Martha's Vineyard fliegen zu lassen, landesweite Bekanntheit.
- DeSantis gilt als „Trump mit Hirn“.

## Demokraten

- Der demokratische Gouverneur des Bundesstaates Kalifornien, Gavin Newsom, (geboren 1967), ist ein heißer Kandidat für die Präsidentschaftskandidatur.
- Newsom tritt unter anderem für die gleichgeschlechtliche Ehe und das Recht auf Schwangerschaftsabbruch ein.
- Die Buchmacher geben ihm bessere Quoten für die demokratische Präsidentschaftskandidatur als etwa Vizepräsidentin Kamala Harris oder Verkehrsminister Pete Buttigieg.

# US-Inflation fällt geringer aus als erwartet

## US-Konsumentenpreisindex

ohne Nahrungsmittel und Energie, Monatswerte

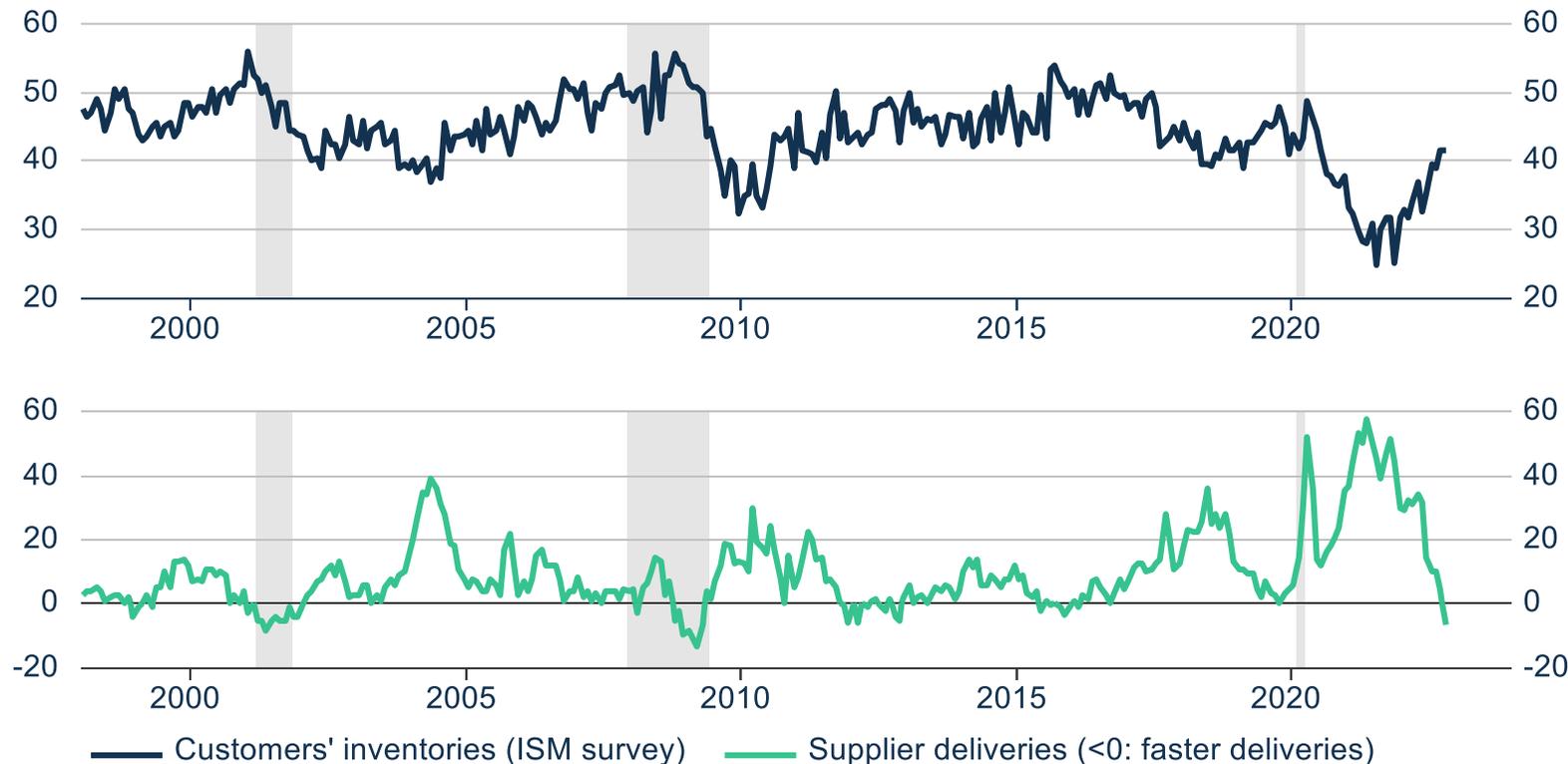


- Der US-Konsumentenpreisindex ist im Oktober 2022 um 0,4 % gegenüber dem Vormonat angestiegen und damit geringer als allgemein erwartet.
- Der ohne die Gütergruppen Nahrungsmittel und Energie berechnete Index kletterte im Oktober 2022 um 0,3 % im Monatsvergleich und damit weniger kräftig als in den beiden vorangegangenen Monaten.

# Lieferketten weniger angespannt

## Kundenlager und Liefergeschwindigkeit

Monatswerte, Diffusionsindizes

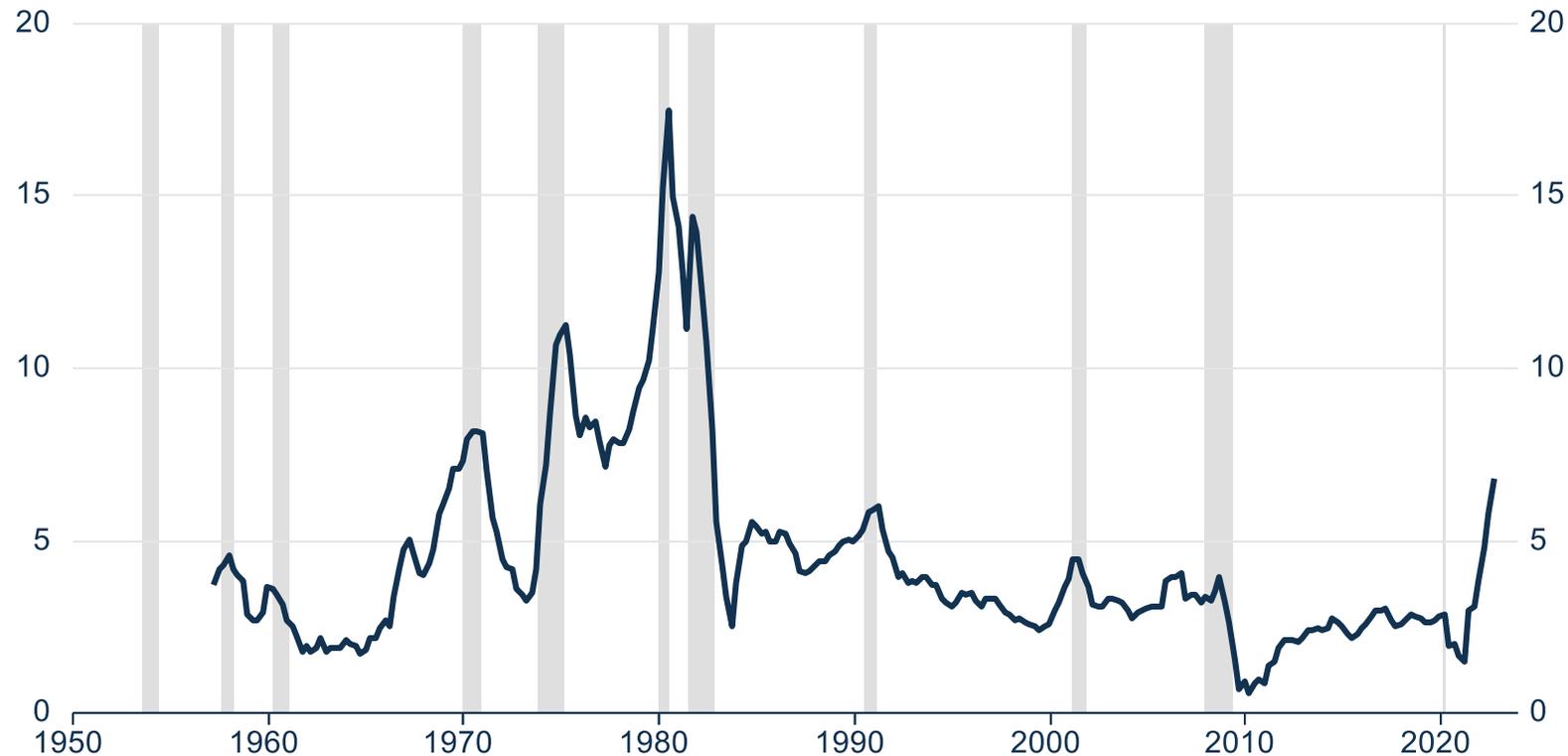


- Die Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes berichten, dass die Läger ihrer Kunden nicht mehr so leergefegt sind wie noch vor einigen Monaten. Zudem hat sich die Liefergeschwindigkeit im Oktober 2022 nach 79 Monaten erstmals wieder erhöht.
- Beide Beobachtungen sprechen für einen nachlassenden Preisaufwärtsdruck für Güter.
- Damit im Einklang steht, dass die Einstandspreise der Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes im Oktober 2022 gesunken sind.
- Auch der geringere Anstieg der Neuwagenpreise ist ein Indiz für ein Überwinden der Lieferkettenschwierigkeiten.

# „Recession brings inflation down“

## US-Konsumentenpreisindex für Dienstleistungen

Veränderung ggü. dem Vorjahresmonat, in %



- Der Konsumentenpreisindex für Dienstleistungen ist im Oktober zwar um 0,4 % gegenüber dem Vormonat angestiegen und damit geringer als in den beiden vorangehenden Monaten.
- Die Veränderungsrate des Index gegenüber dem gleichen Monat im Vorjahr hat jedoch ihren oberen Wendepunkt noch nicht überschritten.
- In der Vergangenheit drehte die Entwicklung der Inflation bei Dienstleistungen während oder kurz nach Rezessionen nach unten.
- Wir erwarten für das Jahr 2023 ein US-Wachstum in Höhe von lediglich 0,5 %. Dieses geringe Wachstum wird den Preisaufwärtsdruck bei Dienstleistungen dämpfen.

# 02

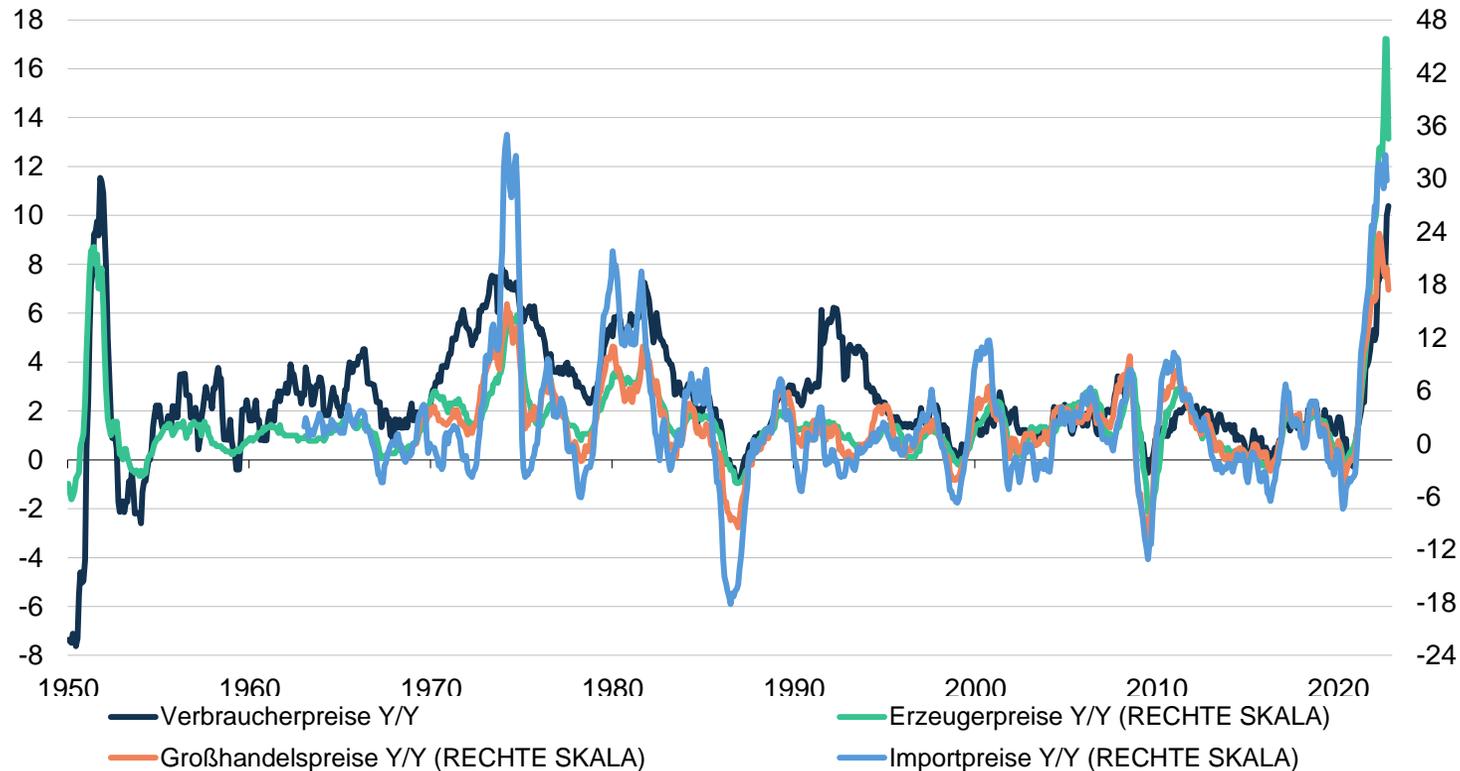
## Makro: Erste Lichtblicke, (noch) keine Wende bei der Inflation

Dr. Jens-Oliver Niklasch  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 63 71  
[jens-oliver.niklasch@LBBW.de](mailto:jens-oliver.niklasch@LBBW.de)

# Inflation: (Noch) keine Trendwende in Sicht

## Deutschland: Preisauftrieb auf verschiedenen Stufen

Monatswerte

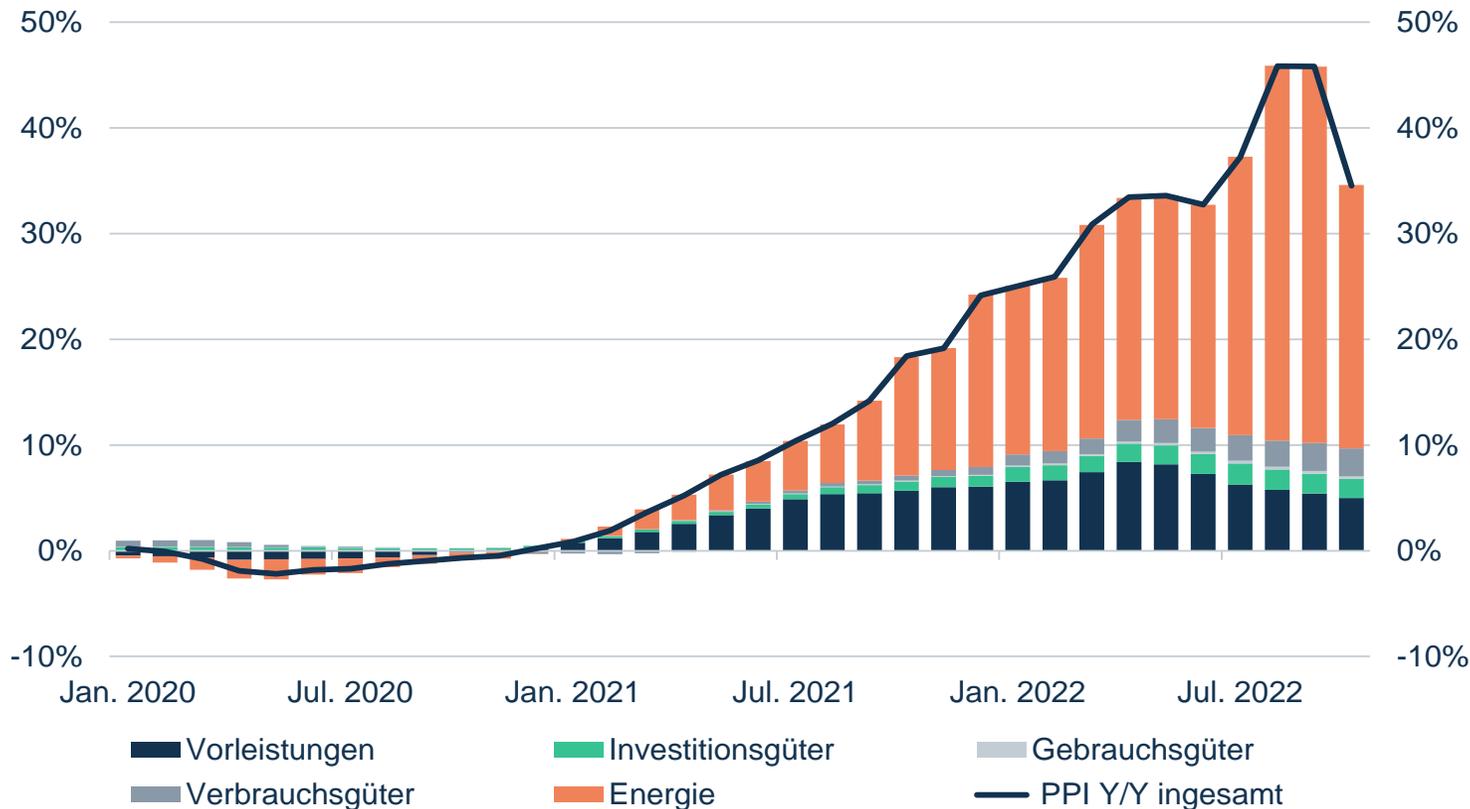


- Inflation ist weiter hoch.
- Vorerst zeichnet sich für die Verbraucherebene keine Trendwende ab.

# Dt. Erzeugerpreise: Gipfel überschritten

## Erzeugerpreise und Beiträge n. Warengruppen

Monatswerte Y/Y



- Der Oktober brachte den ersten Rückgang M/M nach 25 (!) Anstiegen in Folge.
- Grund für den Rückgang waren die Energiepreise – allerdings vorerst nur für Großverbraucher.

# Lichtblick am Horizont: Frühindikatoren könnten drehen

## ZEW-Mittelwert und Ifo-Geschäftsklima

Monatswerte

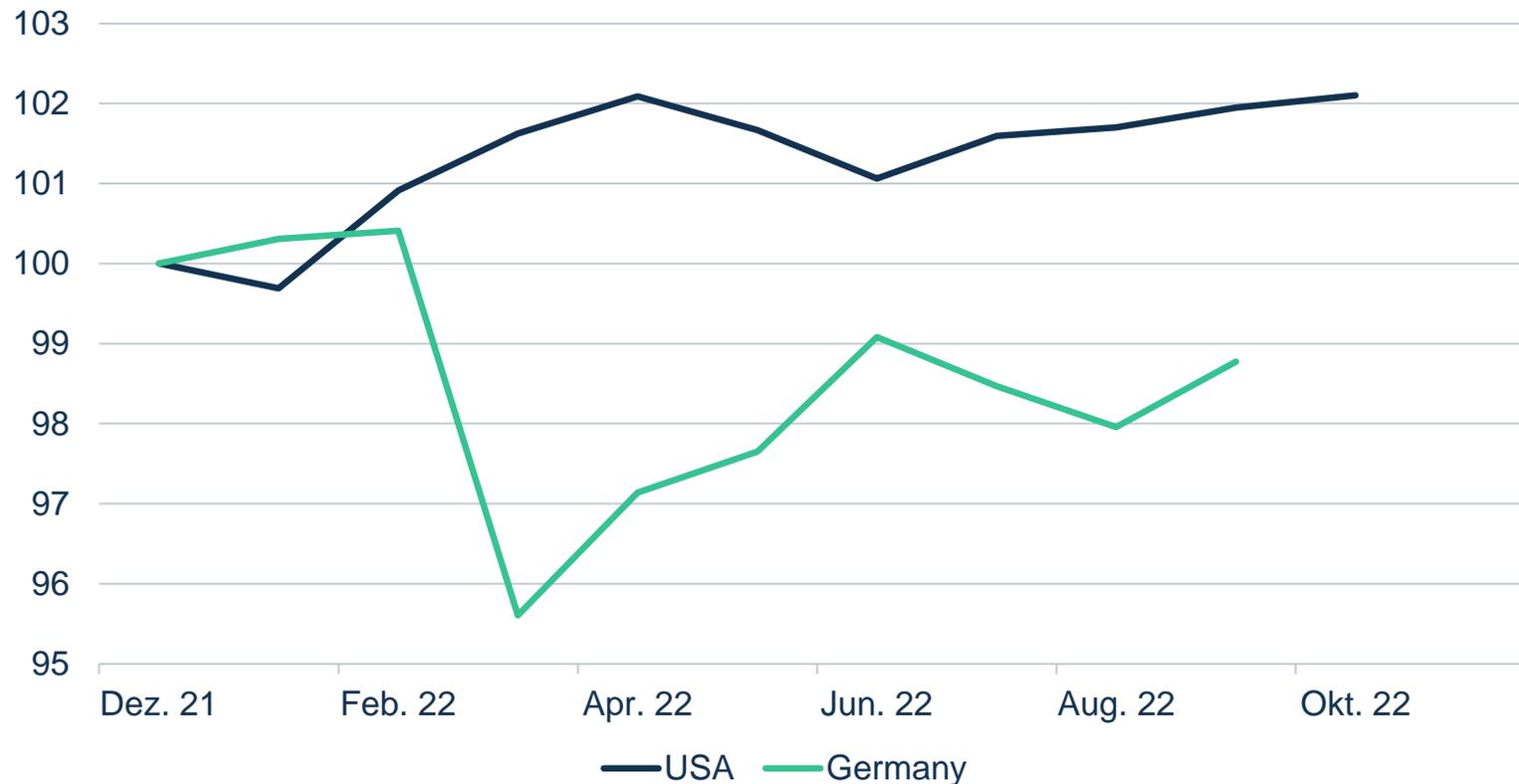


- Der ZEW-Konjunkturindikator hat sich stark verbessert, von -59,2 Punkten auf -36,7 Zähler.
- Dies könnte ein Lichtblick für die Frühindikatoren dieser Woche sein – die PMI Flash Estimates und das Ifo-Geschäftsklima.

# Deutschland: Industrie noch nicht wieder auf Expansionskurs

## Industrie (Verarbeitende Gewerbe)

Monatsdaten, 12/2021=100

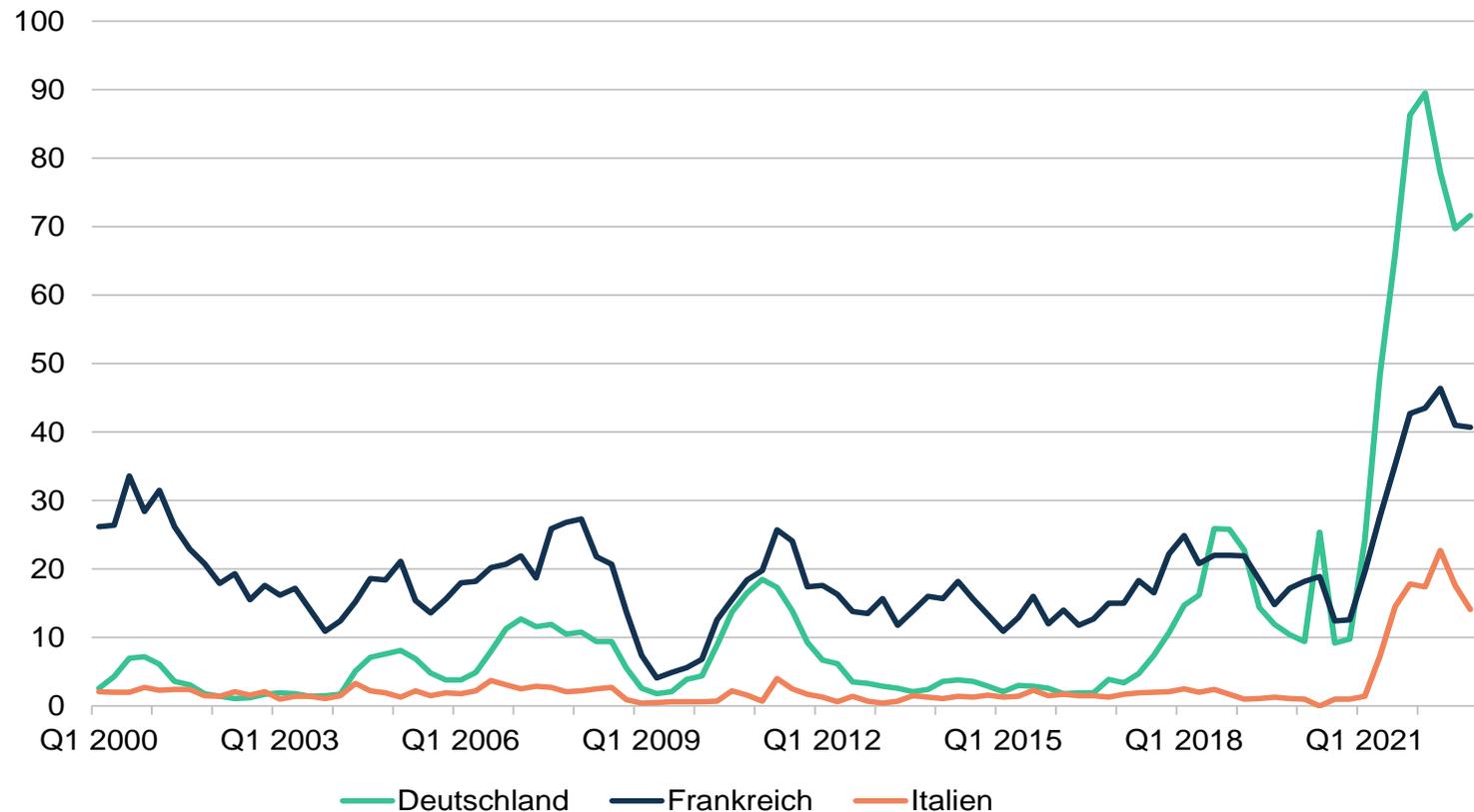


- Nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine bekam die deutsche Konjunkturkurve einen Knick. Bis heute wurde dieser Rückstand nicht wieder aufgeholt.
- Anders sieht die Lage in den USA aus. Dort expandiert die Industrie (bzw. das Verarbeitende Gewerbe) relativ stetig.

# (Liefer-)Engpässe weiterhin ein Problem

## Störungen der Produktion durch Materialmangel

Anteil der Unternehmen, deren Produktion gestört ist

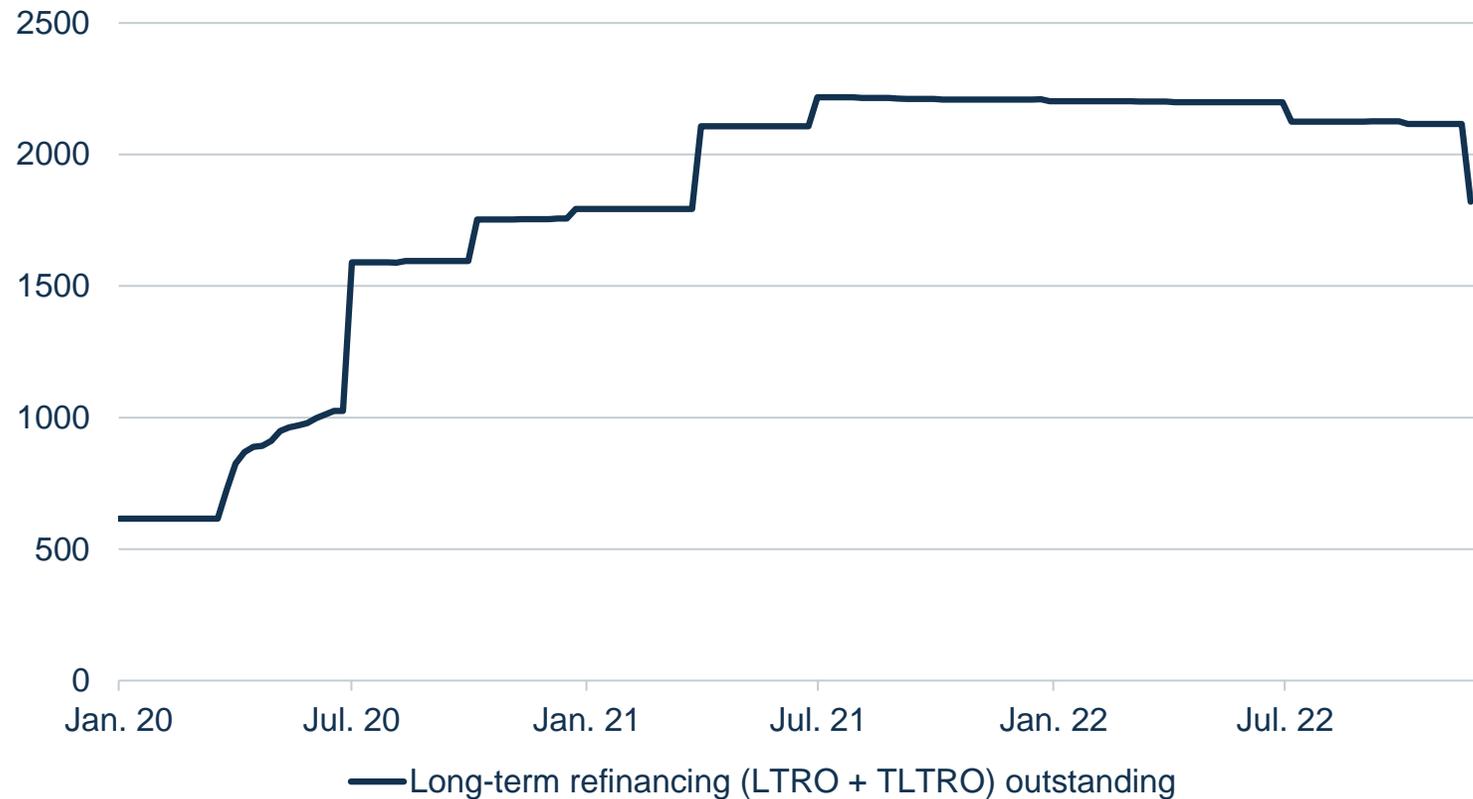


- Die Industrie leidet im Euroraum – vor allem in Deutschland – aktuell weiter unter Lieferengpässen.
- Zwar hat sich die Situation seit Jahresmitte verbessert. Ungeachtet dessen ist der Anteil der Unternehmen, deren Produktion gestört ist, nahe der historischen Höchststände vom Sommer.

# TLTRO-Rückzahlungen: Weniger als von der EZB erhofft

## Eurosystem, langfr. Refinanzierung der MFIs

Wochendaten Mrd. Euro



- Die MFIs planen, im November 296,3 Mrd. Euro aus den ausstehenden TLTRO-III-Tranchen zurückzuzahlen.
- Dies dürfte erheblich weniger sein als von der EZB erhofft. Schätzungen ließen im Vorfeld etwa das doppelte Volumen erwarten.
- Weitere Rückzahlungen dürften im Dezember anstehen.

# 03

## Aktien: Reality- Check im Bärenmarkt – Gleiches Dreh- buch, höhere Prognosen

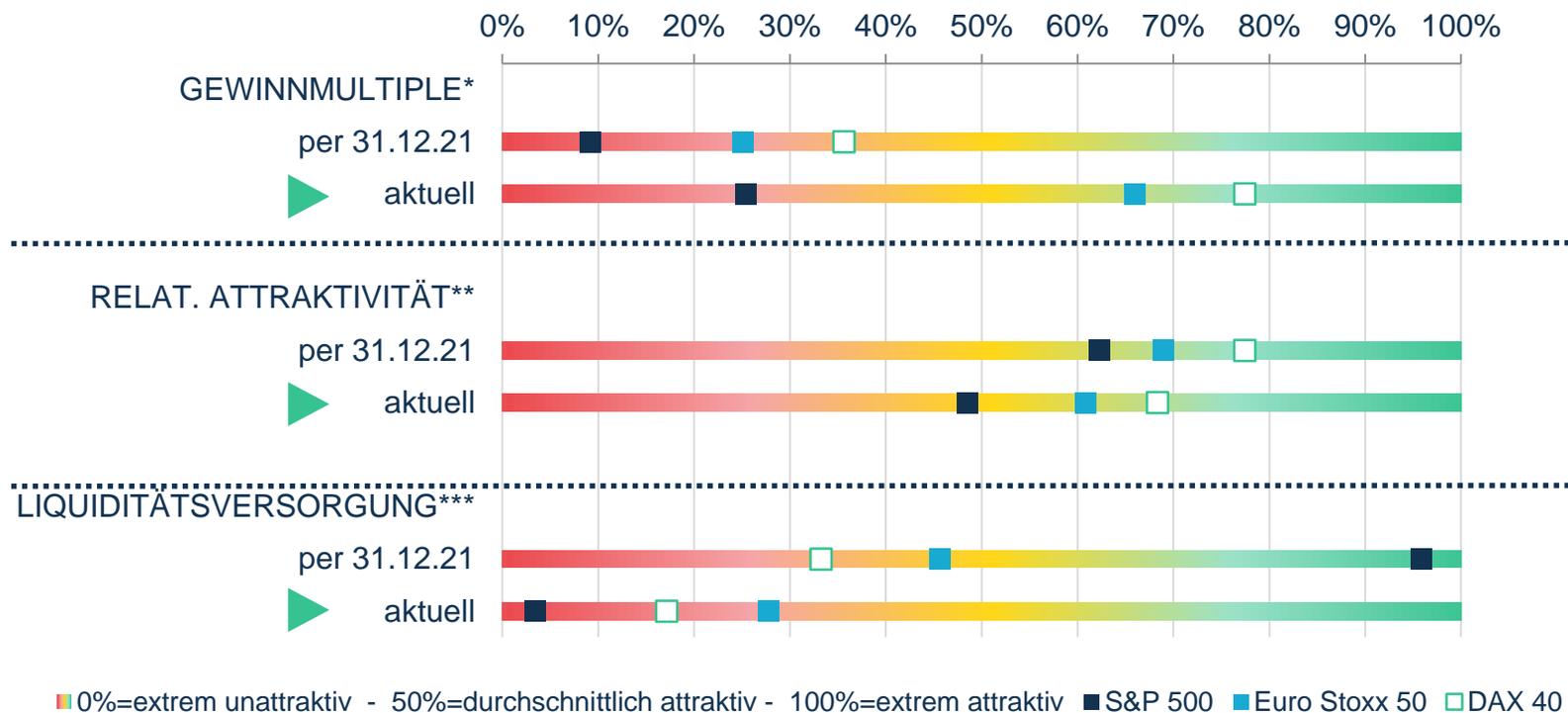


Uwe Streich  
Senior Equity Strategist  
Tel: +49(711)127-74062  
Uwe.Streich@LBBW.de

# Konjunkturrisiken diesseits des Atlantiks besser in den Bewertungen abgebildet als jenseits

## DAX, ES 50, S&P 500: Attraktivität per Jahreswechsel & derzeit

relativ zu jeweiliger historischen Verteilung in Prozent seit 1988



\* 12M-Fwd.-KGV / \*\*\* Gewinnrendite abzgl. Rendite zehnjähriger Staatsanleihen / \*\* Geldmengenwachstum M3 YoY abzgl. BIP-Wachstum YoY ermittelt jeweils auf Basis der relativen Positionierung für den Zeitraum seit dem 01.01.1988

- Die weniger schwache Liquiditätsversorgung sowie die höhere relative Attraktivität hätten für DAX und Euro Stoxx 50 eher höhere und nicht wesentlich günstigere KGVs als im S&P 500 erwarten lassen.
- Dass dies nicht der Fall ist, dürfte nicht zuletzt Ausdruck der monatelangen Sorge um eine Gasmangellage im bevorstehenden Winter sein, welche die zu befürchtende Rezession nochmals verschärft hätte. Dieser Gedanke ist zuletzt in den Hintergrund getreten. Wir haben unsere Prognosen für die heimischen Indizes erhöht.
- Für die USA erwarten wir zwar keine Rezession, wegen der harschen Fed jedoch eine deutliche Wachstumsdelle. Weil die Bewertungen dies noch nicht reflektieren, beließen wir unsere Kursziele trotz der verbesserten Inflationszahlen hier unverändert.

# Statistik früherer Krisen lässt erwarten, dass die wirklichen Kurstiefs noch ausstehen

## Börsenkrisen seit der Jahrtausendwende vs. aktuelle Krise

in Prozent bzw. Monaten

Index		Dot.com-Krise	Finanz-Krise	Euro-Schulden-Krise	Corona-Krise	im Median	im Mittel	Inflations-Krise (zum Tief)
S&P 500	Kursverlust in %*	-49,1%	-56,8%	-19,4%	-33,9%	-41,5%	-39,8%	-25,2%
	Gewinnrückgang in %	-18,0%	-39,9%	-2,6%	-21,3%	-19,7%	-20,4%	-4,6%
	Dauer des Gewinnrückgangs in Monaten	15,7	18,8	2,3	3,0	9,4	10,0	5,3
	Kurshoch in Monaten vor/nach Gewinnhoch	-5,9	-0,8	-4,0	-0,5	-2,4	-2,8	-5,6
	Kurstief in Monaten vor/nach Gewinnhoch	25,7	16,8	1,3	0,6	9,0	11,1	?
	Dauer des Kursrückgangs in Monaten	31,6	17,6	5,3	1,1	11,4	13,9	9,2
	Gewinnrückgang in % beim Kurstief*	-18,0%	-36,4%	-1,5%	-3,2%	-10,6%	-14,8%	?
	Anteiliger Gewinnrückgang beim Kurstief in %	100,0%	91,2%	59,3%	15,0%	75,3%	66,4%	?
Kurstief in Monaten vor/nach Gewinnintief**	10,0	-2,0	-1,0	-2,5	-1,5	1,1	?	
ES 50	Kursverlust in %*	-66,1%	-60,3%	-34,9%	-38,3%	-49,3%	-49,9%	-25,5%
	Gewinnrückgang in %	-26,7%	-37,3%	-26,3%	-28,3%	-27,5%	-29,7%	-0,4%
	Dauer des Gewinnrückgangs in Monaten	26,9	20,4	65,4	7,6	23,6	30,1	1,2
	Kurshoch in Monaten vor/nach Gewinnhoch	-10,9	-6,1	-4,5	0,0	-5,3	-5,4	-11,3
	Kurstief in Monaten vor/nach Gewinnhoch	26,6	14,4	2,9	0,9	8,6	11,2	?
	Dauer des Kursrückgangs in Monaten	37,5	20,5	7,3	1,0	13,9	16,6	10,8
	Gewinnrückgang in % beim Kurstief	-26,7%	-31,6%	-6,2%	-2,4%	-16,5%	-16,7%	?
	Anteiliger Gewinnrückgang beim Kurstief in %	100,0%	84,6%	23,4%	8,6%	54,0%	54,1%	?
Kurstief in Monaten vor/nach Gewinnintief	-0,2	-6,0	-62,6	-6,7	-6,4	-18,9	?	
DAX	Kursverlust in %*	-72,7%	-54,8%	-32,6%	-38,8%	-46,8%	-49,7%	-26,4%
	Gewinnrückgang in %	-38,0%	-39,4%	-11,2%	-23,9%	-30,9%	-28,1%	-1,2%
	Dauer des Gewinnrückgangs in Monaten	36,1	11,0	5,0	3,3	8,0	13,8	1,5
	Kurshoch in Monaten vor/nach Gewinnhoch	-3,5	-12,2	-3,3	0,0	-3,4	-4,8	-9,3
	Kurstief in Monaten vor/nach Gewinnhoch	34,0	8,2	1,2	0,9	4,7	11,1	?
	Dauer des Kursrückgangs in Monaten	37,4	20,4	4,5	1,0	12,5	15,8	9,1
	Gewinnrückgang in % beim Kurstief	-35,3%	-33,1%	-3,9%	-1,9%	-18,5%	-18,5%	?
	Anteiliger Gewinnrückgang beim Kurstief in %	93,0%	84,1%	34,9%	7,9%	59,5%	55,0%	?
Kurstief in Monaten vor/nach Gewinnintief	-2,1	-2,8	-3,8	-2,4	-2,6	-2,8	?	

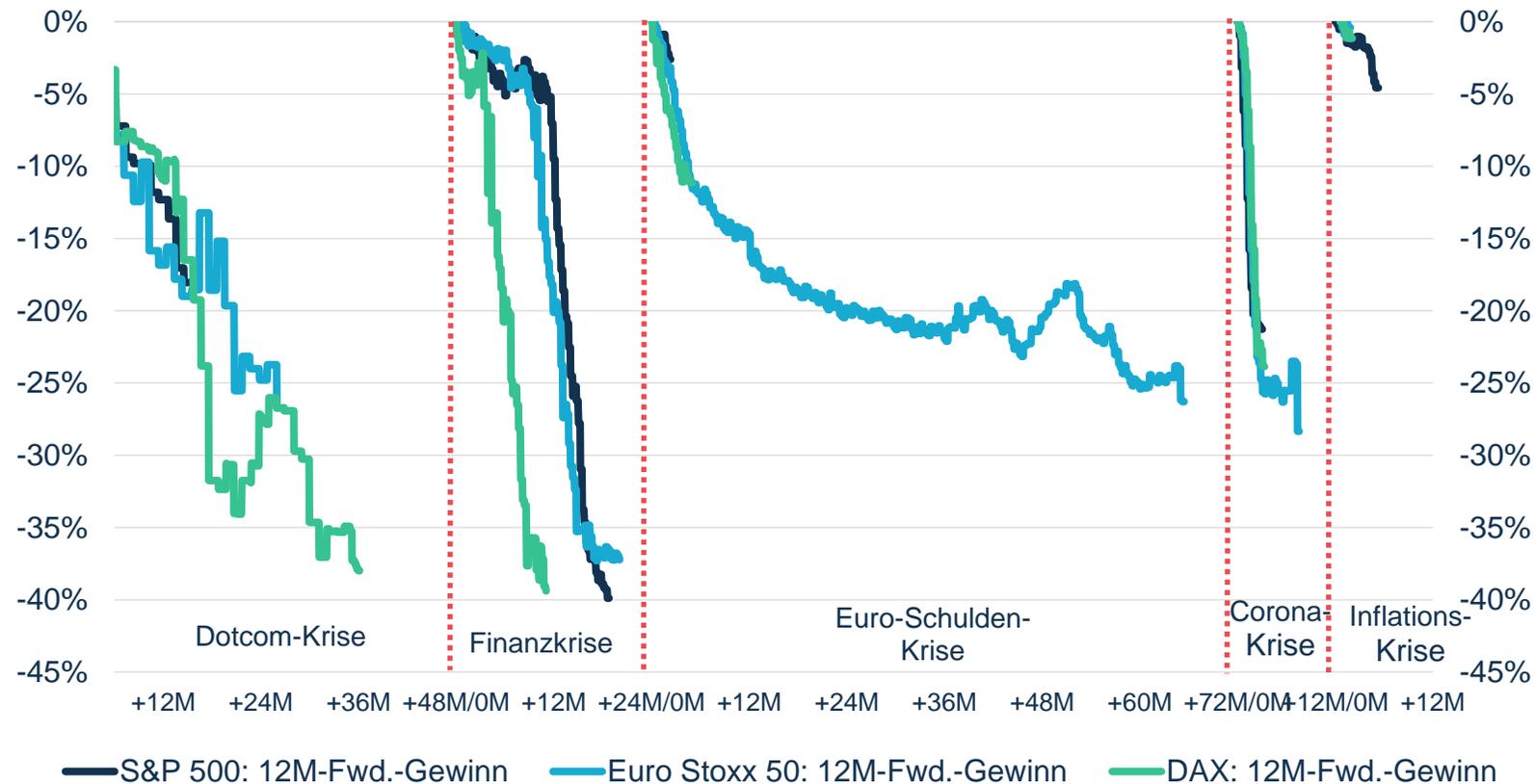
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Zum Zeitpunkt ihrer bisherigen Tiefs (per Ende September) waren die Aktienindizes „erst“ gut 25% gesunken. Dies ist deutlich weniger als im Median der vorausgegangenen Krisen (40-50%).
- Dass zuerst die Kurse abtauchen und die Gewinnschätzungen erst zeitverzögert starteten ist dabei typisch. Dieses Mal dauerte dieser Prozess jedoch ziemlich lang.
- In schweren Börsenkrisen dauerte es in aller Regel 12 Monate bis anderthalb Jahre, bis das Kurstief erreicht wurde.
- Dabei sanken die Gewinnschätzungen zu meist im Umfang von 20-30%. Das Kurstief wurde dabei typischerweise erst dann markiert, wenn der Löwenanteil jener Anpassungen bereits erfolgt war. Bis dato stehen die Kappungen jedoch erst ganz am Anfang.

# Gewinnabwärtsrevisionen stehen erst ganz am Anfang: Negativer News-Flow dürfte anhalten

## Gewinnabwärtsrevisionen (12M-Fwd.) während Börsenkrisen

in Prozent

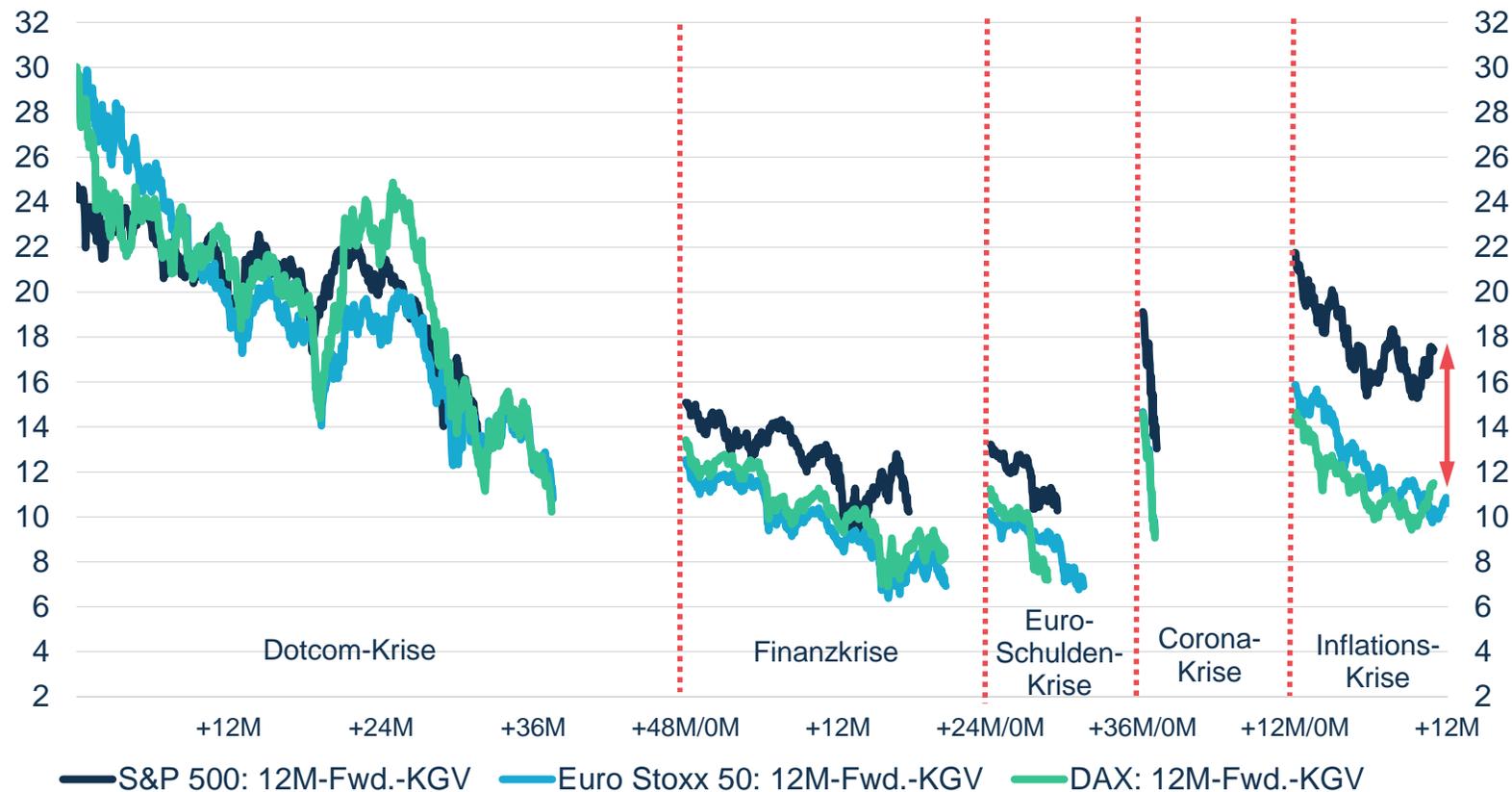


- Während der Euro-Schuldenkrise dauerte der Anpassungsprozess bei den Gewinn-schätzungen im Euro Stoxx 50 außergewöhnlich lange, weil insbesondere die Unternehmen aus den Mittelmeeranrainer-Staaten noch lange zu knabbern hatten.
- Wegen flächendeckender Lockdowns wurden die Gewinnprognosen während der Corona-Krise innerhalb von nur wenigen Wochen nach unten angepasst.
- Eine Blaupause gibt es nicht: Jede Krise ist anders! Der Blick auf die vorausgegangenen Krisen lässt bei alledem befürchten, dass den Anlegern in Bezug auf die Gewinn-schätzungen noch jede Menge Ungemach ins Haus steht.

# KGVs zeichnen „wirkliche“ Bewertungsniveaus wohl zu schön – US-KGV macht zudem Sorge

## KGV-Kontraktion (12M-Fwd.) während Börsenkrisen

Multiple

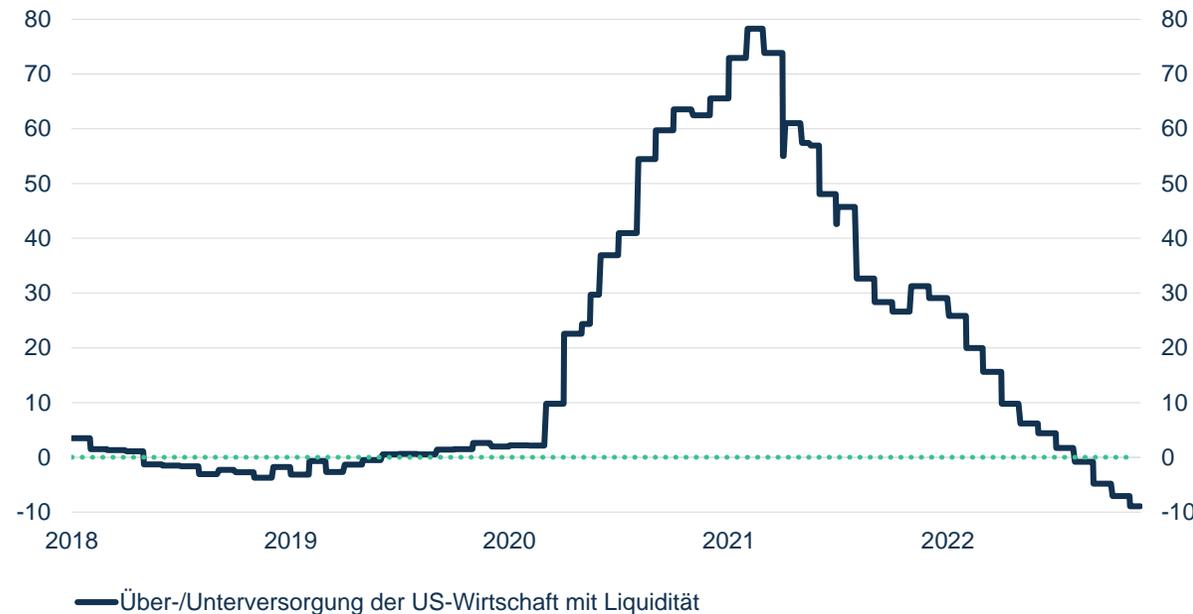


- Im Unterschied zu den Gewinnabwärtsrevisionen hat sich bei den KGVs viel getan.
- Die Entwicklung zeigt: Die bisherigen KGV-Tiefs liegen diesseits des Atlantiks zwar auf ähnlichen Niveaus wie gegen Ende der Dotcom- bzw. der Corona-Krise, aber gleichzeitig auch noch deutlich höher als während der Finanz- bzw. der Euro-Schulden-Krise.
- In „Wirklichkeit“ dürfte das Bewertungsniveau jedoch höher als abgebildet sein, weil die bereits deutlich gedrückten Kurse derzeit in Relation zu den wohl noch weit zu hohen Gewinnschätzungen gesetzt werden.
- Auffällig ist, dass das US-KGV aus der Reihe tanzt; es notiert noch klar oberhalb seines langjährigen KGV-Medians (15,2). Dabei erwarten wir, dass die USA nur knapp an einer Rezession vorbeischrammen.

# Anders als 2020: Liquiditätsausstattung & relative Attraktivität erklären erhöhtes US-KGV nicht mehr

## Überschussliquidität

Geldmengenwachstum M3 abzgl. BIP-Wachstum (jeweils YoY)

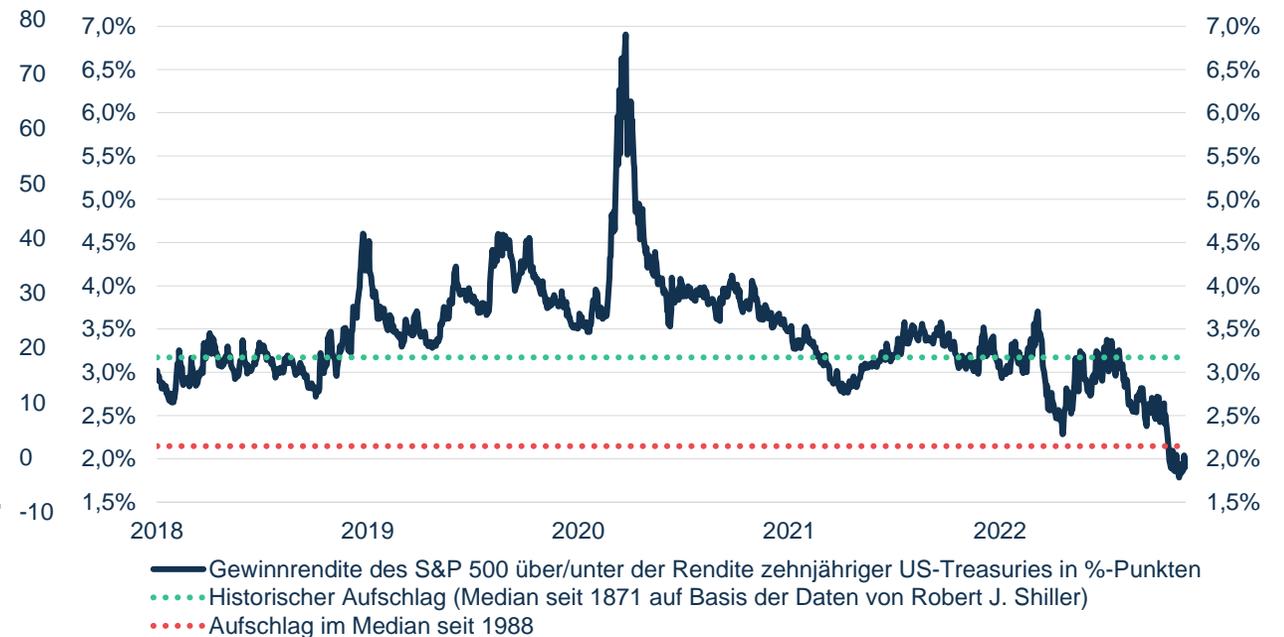


- Die Kombination aus ultra-lockerer Geldpolitik der US-Notenbank, umfangreichen Corona-Hilfsprogrammen und temporär negativem BIP-Wachstum ließ die US-Überschussliquidität 2020 explodieren.
- Inzwischen werden die USA jedoch mit Liquidität unterversorgt.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

## Relative Attraktivität des S&P 500

ggü. zehnjährige US-Treasuries in Prozentpunkten



- Weil die KGVs einbrachen (= hohe Gewinnrendite) und parallel hierzu auch die Bondrenditen in den Keller rauschten, explodierte 2020 die relative Attraktivität von US-Aktien geradezu.
- Inzwischen werden Aktienrisiken ex ante hingegen nur noch unterdurchschnittlich entlohnt.

# LBBW-Prognosen

(Änderungen seit dem KMK vom 08.11. markiert)

Konjunktur					
in %		2021	2022e	2023e	2024e
Deutschland	BIP	2,6	1,4	-1,5	0,5
	Inflation	3,1	8,3	8,7	3,6
Euroraum	BIP	5,2	2,9	-0,8	0,8
	Inflation	2,6	8,0	8,0	3,6
USA	BIP	5,7	1,5	0,5	1,2
	Inflation	4,7	8,0	4,0	2,3
China	BIP	8,1	3,4	4,0	3,5
	Inflation	0,9	2,8	2,3	2,5
Welt	BIP	5,8	3,1	2,1	2,7
	Inflation	3,7	5,6	3,8	2,9

Zinsen & Spreads					
in %		aktuell	31.12.22	30.06.23	31.12.23
EZB Einlagesatz		1,50	2,25	3,00	3,00
Bund 10 Jahre		2,02	2,20	2,30	1,85
Fed Funds		4,00	4,50	5,00	4,50
Treasury 10 Jahre		3,83	4,00	4,10	3,50
BBB Bundspread (in Bp.)		214	250	260	220

Aktienmarkt					
in Punkten		aktuell	31.12.22	30.06.23	31.12.23
DAX		14 432	13 750 +	13 000 +	15 500 +
Euro Stoxx 50		3 925	3 750 +	3 500 +	4 050 +
S&P 500		3 965	4 000	3 600	4 250
Nikkei 225		27 900	28 000	26 000	30 000

Rohstoffe und Währungen					
		aktuell	31.12.22	30.06.23	31.12.23
US-Dollar je Euro		1,04	1,00 +	0,93	0,97
Franken je Euro		0,99	0,97	0,98	0,98
Pfund je Euro		0,87	0,85	0,82	0,80
Gold (USD/Feinunze)		1754	1700	1650	1600
Öl (Brent - USD/Barrel)		90	95	90	85

Quelle: LBBW Research

+ Angehoben  
- Gesenkt

# Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

## Termine:

- Dienstag, 06.12.2022, 14h
- Dienstag, 10.01.2023, 14h
- Dienstag, 24.01.2023, 14h – KMK Update
- Dienstag, 07.02.2023, 14h

# Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz, in Liechtenstein, Hongkong, Korea, der Republik China (Taiwan), in Singapur und der Volksrepublik China.

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

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

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

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

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

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

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.