

Nach der Rezession geht's langsam weiter



Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und
Leiter Research

Das Jahr 2023, das Jahr eins nach der Zeiten- und Zinswende, beginnt in Deutschland und anderen Industrieländern in einer Rezession. Während die erwartete Beruhigung der Inflation nach dem dramatischen Anstieg 2022 zu einer Verschnaufpause bei den Zinsen führen sollte, ist die Zeitenwende – weitgehend unabhängig vom Kriegsverlauf in der Ukraine – erst dabei, ihre Wirkung zu entfalten.

Trotz einiger Hoffnungsschimmer, die auf ein schnelles Verflüchtigen des Inflationsdrucks hindeuten, dürfte sich während des Winters noch kein klarer Trend sinkender Inflationsraten etablieren. Daher werden die Entscheider in der Fed, der EZB und den meisten anderen G20-Zentralbanken trotz des teilweise deutlichen Nachfragerückgangs im Umfeld robuster Arbeitsmärkte bis ins Frühjahr hinein weitere Zinsschritte durchziehen – wenn auch mit reduziertem Tempo. Danach findet die Straffung der Geldpolitik „nur“ noch durch Abbau der während der Corona-Pandemie massiv ausgeweiteten Bilanzen statt. Dank abnehmender Inflationserwartungen und der (zumindest im Fall der Fed) berechtigten Hoffnungen auf Zinssenkungen im Jahr 2023 dürften die Staatsanleiherenditen im Jahresverlauf etwas sinken. Aufgrund der weniger entspannten Liquiditätssituation, die nicht zuletzt durch eine Kehrtwende japanischer Anlageströme zum Problem werden könnte, wird die Volatilität am Rentenmarkt hoch bleiben, was auch auf andere Asset-Klassen ausstrahlen sollte. Zudem werden die Auswirkungen des höheren Zinsniveaus auf dem Immobilienmarkt erst nach und nach sichtbar werden.

Die mit der Zeitenwende verbundene Neuordnung der Geopolitik dürfte sich 2023 vor allem in dem sich zuspitzenden Wettbewerb zwischen den USA und China zeigen. Dabei wird sich Europa entscheiden müssen, ob es nur als Verbündeter der USA reagiert oder mit seiner vorhandenen Wirtschaftsmacht gegenüber China und den USA eigenständiger agiert. Zudem muss Europa große Anstrengungen unternehmen, um sich nachhaltig von der Abhängigkeit russischer Energie zu emanzipieren. Trotz einer Reihe von Chancen, die sich z.B. aus dem zügigen Ausbau von erneuerbaren Energien ergibt, bedeutet das wegen der Zeitenwende unsichere geopolitische Umfeld wenig Gutes für die Konjunkturentwicklung.

Im Namen des gesamten Teams wünsche ich Ihnen eine besinnliche Adventszeit, frohe Weihnachten und alles Gute für 2023.

Jürgen Michels

Kurz & klar

- 2023 wird in Deutschland und anderen Industrieländern mit einer Rezession starten.
- Die sich entfaltende Zeitenwende wird die globale Konjunkturerholung behindern.
- Mit Überschreiten des Inflationsgipfels wird im Frühjahr der Leitzinsgipfel erreicht.
- Bei abnehmender Zentralbankliquidität bleibt die Kapitalmarktvolatilität hoch.
- Unternehmensanleihen werden wieder attraktiver, Aktien haben Aufholpotenzial und Immobilien sind mitten in der Korrekturphase.

Globales Umfeld: Inflationsbekämpfung hat ihren Preis

- ▶ 2023: Niedriges BIP-Wachstum und hohe Inflation

Der Verlust von Kaufkraft und die substanzielle Verschlechterung der Finanzierungskonditionen belasten die Nachfrage weltweit und führen in vielen Ländern zu Rezessionen zu Beginn des Jahres 2023. Im Verlauf des Jahres dürfte sich das globale BIP, auch dank der leichten Aufweichung der Null-Covid-Politik in China, wieder beleben. Ein Rückgang der weltweiten Wirtschaftsleistung sollte daher ausbleiben. Aufgrund der anhaltenden geopolitischen Risiken (inklusive Ukraine-Krieg) bleibt die konjunkturelle Entwicklung jedoch fragil. Zudem könnten vom sich eintrübenden Liquiditätsumfeld Risiken für die Finanzmarktstabilität ausgehen.

Als Reaktion auf die substanziellen Zinserhöhungen von Fed, EZB und Co sowie der begonnenen Rückführung der quantitativen Stützungsmaßnahmen dürfte spätestens zu Beginn 2023 in den meisten Ländern der Inflationsgipfel überschritten werden. Da jedoch nicht mit einem schnellen Erreichen der Inflationsziele der Zentralbanken zu rechnen ist, werden sich diese mit einer Korrektur der Zinssätze Zeit lassen.

Rohstoffmärkte: Preiserholungen nach Rückschlag Anfang 2023

- ▶ Weiter großer OPEC-Einfluss auf den Ölpreis

Wir erwarten, dass der Ölpreis 2023 nach Einsetzen einer US-Rezession auf 85 USD je Fass Brent zurückfällt. Dabei nehmen wir an, dass die OPEC besonders im Falle eines stärkeren Rückschlags durch Förderkürzungen intervenieren würde, um den Preis zu stabilisieren – wie es ihr zu Zeiten knapper Reservekapazitäten öfter gelungen ist. Zudem dürfte die Unsicherheit über die Auswirkungen der weiter verschärften Sanktionen gegen russische Energieexporte den Ölpreis stützen. Auf Sicht von 6 und 12 Monaten sollte die Ölnachfrage wieder zunehmen und den Preis auf 90 bzw. 95 USD steigen lassen. Hierzu dürften zunächst vor allem die schrittweise gelockerte Null-Covid-Politik in China und später eine Konjunkturerholung in den USA und Europa beitragen.

- ▶ Goldpreis charttechnisch gestärkt, Prognosen etwas angehoben

Mit dem Halten der Marke von 1600 USD je Feinunze wurde der Goldpreis charttechnisch gestärkt und konnte mit Hilfe rückläufiger Fed-Zinserhöhungserwartungen aus dem seit März anhaltenden Abwärtstrend ausbrechen. Daher heben wir unsere Prognosen über den gesamten Prognosehorizont um ca. 50 USD an. Mit ca. 1750 USD liegt der Goldpreis aber erheblich über dem Niveau, welches angesichts der realen Zinsen von (inflationsgeschützten) US-Anleihen als angemessen erscheint. Daher rechnen wir auf Sicht von drei Monaten mit einem Preisrückgang auf 1700 USD, getrieben auch von einem begrenzten Wiederanstieg der Renditen 10-jähriger US-Anleihen.

USA: Geballte Gegenwinde

- ▶ Zinsgipfel bei 5% im ersten Quartal

Mit der forschen Zinspolitik im abgelaufenen Jahr hat sich die Fed in ein für lange Zeit unangetastetes Terrain begeben. Zwar hat die Teuerung einen Abwärtstrend eingeschlagen, das Inflationsziel bleibt dennoch weit entfernt. Die US-Notenbank dürfte daher den Zinsanhebungszyklus erst nach Erreichen der 5%-Marke zum Jahresanfang 2023 beenden.

- ▶ Trübe Konjunkturaussichten für 2023

Während der Zinsanstieg die Investitionstätigkeit insbesondere im Immobiliensektor stark unter Druck setzt und die Teuerungswelle den Privatkonsum belastet, ist angesichts des Patts im Kongress nach den Midterm-Wahlen kein positiver Fiskalimpuls zu erwarten. Wir halten an unserer Prognose einer (milden) Rezession im ersten Halbjahr 2023 fest und rechnen mit einem realen Nullwachstum für das Gesamtjahr. In diesem Umfeld dürfte sich auch der stark überhitzte Arbeitsmarkt abkühlen und zur Normalisierung der Preisdynamik beitragen. Damit wird das Vollbeschäftigungsmandat der Fed wieder mehr Gewicht bekommen. Wir rechnen mit behutsamen Zinslockerungen ab Jahresende 2023 und einer moderaten Erholung des realen BIP um 2,2% in 2024.

Euro-Raum: Zeit der Feinjustierung für die EZB

- ▶ Ende des Zinszyklus im ersten Quartal

Während 2022 als Jahr der großen Kehrtwende in die Geschichte der EZB eingehen wird, dürfte 2023 nicht minder herausfordernd für die Währungshüter werden. Es gilt, die Balance zu halten zwischen dem forcierten Kampf gegen die Inflation und der sich abzeichnenden Rezession im Euro-Raum. Wir erwarten 2023 einen Rückgang des realen BIP um 0,9%. Insbesondere Dienstleistungs- und Tourismussektor dürften unter der Energiekrise, höheren Zinsen und den schwindenden Ersparnissen leiden. Erst gegen Ende 2023 dürften anziehende Löhne sowie stabilisierende Preise und Zinsen den Konsumenten wieder etwas finanziellen Spielraum gewähren. Die Teuerung (HVPI) dürfte im Jahresschnitt mit 8,1% nur knapp unter dem diesjährigen Niveau (8,7%) liegen. Wir rechnen in der Folge mit einem Ende der Zinsanhebungen im März, bei einem Einlagesatz von 3,0%. Nach der Reduktion der ausstehenden TLTROs dürfte sich die EZB dann der Umsetzung des Abschmelzens der Anleihebestände widmen. Wir rechnen mit einem Ende der APP-Reinvestitionen im Juni.

Deutschland: Industrie wird zum Lichtblick in der Rezession

- ▶ Wirtschaftsschwäche setzt sich ein weiteres Jahr fort

In Deutschland dürfte die Rezession, die sich für das Winterhalbjahr 22/23 ankündigt, noch tiefer ausfallen als im Euro-Raum insgesamt. Wir erwarten angesichts des Energiepreisschocks einen Rückgang des realen Bruttoinlandsproduktes um 1,9%. Unter den großen Ländern im Euro-Raum bedeutet das erneut die rote Laterne. Einzig die Industrie wirkt angesichts immenser Auftragsbestände, die dank schwindender Lieferprobleme abgearbeitet werden können, stabilisierend. Bau und konsumnahe Sektoren sind hingegen stark betroffen. Die Inflation dürfte 2023 mit 8,6% überdurchschnittlich hoch ausfallen, ist aber mit einer starken Prognoseunsicherheit behaftet. Das hängt vor allem mit der Energiepreislage zusammen, die den für Januar zu erwartenden massiven Anstieg der Strom- und Gaspreise spätestens im März wieder eindämmen wird. Was bleibt, ist eine massive Vertrauenskrise bei den Konsumenten. Die staatlichen Hilfsprogramme dürften zwar im Jahresverlauf 2023 weiteren Schaden abwenden können, eine Erholung ist aber erst Ende 2023 zu erwarten.

Devisenmärkte: Hohe Dollar-Bewertung gerät unter Druck

- ▶ Parität wird zum Widerstand für den Dollar

Mit dem Einsetzen einer US-Rezession Anfang 2023 dürfte die Nachfrage nach dem sicheren Hafen Dollar vorübergehend wieder zunehmen. Zudem erachten wir den Rückgang der Markterwartungen an Fed-Zinserhöhungen nach den Oktober-Inflationszahlen als leicht übertrieben, sodass die zwei von uns erwarteten Fed-Zinsschritte (zu je 50 Bp.) bis Februar den Dollar stärken sollten. Allerdings dürfte sich die Parität zum Euro nach dem jüngst erfolgten Durchbruch dieser Marke in Zukunft als starker Widerstand (und nicht mehr als Unterstützung) für den Dollar erweisen. Daher ändern wir unsere Prognosen über den gesamten Horizont um 2-3 Cent zugunsten des Euros, d.h. wir rechnen mit einem Niveau von 1,02 EUR-USD in drei Monaten, ausgehend von einer Abwertung auf 1,08 EUR-USD in einem Jahr. Dabei gehen wir weiterhin davon aus, dass die EZB bis Ende März den Einlagesatz stärker als vom Markt erwartet auf 3,0% anhebt und mit dem Auslaufen der Rezessionen in den USA und Europa die Risikoaversion am Markt abnimmt, was sich zur Jahresmitte zulasten des Dollar auswirken sollte. Unter diesen Umständen dürfte die immer noch hohe Bewertung des Dollar ggü. dem Euro (gemessen an der Kaufkraftparität von rund 1,40 EUR-USD laut OECD) zunehmend unter Druck geraten.

Rentemärkte: Es wird besser, aber es bleibt schwierig

- ▶ Renditeprognose für Ende 2023:
10J. Bunds: 2,1%;
10J. Treasuries: 3,7%

Die sich bis Anfang 2023 fortsetzenden Zinsanhebungen der Fed und der EZB mit anschließender Zinspause dürften die Renditen am Treasury- und am Bund-Markt im kommenden Jahr auf erhöhtem Niveau halten. Hierzu trägt auch die anhaltende Straffung der Liquiditätspolitik durch das fortgesetzte Quantitative Tightening der Fed und den Einstieg der EZB in den Bilanzabbau bei. Vor allem das lange Ende der Zinskurven wird allerdings von der Rezession und im weiteren Zeitablauf von der rückläufigen Inflationsdynamik gedämpft. Sofern die Leitzinserwartungen nicht noch substantiell weiter angehoben werden müssen, sollte sich der Renditeanstieg 2023 nicht fortsetzen. Vielmehr erwarten wir im Jahresverlauf von den im vierten Quartal 2022 erreichten Höchstständen moderat rückläufige 10-jährige Renditen, jedoch unter beträchtlichen Schwankungen.

- ▶ Umfeld für Covered Bonds bleibt schwierig

Zwar haben Covered Bond-Spreads im November einen neuen Höchststand erreicht (+12 Bp YtD), aber auch 2023 rechnen wir nicht mit einem positiven Spread-Umfeld. Zum einen erwarten wir weiterhin ein sehr hohes Netto-Neuangebot – wir rechnen für 2023 mit einem Neuemissionsvolumen von ca. 180 Mrd. Euro (-9,5% ggü. Vj.) und einem positiven Netto-Neuangebot von ca. 58 Mrd. Euro (-8,5%). Zum anderen dürfte die Nachfrage weniger stabil sein, da die EZB mit dem erwarteten Ende der Reinvestitionen die Nettokäufe reduzieren dürfte. Zudem könnten 2023 Diskussionen über einen aktiven Abbau der EZB-Bestände aufkommen, was zusätzlichen Druck ausüben dürfte.

- ▶ Corporates: Total Return 2023 besser als 2022, aber weiterhin unterdurchschnittlich

Nach einem desaströsen Jahr 2022 für Corporate-Bond-Investoren (IG Total Return YtD -16%) wird 2023 bei größtenteils seitwärts handelnden Staatsanleihen und leichten Spread-Ausweitungen (Jahresende 2023 iBoxx Non-Fin: 100 Bp) nur einen leicht negativen Gesamtertrag erwirtschaften. Für HY-Spreads sehen wir die Spread-Entwicklung vor dem Hintergrund steigender Ausfallraten und der Rezession pessimistischer. Das Neuemissionsvolumen dürfte 2023 wieder zulegen, mit 330 Mrd. Euro brutto allerdings eher gering ausfallen.

- ▶ Banken: Underperformance endet

Wenngleich Senior Spreads von Banken in der ersten Jahreshälfte 2023 auf erhöhtem Niveau verharren sollten, sehen wir eine Verringerung des aufgebauten Abstands zu Non-Financial Seniors. Dabei sollte der Druck von der Neuemissionsseite beherrschbar sein, haben Banken doch gute Fortschritte bei ihren MREL-Zielen gemacht und ist die Liquiditätsbeschaffung klar auf Covered Bonds fokussiert. Zudem sind die angebotenen Renditen für verlorengegangene Investoren wieder interessant, was die Neuemissionsprämien stabilisieren sollte. Fundamental sind Banken für den makroökonomischen Gegenwind gerüstet.

Aktienmärkte: Begünstigt durch Bewertung, hohe Skepsis, abnehmende Risiken

- ▶ Mehrere der belastenden Risiken haben ihren Gipfel überschritten

Der wiederholte Sell-off um den letzten Quartalswechsel war durch die erzeugte Skepsis und Unterpositionierung marktberuhigend. Mit den jüngsten Verbesserungen in der Risikolandschaft konnte sich die global unbeliebteste und langfristig unterbewertetste Region Europa deutlich erholen. Dies ist auch ein Signal in Richtung eines umfassenderen Regimewechsels von US-Aktien hin zu EM- und europäischen Aktien.

Der Inflationsgipfel in den USA dürfte überschritten sein und hat zum Erliegen des Rendite-schubs und der US-Dollar-Stärke beigetragen. In Europa tragen ein milder Start der kalten Jahreszeit und Maßnahmen zur Dämpfung der Gas- und Strompreise sowie Entlastungen für Konsumenten und Unternehmen zur Unterstützung von Aktien bei. Der chinesische Staatspräsident macht nach der Festigung seiner Macht drei überraschende Adjustierungen, die die mittelfristigen globalen Gewinnaussichten aufhellen. So leitet er Stabilisierungsmaßnahmen für den Immobiliensektor ein, vollzieht erste Schritte für ein Ende der Null-Covid-Politik und bemüht sich darum, eine Eskalation mit den USA zu verhindern.

Asset-Allokation: Unternehmensanleihen werden attraktiver

	Allokationsempfehlung 6-12 M. ^{*)}					Total Return ^{*)} (%)		
	--	-	neutral	+	++	YTD	-3M	-12M
Aktien						-8,1	-6,4	-8,5
USA				←		-6,6	-8,0	-5,6
Euro-Raum				→		-6,1	5,1	-7,3
Japan				←		-10,7	-7,6	-14,9
Emerging Markets				→		-13,6	-8,4	-16,3
Renten						-9,6	-5,0	-10,4
Staatsanleihen								
USA				←		-3,8	-6,2	-4,2
Euro-Raum Core/Semi-Core				←		-15,7	-4,9	-17,1
Euro-Raum Non-Core						-13,9	-2,8	-15,4
Covered Bonds						-11,5	-3,3	-12,2
Unternehmensanleihen								
Investment Grade				→		-13,0	-3,2	-13,6
High Yield						-11,8	-1,8	-11,9
Rohstoffe						11,9	-5,5	10,8
Öl						27,2	-10,1	21,8
Gold				←		5,6	-2,5	4,1
Industrie-Metalle						0,6	-3,2	4,4
Cash						0,1	0,3	0,0

*) Allokationsempfehlungen und Total>Returns auf Euro-Basis Stand: 21.11.2022

Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

BayernLB-Prognosen für das Jahresende 2023

	22.11. 2022	JE 2023
Aktien		
DAX	14.422	15.500
EUROSTOXX 50	3.930	4.100
S&P 500	4.004	4.200
Renten		
10J. Bunds ¹	1,98	2,10
10J. Treasuries ¹	3,76	3,70
iBoxx € Non-Fin.	87	100
Devisen		
EUR/USD	1,03	1,08
Rohstoffe		
Öl (Brent in USD)	89	95
Gold (in USD)	1.744	1.775

¹ in Prozent p.a.

Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Bei unserer auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten ausgerichteten Asset-Allokation halten wir an der Positionierung der Asset-Klassen fest. Innerhalb der Asset-Klassen nehmen wir aber einige Änderungen vor. Trotz der wirtschaftlichen Eintrübung und der jüngsten Kurs-erholung erlauben die Bewertung, die hohe Skepsis und der weiterhin bestehende inflati-onsadjustierte Mangel an Anlagealternativen eine solide Positionierung in Aktien. Im lau-fenden Quartal signalisiert sich ein umfassender Regimewechsel von US- hin zu EM- und europäischen Aktien, die günstiger bewertet sind. Dieser Momentum-Wechsel wird u.a. von wirtschaftlich aufhellenden Impulsen in China und dem fortgeführten Regimewechsel von „Growth“ auf „Value“ unterstützt. Hinzu kommt, dass Anlegern im Euro-Raum bei US-Aktien Währungsverluste durch die erwartete Dollar-Abwertung drohen. Wir stufen daher US-Aktien auf „Neutral“ herab und Euro-Raum-Aktien auf „Übergewichten“ hoch. Gleichzei-tig stellen wir japanische Aktien im Vorfeld des Führungswechsels bei der BoJ im April, nachdem eine weniger akkommodierende Geldpolitik wahrscheinlich ist, auf „Neutral“.

Bei Renten stufen wir Staatsanleihen USA und Euro-Raum Core auf „Neutral“ herab. Zwar gehen wir weiter von leicht rückläufigen 10-jährigen Renditen gegenüber den im laufenden Quartal erzielten Höchstwerten aus. Nach den zuletzt schon erfolgten Renditekorrekturen ist das Performancepotenzial aber begrenzt. Unternehmensanleihen im Investment Grade-Segment stufen wir dagegen auf „Neutral“ hoch. Zwar sind zwischenzeitlich weitere Spread-Ausweitungen einzukalkulieren, das schon deutlich höhere Spread- und Rendite-Niveau hat die Attraktivität von IG-Corporate Bonds aber merklich erhöht. Insgesamt soll-ten Anleihen 2023 wieder deutlich günstiger abschneiden als im „annus horribilis“ 2022.

Im Rohstoffbereich stufen wir Gold von „Neutral“ wieder auf „Untergewichten“ zurück. In den letzten Wochen konnte Gold, unterstützt von einer leichten Korrektur der US-Realzin-sen, Boden gutmachen. Das auf Sicht von zwölf Monaten noch vorhandene (geringe) Kurs-potenzial droht aber von Dollar-Währungsverlusten überkompensiert zu werden.

Prognosen Gesamtwirtschaft

In Prozent

	Welt-BIP Anteil	BIP-Wachstum zum Vorjahr			Inflation zum Vorjahr			Öffentl. Haushaltssaldo gemessen am BIP			Öffentl. Schuldenstand gemessen am BIP			Leistungsbilanzsaldo gemessen am BIP		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
USA	24,6	1,8 (1,7)	0,0	2,2	8,2	5,1	3,2	-5,0 (-4,0)	-4,2 (-4,5)	-4,5	122	120	121	-3,2	-2,8	-3,0
Euro-Raum	15,5	2,9	-0,9	1,6	8,7 (8,4)	8,1	3,6	-3,8 (-4,9)	-4,1 (-3,9)	-3,7	90	87	86	1,5	1,9	2,4
Deutschland	4,6	1,5	-1,9	2,0	8,2 (7,9)	8,6	3,3	-2,9 (-4,0)	-3,1 (-3,6)	-3,0	65	62	61	2,8	3,7	5,0
Frankreich	3,2	2,3	-0,7	1,7	6,4	7,5 (7,3)	3,7	-4,9 (-5,5)	-5,0 (-4,0)	-4,5	109	107	106	-2,5	-1,3	-0,8
Italien	2,2	3,7 (3,5)	-0,8	0,9	8,5 (7,4)	7,7 (6,3)	3,6	-5,1 (-5,9)	-4,5	-4,0	141	138	137	0,8	-0,2	0,5
Spanien	1,5	4,6	0,3	2,4	8,6 (9,1)	7,3 (8,3)	3,4	-4,6 (-5,5)	-4,3	-4,0	109	106	104	0,9	0,8	1,2
Niederlande	1,1	4,3 (4,6)	-0,2	1,9	12,6	13,2	4,7	-1,1 (-3,5)	-4,0 (-3,0)	-3,1	45	42	41	5,7	5,3	6,9
Japan	5,3	1,6	1,3	1,1	2,3	1,6	1,3	-7,8	-3,6	-2,5	264	261	260	0,5	0,0	0,6
Großbritannien	3,4	4,2 (3,0)	-2,0	1,0	9,0 (10,0)	8,5 (9,5)	4,0	-6,5 (-5,5)	-4,5 (-4,2)	-3,8	100	99	100	-5,5	-5,8	-5,0
Kanada	2,1	3,2 (3,4)	0,5 (0,6)	2,0	7,0	4,0	3,0	-2,7 (-2,3)	-1,2 (-1,5)	-0,6	102	99	96	0,5	-0,2	-0,4
Südkorea	1,9	2,4	1,8	2,5	5,2	3,2	1,5	-1,8	0,0	0,2	54	55	55	4,0	3,1	3,0
Schweiz	0,9	2,0	-0,5	1,6	3,0	2,7 (2,9)	2,3	-0,3 (-0,1)	0,2 (0,3)	0,7	26	25	24	6,2	6,4	7,4
Übrige Fortgeschr. Länder	3,6	2,7 (2,6)	1,2 (1,6)	2,4	7,3	6,1	2,5	-3,5	-3,0	-2,3	55	51	48	3,9	1,8	1,5
Fortgeschrittene Länder	57,3	2,4 (2,2)	-0,1	1,9	7,6 (7,5)	5,7 (5,8)	3,1	-4,7 (-4,5)	-3,7 (-3,8)	-3,5	116	114	114	-0,8	-0,7	-0,6
China	18,9	3,2	4,4	4,5	2,0 (2,2)	2,0 (2,3)	2,2	-8,8	-7,2	-7,5	77	84	90	2,4	1,6	1,2
Asien (ohne CN / JP / KO)	8,4	5,3 (5,2)	4,4 (4,5)	5,0	5,7 (5,8)	5,1 (5,3)	4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Indien	3,4	6,9 (6,6)	5,5	6,0	7,0 (7,1)	5,5 (5,6)	5,0	-10,0	-9,0	-8,5	84	84	84	-3,6	-2,5	-2,5
Indonesien	1,3	5,2	4,5 (5,0)	5,0	4,4	4,3 (4,6)	3,5	-4,0	-3,0	-3,0	41	41	41	0,8	0,0	-1,5
Lateinamerika	4,7	3,1 (2,8)	0,9 (1,1)	1,9	9,7	6,1 (6,4)	5,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brasilien	1,7	2,8 (2,2)	1,0	1,8	9,4	4,8 (5,0)	4,0	-5,8	-7,5	-6,8	88	89	91	-1,5	-1,6	-1,7
Mexiko	1,4	2,0	0,9	2,0	7,8	5,5 (6,0)	4,0	-3,7 (-2,3)	-4,0 (-2,5)	-2,6	57	59	59	-1,2	-1,2	-1,1
Russland	1,9	-6,0 (-8,5)	-3,5 (-2,0)	2,5	14,0	7,0	4,5	-2,5	-2,0	-1,5	16	17	17	8,0	3,0	3,5
Mittel- und Osteuropa	3,2	1,4 (1,0)	2,2 (2,3)	4,0	30,1	22,6	9,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Türkei	0,9	6,0 (5,0)	2,0 (1,7)	2,0	75,0	45,0	20,0	-4,3 (-4,5)	-5,5	-6,0	38	38	40	-6,0	-5,5	-5,5
Polen	0,7	5,4	0,8	3,4	13,2	12,8	5,5	-4,8 (-4,0)	-5,5 (-3,9)	-5,2	51	53	54	-3,5	-2,8	-1,6
Naher u. Mittlerer Osten	4,3	4,8 (4,9)	3,0	3,7	13,8	11,0 (13,0)	8,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Subsahara-Afrika	1,3	3,0	2,6	2,9	14,4	12,0	9,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Südafrika	0,4	2,0	1,2	1,4	6,7	5,0	4,7	-5,0	-5,5	-6,1	68	71	74	1,3	-1,0	-1,4
Schwedenländer	42,7	3,2 (3,0)	3,3 (3,4)	4,1	7,8 (7,9)	6,0 (6,4)	4,4	-6,1 (-5,7)	-5,4	-5,4	65	68	70	1,3	1,0	0,6
Weit	100,0	2,7 (2,5)	1,4	2,8	7,7	5,8 (6,1)	3,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Quellen: Refinitiv, BayernLB Research "-" nicht verfügbar alte Prognosen in Klammern

Prognosen Zins- und Rentenmärkte

Zinsen und Renditen in Prozent, Spreads in Basispunkten, Monatsendstände

		Stand am 22.11.2022	in 3 Monaten Feb 2023	in 6 Monaten Mai 2023	in 12 Monaten Nov 2023
Leitzinsen					
Euro-Raum*		1,50	2,75	3,00	3,00
USA		3,75 - 4,00	4,75 - 5,00	4,75 - 5,00	4,75 - 5,00
Japan*		-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Großbritannien		3,00	4,00	4,50	4,50
Schweiz*		0,50	1,00	1,25	1,50
Zins-/Renditekurven					
Deutschland / Euro-Raum	3MEURIBOR	1,86	2,90	3,05	3,05
	2 Jahre	2,10	2,35	2,30	2,10
	5 Jahre	1,97	2,25	2,20	2,10
	10 Jahre	1,98	2,25	2,20	2,10
	30 Jahre	1,90	2,20	2,20	2,15
EUR Swap-Satz	10 Jahre	2,70	2,95	2,90	2,80
	USA				
USA	3M SOFR OIS	4,38	5,00	4,95	4,90
	2 Jahre	4,59	4,50	4,30	3,90
	5 Jahre	3,98	4,10	4,00	3,80
	10 Jahre	3,76	3,90	3,80	3,70
	30 Jahre	3,86	4,00	3,90	3,80
Japan	3M JPY OIS	-0,06	-0,05	-0,05	-0,05
	10 Jahre	0,25	0,25	0,25	0,25
Großbritannien	3M SONIA OIS	3,47	4,30	4,55	4,50
	10 Jahre	3,13	3,50	3,50	3,40
Staatsanleihe-Spreads					
Deutsche Bundesanleihen	10 Jahre - 2 Jahre	-12	-10	-10	0
US-Treasuries	10 Jahre - 2 Jahre	-83	-60	-50	-20
Treasuries vs. Bunds	2 Jahre	248	215	200	180
	10 Jahre	178	165	160	160
Corporate Credit Spreads					
iBoxx € Non-Financials	Ø 6,0 Jahre	87	110	110	100
iBoxx EUR Banks Sen. Preferred	Ø 3,5 Jahre	90	100	95	80
iBoxx EUR Banks Sen. Bail-in	Ø 4,5 Jahre	134	145	135	120
iTraxx Europe	5 Jahre	94	100	70	70
Covered Bonds					
iBoxx € Covered (Spread)	Ø 5,3 Jahre	15	18	20	18
Deutsche Pfandbriefe (Rendite)	2 Jahre	2,87	3,19	3,10	2,85
	5 Jahre	2,83	3,19	3,10	2,82
	10 Jahre	2,89	3,17	3,08	2,96

Quellen: Bloomberg, Refinitiv, BayernLB Research

* Einlagesatz

Prognosen Aktien, Devisen und Rohstoffe

	Stand am 22.11.2022	in 3 Monaten Feb 2023	in 6 Monaten Mai 2023	in 12 Monaten Nov 2023	
Aktienindizes¹⁾					
DAX	14.422	15.000	15.700	15.500	
EURO STOXX 50	3.930	4.070	4.150	4.100	
S&P 500	4.004	4.150	4.250	4.200	
Nikkei 225	28.116	29.200	29.500	29.500	
Devisen					
Dollar	USD pro EUR	1,03	1,02	1,05	1,08
Japanischer Yen	JPY pro EUR	145	143	145	146
	JPY pro USD	141	140	138	135
Britisches Pfund	GBP pro EUR	0,87	0,89	0,89	0,88
	USD pro GBP	1,19	1,15	1,18	1,23
Schweizer Franken	CHF pro EUR	0,98	0,98	0,98	1,00
	CHF pro USD	0,95	0,96	0,93	0,93
Rohstoffe					
Rohöl-Brent (Dollar je Fass)	89	85	90	95	
Gold (Dollar je Feinunze)	1.744	1.700	1.725	1.775	

Quellen: Bloomberg, Refinitiv, BayernLB Research 1) Monatsendstände

Ausblick 2023: Nach der Rezession geht's langsam weiter

- ▶ Nach einem sehr schwachen Start wird sich die Weltwirtschaft langsam erholen

Das Jahr 2023 wird in großen Teilen der Welt mit einer Rezession beginnen, einen Rückgang der globalen Wirtschaftsleistung wird es aber wohl nicht geben. Vor allem in den Industrieländern hat der sprunghafte Anstieg der Inflation die Kaufkraft geschmälert. Zusätzlich hat die straffere Geldpolitik die Finanzierungsbedingungen verschärft. Auch wenn die Inflationsentwicklung weiter sehr unsicher bleibt und die Zielmarken nicht in Sichtweite sind, spricht vieles dafür, dass die Inflationsraten in den USA und Europa im Verlauf des Jahres 2023 sinken. Die Zentralbanken dürften daher ab dem Frühjahr von weiteren Zinserhöhungen absehen. In der Folge erwarten wir eine Konjunkturerholung ab Mitte des Jahres, die anhaltend hohe geopolitische Unsicherheit dürfte sich aber dämpfend auswirken.

Gegenläufige globale Trends

- ▶ Rest der Welt wird weniger von steigender Nachfrage in China profitieren

Während vor allem in den westlichen Industrieländern der Verlust von Kaufkraft und die verschärften Finanzierungsbedingungen zu einem Nachfragerückgang führen, dürfte die erwartete leichte Lockerung der Null-Covid-Politik in China zu einer Konjunkturbelebung Anfang 2023 beitragen. Mit den Öffnungen in China werden die Lieferkettenprobleme weiter abnehmen und das Abarbeiten der in vielen Sektoren noch hohen Auftragsbestände wird ermöglicht. Der Aufschwung in China wird aufgrund der stärker nationalistischen Ausrichtung jedoch einen geringeren Beitrag zur Stimulierung der Weltwirtschaft haben, als dies 2021 nach der ersten Pandemiewelle der Fall war. Trotz der erwarteten Stabilisierung am chinesischen Immobilienmarkt dürfte die Bautätigkeit und damit die Nachfrage nach Rohstoffen eingeschränkt bleiben. Somit sollte der Aufwärtsdruck bei den Rohstoffpreisen in der ersten Jahreshälfte moderat bleiben. Mit der erwarteten globalen Konjunkturbelebung im Verlauf 2023 rechnen wir jedoch mit einem Anziehen der Rohstoffpreise. Dies steht einem stärkeren Rückgang der Verbraucherpreisdynamik entgegen.

Europa stärker betroffen als die USA

- ▶ USA weniger von steigenden Energiepreisen getroffen

Aufgrund der Abhängigkeit von russischen Energieträgern sind Europa und insbesondere Deutschland stärker vom Anstieg der Energiepreise betroffen als die USA, die als Netto-Expporteur von Öl und Gas sogar von den höheren Preisen profitieren. Dennoch leiden auch die US-Konsumenten unter den Preissteigerungen und die Unternehmen tun sich zunehmend schwer damit, weiter steigende Inputpreise überzuwälzen. Hinzu kommt die bremsende Wirkung der in den USA früher eingeleiteten Straffung der Geldpolitik. Da nach den Midterm-Wahlen der fiskalische Spielraum der Biden-Administration stark eingeschränkt ist und 2023 die Schuldenobergrenze wieder erreicht werden wird, dürften im Gegensatz zu den Zeiten der Pandemie substanzielle fiskalische Stützungsmaßnahmen ausbleiben. Die im Rahmen des „Inflation Reduction Act“ beschlossenen Fördermaßen für erneuerbare Energien dürften aber in den USA die Investitionstätigkeit unterstützen.

- ▶ Fiskalmaßnahmen können Rezession in Europa nicht verhindern

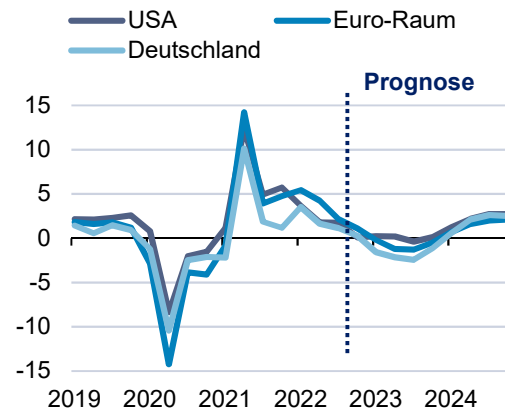
In vielen EU-Staaten werden die fiskalischen Programme zur Dämpfung der Energiepreisanstiege den Nachfragerückgang begrenzen. Da jedoch die volle Wucht des Energiepreissprungs während des Sommers 2022 auf die Verbraucher noch aussteht, erscheint ein tiefer Konsumeinbruch während des Winterhalbjahrs unvermeidbar. Aufgrund der stark gestiegenen Finanzierungskosten dürfte auch die Investitionstätigkeit insbesondere im Bausektor in vielen EU Ländern fallen. Da die Umsetzung der staatlich geförderten Maßnahmen (unter anderem diejenigen des NextGenerationEU-Programmes) zum Ausbau erneuerbarer Energien nur schleppend vorankommt, dürfte dies zumindest im ersten Halbjahr den Rückgang bei den Investitionen bestenfalls begrenzen. Auch wenn die Investi-

tionen in den Klimaschutz im Jahresverlauf deutlich zunehmen dürften, werden 2023 – mitunter aufgrund mangelnder Kapazitäten – erneut die erforderlichen Investitionen zur Erreichung der längerfristigen Klimaschutzziele nicht erreicht werden.

- ▶ Keine ausufernde Fiskalpolitik erwartet, aber mehr Vergemeinschaftung in Europa

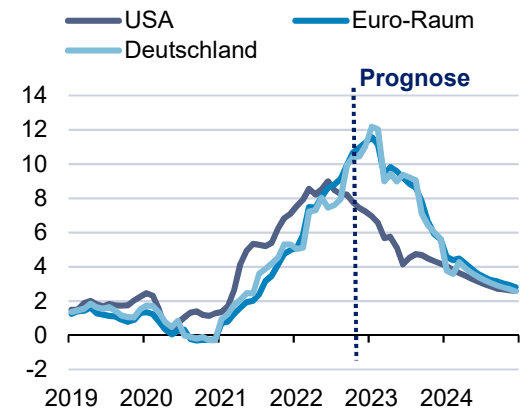
Die klare Marktreaktion auf die Pläne einer übermäßigen fiskalischen Lockerung durch die Truss-Administration im Vereinigten Königreich dürften sich die Entscheider in anderen Ländern zu Herzen nehmen. Daher erwarten wir weder in den USA noch in der EU ausufernde Stimulierungspakete. Der inflationsbedingte Anstieg der Steuereinnahmen und der Raum, der sich durch das steigende nominale BIP in den Fiskalkennzahlen ergibt (Nenner-Effekt), dürften jedoch genutzt werden. In der Summe erwarten wir sogar sinkende Staatschuldenquoten. Mit steigenden Finanzierungskosten dürften in der EU die Forderungen nach weiteren Gemeinschaftsausgaben aber lauter werden und die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass diese während der Rezession auch umgesetzt werden.

Schleppende Erholung nach der Rezession
BIP-Wachstum, real ggü. Vj. in %



Quellen: Refinitiv, BayernLB Research

Langsamer Abstieg vom Inflationsgipfel
Verbraucherpreise, ggü. Vj. in %



Quellen: Refinitiv, BayernLB Research

Aktuelle Inflationsraten bestimmen weiter die Geldpolitik

- ▶ Höhepunkt von Fed und EZB Zinsen im Frühjahr 2023

Nach den deutlichen Zinserhöhungen im zweiten Halbjahr 2022 ist die Politik von Fed und EZB nicht mehr unterstützend. Auch wenn die Zentralbanker wissen, dass die Wirkung ihrer Politik nur mit beträchtlicher Verzögerung (ca. halbes Jahr) eintritt, können sie trotz des Abgleitens der Wirtschaft in eine Rezession die Zinserhöhungen erst dann einstellen, wenn ein Rückgang der aktuellen Inflationsraten zu verzeichnen ist. Zu groß ist die Gefahr, dass die bereits über den Zielwerten liegenden Inflationserwartungen weiter ansteigen und übermäßige Lohnerhöhungen zu einer Fortsetzung der Hochinflationsphase führen. Wir erwarten, dass der Inflationsgipfel im Frühjahr 2023 auch im Euro-Raum erreicht wird, Fed und EZB den Zinserhöhungszyklus beenden und die Straffung der Geldpolitik „nur“ noch über quantitative Maßnahmen durchführen. Die damit einhergehende Verknappung von Liquidität dürfte die Volatilität an den Finanzmärkten hochhalten. Mit der Aussicht auf eine Reduktion der Fed-Zinsen zum Jahresende 2023 dürften jedoch die langfristigen Renditen sinken und die Aussichten für Spread-Produkte, Aktien und den Euro-Außenwert besser werden.

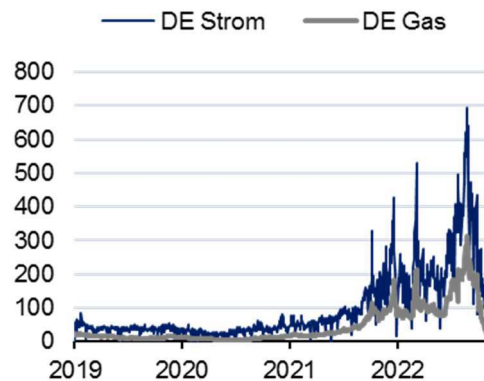
juergen.michels@bayernlb.de

Energiekrise: Durchhaltevermögen gefragt

- Trotz sinkender Preise sind Vorkrisenniveaus in weiter Ferne

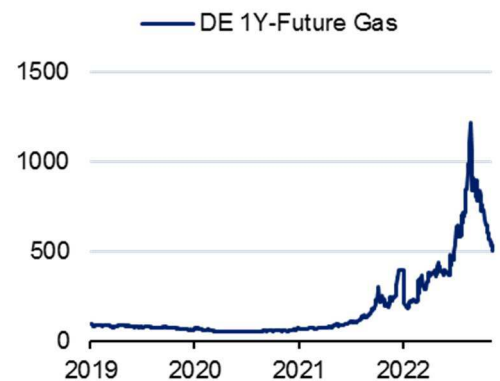
Leichtes Aufatmen an den Energiemärkten: Weitgehend volle Gasspeicher, Gaseinsparungen bis Ende Oktober von Industrie und Haushalten über dem Zielwert von 20% (EU-weit 15% geplant) sowie milde Temperaturen haben zur deutlichen Entspannung der Preise beigetragen. Noch im September lag der Preis für eine Kilowattstunde Gas in der Spitze bei 315 Euro (THE). Derzeit wird an der Börse nur noch ein Viertel davon gezahlt (s. Grafik links, ähnlicher Verlauf bei der europäischen Benchmark TTF). Die Aussicht auf eigene LNG-Terminals an deutschen Küsten ab Anfang 2023 und staatliche Preisdeckel haben auch für deutlich niedrigere Preiserwartungen für 2023 gesorgt (s. Grafik rechts). Exogene Faktoren wirken sich zusätzlich preisdämpfend aus. Die Hälfte aller französischen Atomkraftwerke, die derzeit noch in der Wartung sind, sollen bis zum Winter wieder sukzessive ans Netz gehen. Aufgrund der voraussichtlich schwachen Konjunktur in Asien (v.a. China) dürfte die LNG-Nachfrage am Spotmarkt geringer sein und den Preisdruck zusätzlich senken. Momentan sind die Aussichten somit ganz gut, dass wir in den nächsten Monaten – vorausgesetzt, der Winter wird nicht überdurchschnittlich kalt – nicht in eine Gasmangel-lage kommen werden. Die derzeitigen Entspannungstendenzen sollten aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Preisniveau für Gas und Strom (über die Merit-Order-Regel, nach der der teuerste zur Stromerzeugung verwendete Energieträger – derzeit Gas – den Börsenmarkt-Strompreis in einem Land bestimmt) weiterhin sehr hoch bleibt und auch mittelfristig nicht auf das alte Niveau (Durchschnittspreis THE 2010-2021: 22 Euro/Mwh) sinken wird.

Derzeit sinkender Gas-Preis bestimmt auch Preis für Strom
In Euro/MWh, 1-Tages-Future, Tageswerte



Quellen: Refinitiv, BayernLB Research

Preisdämpfende Effekte zeigen Wirkung
Indexiert, 01.01.2021 = 100



Quellen: Refinitiv, BayernLB Research

Nach dem Winter ist vor dem Winter

- Befüllung der Gasspeicher für den nächsten Winter herausfordernd

Die größere Herausforderung steht wohl im Winter 2023/24 bevor. Denn anders als in den Jahren zuvor, können die Gasspeicher nicht mehr mit günstigem russischem Pipelinegas gefüllt werden. Noch bis zur Jahresmitte 2022 kamen mindestens 25% der deutschen Gasimporte aus Russland (2020 waren es sogar 55%), bevor Moskau begann, die Lieferungen zu kürzen. Seitdem wurde die Pipeline Nord Stream 1, eine der Hauptleitungen von Russland nach Europa, von Moskau stillgelegt und kürzlich auch durch einen Sabotageakt beschädigt. Künftig möchte die EU gänzlich auf russische Rohstoffe verzichten. Es ist aber trotz aller Bemühungen unrealistisch, dass das fehlende russische Gas kurzfristig vollständig durch LNG-Lieferungen ersetzt werden kann. Deutschland und die EU sollten – sofern möglich – vermeiden, diesen Winter die Gasspeicher komplett zu leeren. Anderenfalls

könnten die Vorräte im Winter 2023/24 knapp werden. Wichtig ist deshalb, dass die Einsparungen beim Verbrauch fortgesetzt werden. Auch wenn es die Möglichkeit gibt, sich wie dieses Jahr am teuren Spotmarkt einzudecken, bleibt das weltweite Gasangebot, auch angesichts der steigenden LNG-Nachfrage aus Europa, knapp. Zwar wird dieses, insbesondere von den großen LNG-Anbietern USA und Katar, ausgeweitet. Mit einem Anstieg der Exportkapazitäten in den Produzentenländern ist aber frühestens ab 2024/ 2025 zu rechnen. Bis dahin ist mit keiner anhaltenden Entspannung an den Energiemärkten zu rechnen.

Energiediversifizierung ist unabdingbar – dauert aber

- Ausbau der Erneuerbaren Energien kommt zentrale Rolle zu

Die derzeitige Energiekrise macht deutlich, wie wichtig Diversifizierung ist – sowohl bei den Lieferländern, als auch bei den Energieträgern. Mit ihrem REPower EU-Plan setzt die EU-Kommission vorrangig auf Energieeinsparungen, die Diversifizierung der Energieversorgung und den beschleunigten Ausbau der Erneuerbaren Energien. In den letzten Monaten wurden bereits Importe aus Norwegen und vor allem aus den USA erhöht. Außerdem wurden europaweit neue Lieferverträge und Kooperationen mit Ländern aus Nordafrika und dem Nahen Osten (Gas, Wasserstoff) geschlossen. In vielen Ländern erlebt die Kernenergie zur Stromerzeugung ein Revival. Frankreich z.B. will seinen bestehenden Park von 56 Atomkraftwerken bis 2050 um weitere 14 Meiler erweitern, um die Energieunabhängigkeit zu sichern. Angesichts der prekären Angebotssituation am inländischen Energiemarkt hat die deutsche Regierung zwar entschieden, die letzten drei Atommeiler noch bis Mitte April 2023 laufen zu lassen. Das Problem eines tendenziell zu knappen Energieangebots im Stromgrundlastbereich im nächsten Winter bleibt damit aber weiterhin ungelöst. Gleichzeitig steigt der Strombedarf angesichts der Elektrifizierung von Wärmeerzeugung und Mobilität. Um dem steigenden Energiehunger bei gleichzeitig einzuhaltenden Klimazielen gerecht zu werden, spielt der Ausbau der Erneuerbaren sowie der Stromspeicher die zentrale Rolle. Bis 2030 möchte Deutschland den Anteil der regenerativen Energiequellen an der Stromerzeugung auf 80% erhöhen (EU auf 40%, Erhöhung auf 45% wird diskutiert). Kurzfristig helfen die Ausbaupläne nicht bei der Bewältigung der Energiekrise. Mittel- bis langfristig sind sie aber ein Grundpfeiler, um mehr Energieautarkie zu erreichen. Die Krise sollte daher zur Beschleunigung des grünen Umbaus genutzt werden.

- Wasserstoffindustrie muss erst noch aufgebaut werden

Energieeinsparungen, Effizienz, Brennstoffsubstitution, Elektrifizierung und eine verstärkte Nutzung von grünem Wasserstoff, Biogas und Biomethan durch die Industrie könnten bis 2030 EU-weit bis zu 35 Milliarden Kubikmeter Erdgas einsparen. Dennoch bleiben zahlreiche Hürden auf dem Weg dorthin. Allein der Anteil der Erneuerbaren in Deutschland muss sich innerhalb von weniger als zehn Jahren fast verdoppeln, um die ambitionierten Ausbaupläne zu erfüllen. So müssten bis 2030 die bisherigen deutschen Kapazitäten für Solar- und Windenergie dreimal schneller ausgebaut werden – zu Wasser, zu Land und auf den Dächern. Neben Rohstoffen fehlen insbesondere auch die notwendigen Handwerker. Ein weiteres Hindernis stellen die langen Genehmigungsverfahren dar. Ein zentrales Thema ist außerdem der Netz- und Stromspeicherausbau, der bislang vernachlässigt wurde. Beides soll nun EU-weit forciert werden. Vor allem der Aufbau der Infrastruktur für Wasserstoff, der als Energieträger der Zukunft – egal ob in Industrie, Verkehr oder Wärmesektor – für die Energiewende unverzichtbar ist, muss beschleunigt werden. Um die Klimaziele zu erreichen, müssen die regenerativen Energien auch in diejenigen Anwendungsfelder gebracht werden, die nicht elektrifiziert werden können. Die Energie von Sonne und Wind kann mit grünem Wasserstoff gespeichert, transportiert und grundlastfähig gemacht werden. Insbesondere Deutschland wird auch künftig auf Energieimporte angewiesen sein. Wasserstoff ermöglicht, grüne Energie aus wind- und sonnenreichen Regionen der Welt zu importieren, und sich damit zu diversifizieren.

thomas.peiss@bayernlb.de, verena.strobel@bayernlb.de

Geringere Liquidität birgt systemische Risiken

- ▶ Marktturbulenzen im UK als warnendes Beispiel

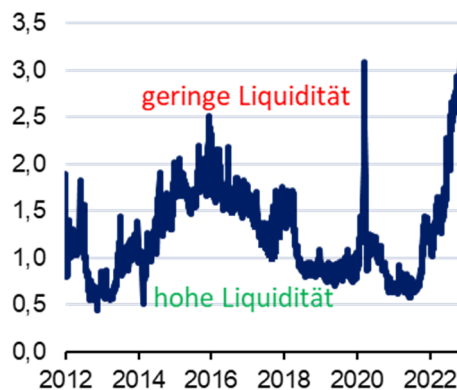
Die anhaltend hohen Inflationsdaten und die kräftigen Zinsanhebungen der Notenbanken haben an den Staatsanleihemärkten nicht nur die Renditen stark nach oben getrieben, auch die Volatilität hat ein außergewöhnlich hohes Ausmaß erreicht. Eine krisenhafte Zuspitzung gab es dabei im Vereinigten Königreich im September und Oktober, als die expansiven Budgetpläne der Regierung unter Premierministerin Truss einen Vertrauensverlust auslösten und die Renditen britischer Staatsanleihen (Gilts) massiv steigen ließen. Der abrupte Renditeanstieg wurde durch geringe Marktliquidität¹ sowie Notverkäufe von unter Druck geratenen Pensionsfonds verstärkt. Die Bank of England sah sich gezwungen, den Markt mit Notanleihekäufen kurzfristig zu beruhigen.

US-Staatsanleihemarkt: Sehr hohe Volatilität und austrocknende Liquidität

- ▶ Liquidität am US-Treasury-Markt bedrohlich niedrig

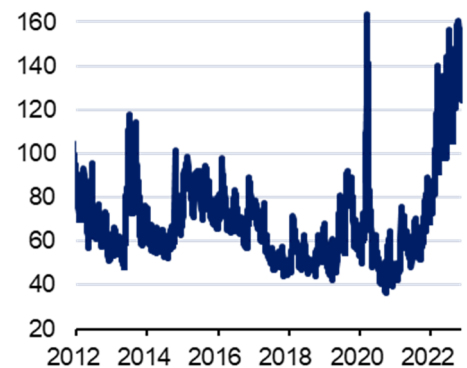
Die von deutlich geringerer Liquidität ausgehenden Risiken im globalen Finanzsystem gehen allerdings weit über den Gilt-Markt hinaus. Im Fokus steht aktuell v.a. der US-Staatsanleihemarkt, der mit einem Volumen von rund 24 Bio. Dollar weit größer ist und sich mit der Kehrtwende der Fed bei der Liquiditätspolitik besonderen Herausforderungen gegenüber sieht. Der Bloomberg US Government Securities Liquidity Index zeigt seit Jahresbeginn einen deutlichen Rückgang der Liquidität am Treasury-Markt auf ein Niveau, das im Zuge der Marktturbulenzen nach Ausbruch der Corona-Pandemie im März 2020 nur kurz erreicht wurde. Vor allem seit dem Beginn des Quantitative Tightening (QT) der Fed im Juni 2022 ist die Liquidität spürbar zurückgegangen. Seitdem reduzierte die Fed ihre Treasury-Bestände um zunächst 30 Mrd. Dollar pro Monat, im September wurde der Abbau dann auf 60 Mrd. Dollar angehoben. Hinzu kommt der Verkauf von monatlich 35 Mrd. Dollar hypothekenbesicherter Wertpapiere (MBS).

US-Staatsanleihen: Ausgeprägte Liquiditätsknappheit
Bloomberg US Government Securities Liquidity Index



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

US-Staatsanleihen: Außergewöhnlich hohe Volatilität
BofA Merrill Lynch MOVE 1M Bond Volatility Index



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Signifikanter Volatilitätsanstieg bei Staatsanleihen

Auch die deutlich gestiegene Volatilität am Staatsanleihemarkt trägt zur geringeren Liquidität bei, da stärkere Preisschwankungen das Risiko der Bereitstellung von Liquidität erhöhen. Der BofA MOVE 1M Bond Volatility Index, der die implizite Volatilität am Treasury-Markt anzeigt, stieg im Oktober bis auf 160 Punkte und damit ebenfalls auf ein Niveau, das

¹ Marktliquidität bezieht sich auf die Frage, wie einfach und schnell ein Finanzinstrument auf einem Sekundärmarkt zu einem Preis gekauft oder verkauft werden kann, der nahe am Marktpreis vor der Transaktion liegt. Die wichtigsten Messgrößen der Marktliquidität sind die direkten Transaktionskosten (z.B. Geld-Brief-Spanne), die Markttiefe (z.B. Volumen der Aufträge in einem Orderbuch) und der Preiseinfluss (Reaktion der Marktpreise auf Aufträge angemessener Größe).

in den letzten zehn Jahren nur kurzzeitig zu Beginn der Corona-Krise erreicht wurde. Im Jahresdurchschnitt 2019 hatte der Volatilitätsindex bei 63 Punkten gelegen. Die stark erhöhte Volatilität ist zunächst vor allem auf die außergewöhnlich hohe Unsicherheit über den Ausblick für Wachstum und Inflation sowie die Geldpolitik der Fed zurückzuführen. Aber auch die geringe Liquidität selbst kann wiederum die Volatilität anheizen.

► **Regulatorik verschärft Liquiditätsprobleme**

Auch regulatorische Änderungen, die in Reaktion auf die Finanzkrise 2008 getroffen wurden, wirken sich beeinträchtigend auf die Liquidität am Treasury-Markt aus. Strengere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen haben die Anreize für Bankhändler (Primary Dealer) verringert, große Bestandspositionen zu führen. Im Gegensatz dazu haben viele Händler bilanzschonendere Ansätze bevorzugt, wie z.B. risikolose Principal Trades, bei denen sich Händler nur dann auf ein Kundengeschäft einlassen, wenn sie ein entgegengesetztes Handelsinteresse eines anderen Kunden festgestellt haben. Gleichzeitig wurde die Bereitstellung von Liquidität zunehmend an Nichtbanken ausgelagert, die die Rolle der Bankhändler ergänzen. Verringerten Kreditrisiken durch die Regulierungen nach der Finanzkrise stehen insofern potenziell erhöhte Liquiditätsrisiken gegenüber. Im Falle einer liquiditätsbedingten Destabilisierung des Treasury-Markts könnte die Fed mit dem Aussetzen der Eigenkapitalanforderung für Treasury-Bestände von Banken kurzfristig stabilisierend eingreifen. Die Ausnahmeregelung wurde bereits in der Corona-Pandemie genutzt.

Fed: QT lässt Überschussliquidität abschmelzen

► **Überangebot am Treasury-Markt verschärft sich in 2023**

Am Treasury-Markt wird sich die Schieflage durch das steigende Angebot infolge der hohen Neuverschuldung des Staates, der rückläufigen Auslandsnachfrage aus Japan und China und des QT-Programms im Laufe des Jahres 2023 noch verschärfen. Dennoch dürfte die Fed an ihren Abbauplänen festhalten, zumal ihre Treasury-Bestände dadurch von derzeit 5,6 Bio. Dollar bis zum Jahresende 2023 „nur“ auf rund 4,8 Bio. Dollar reduziert würden, was deutlich über dem Niveau zu Beginn der Corona-Krise (2,3 Bio. Dollar) liegen würde. Das zusätzliche Angebot wird bisher vordergründig vom Bankensektor absorbiert, dessen Zentralbankreserven von 4,2 Bio. Dollar im Dezember 2021 auf 3,1 Bio. Dollar im September 2022 spürbar gesunken sind. Im Mai projizierte die Fed noch einen deutlich höheren Jahresendwert für 2022 von 3,7 Bio. Dollar. Um dem Abschmelzen der Bankenreserven entgegenzuwirken, könnte die Fed eine Adjustierung der Reverse-Repo-Fazilität in Erwägung ziehen, bei der Nichtbanken derzeit Barbestände von insgesamt 2,2 Bio. Dollar über Nacht parken. Die Vergütung (Untergrenze des Leitzinsbandes plus 5 Basispunkte) stellt angesichts der invertierten Zinskurve eine attraktive Alternative zum Treasury-Markt dar. Möglich wäre eine volumenbasierte Einschränkung des Tenders, um Abflüsse aus der Fazilität zugunsten der Treasury-Nachfrage zu begünstigen.

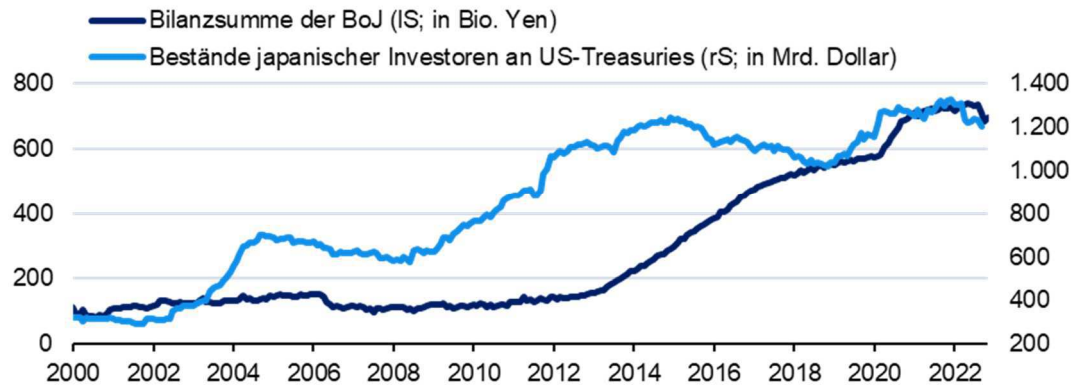
Japan ist ein Risikofaktor für den US-Treasury-Markt

► **Japan wichtigster Auslandsinvestor von US-Staatsanleihen**

Die Liquiditätsproblematik am Treasury-Markt und anderen Märkten durch den Bilanzabbau der Fed und demnächst der EZB könnte künftig durch weitere wichtige Marktakteure verschärft werden. Eine bedeutende Rolle kommt dabei Japan und seiner Zentralbank zu, die derzeit noch ihr Quantitative Easing-Programm durchführt. Mit einem Bestand von insgesamt rund 1,2 Bio. Dollar ist Japan der größte ausländische Investor am US-Staatsanleihemarkt gefolgt von China mit gut 970 Mrd. Dollar. Eine geldpolitische Kehrtwende bei den Asset-Kaufprogrammen auch in Japan würde die Liquiditätsbereitstellung global weiter beeinträchtigen.

Japanische Investoren in US-Treasuries: Weiterer Bestandsabbau voraus?

Bilanzsumme der Bank of Japan (in Bio. Yen) und Bestände japanischer Investoren an US-Treasuries (in Mrd. Dollar)



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Japanische Großinvestoren bauen US-Treasury-Bestände ab

Einige japanische Großinvestoren am US-Staatsanleihemarkt ziehen bereits jetzt Kapital ab. Japanische Lebensversicherungen reduzierten zuletzt in größerem Umfang währungsgesicherte Treasury-Bestände, da die deutlich gestiegenen Währungssicherungskosten den Zinsvorteil teilweise übertreffen. Aber auch bei nicht abgesicherten Positionen bestehen angesichts der massiven Yen-Abwertung Anreize für Gewinnmitnahmen. Bei einem Abflauen der Dollar-Stärke könnten sich Treasury-Verkäufe von dieser Seite noch verstärken. Ferner wird spekuliert, dass für die jüngst nach langer Zeit wieder durchgeführten Stützungskäufe der Bank of Japan zur Stabilisierung des Yen US-Treasury-Bestände abgebaut wurden bzw. im Fall weiterer Interventionen abgebaut werden. Insgesamt ging der Bestand japanischer Investoren an US-Staatsanleihen von Jahresbeginn bis Ende August 2022 um 104 Mrd. Dollar bzw. 8,0% zurück. Eine Repatriierung von Anlagekapital japanischer Investoren in größerem Stil und/oder eine Abkehr der BoJ vom QE dürfte für den US-Staatsanleihemarkt als Risikofaktor stärker in den Vordergrund rücken.

EZB: Zaudernder Einstieg ins QT

- ▶ Erst im Juli neues Kaufprogramm beschlossen

Während die Fed sich schon länger mit dem Abbau ihrer hohen Anleihebestände beschäftigt, ist das Thema bei der EZB erst mit der Oktober-Zinsentscheidung in den Fokus gerückt. Zuvor kreisten die Bemühungen darum, einer zunehmenden Fragmentierung im Euro-Raum vorzubeugen. Erst im Juli hatte der EZB-Rat zu diesem Zweck noch das neue Ankaufprogramm TPI (Transmission Protection Instrument) beschlossen und die Reinvestitionen aus dem Pandemie-Programm PEPP der Feinsteuerung der Staatsanleiherenditen und -spreads umgewidmet. Erst damit sah man den Weg für größere Zinsanhebungen freigeräumt. Nun haben sich die Prioritäten verschoben, nachdem der beträchtliche Zinsanstieg für zunehmende Verluste in den Bilanzen der Notenbanken des ESZB sorgt.

- ▶ Vorsichtiger APP-Abbau

Im Dezember könnte bereits ein Fahrplan für das Abschmelzen der Anleihebestände beschlossen werden. Allerdings dürfte dieser lediglich das Ende der Reinvestitionen im APP-Programm beinhalten, dessen Anleihebestand im September 2022 bei 3,26 Bio. Euro notierte (Ø-Laufzeit der Staatsanleihen: 7,24 Jahre). Das etwa halb so große PEPP (1,68 Bio. Euro) dient noch der Steuerung der Staatsanleiherenditen. Frühestens in Q2 2023 dürfte es mit dem Ende der APP-Reinvestitionen losgehen; wir rechnen mit dem Start eher zur Mitte des Jahres. Die EZB dürfte mit weiteren Aufwärtsimpulsen bei den Langfrist-Renditen umsichtig vorgehen. Nachdem die Reinvestitionen im APP wegfallen, werden die Anleihebestände der Notenbank um durchschnittlich knapp 30 Mrd. Euro je Monat sinken, davon etwa 80% Staatsanleihen. Mit dem aktiven Verkauf der Anleihen dürfte sich die EZB bis 2024 Zeit lassen. Die Reinvestitionsphase für das PEPP wird man sogar noch bis Ende

2024 laufen lassen, um eine ungerechtfertigte Ausweitung der Staatsanleihe-Spreads zu konterkarieren. Dennoch dürfte ein solches Vorgehen zum langsamen Abbau der Überschussliquidität im Bankensystem beitragen, die derzeit noch bei 4,7 Mrd. Euro taxiert wird. Ein großer Teil davon dürfte allerdings bereits durch (vorzeitige) TLTRO-Rückzahlungen abgebaut werden. Wir erwarten allein aus diesen Langfristendern, deren Konditionen die EZB im Oktober verschlechtert hat, Rückflüsse von 750 Mrd. Euro im Jahr 2022 und 1,0 Bio. Euro 2023, vorwiegend im ersten Halbjahr.

Erhöhtes Risiko für Marktturbulenzen – Herausforderung für Zentralbanken

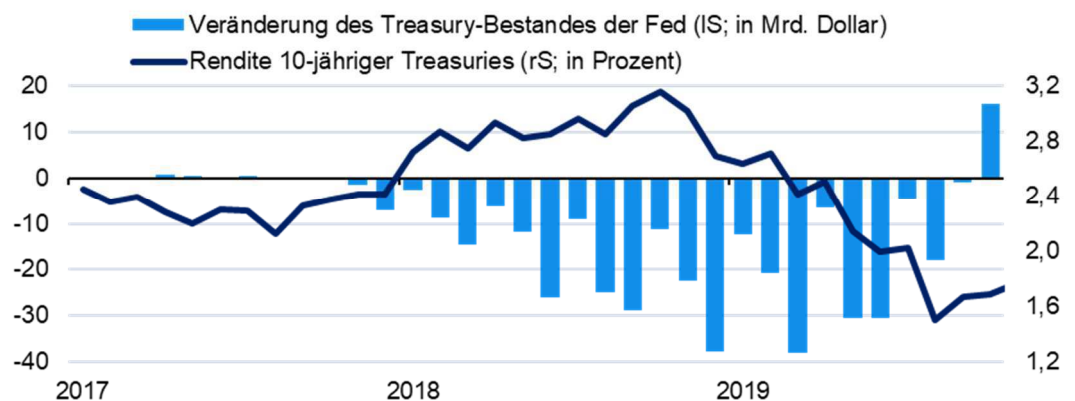
- ▶ Zentralbanken könnten zu „try and error“ gezwungen sein

Auf der Angebotsseite ist an den Staatsanleihemärkten zunächst wenig Entspannung zu erwarten, da die Emissionen in Europa und den USA vorerst hoch bleiben werden, nicht zuletzt zur Finanzierung der Entlastungsprogramme zur Bewältigung der Energiepreisanstiege. Diese müssen mit dem Rückzug der Notenbanken im Zuge des QT mehr und mehr von privaten Investoren absorbiert werden. Für die Staatsanleiherenditen bedeutet dies grundsätzlich einen Aufwärtssimpuls. Dies erhöht in Verbindung mit der geringeren Marktliquidität auch das Risiko abrupt steigender Renditen und anhaltend erhöhter Volatilität. In Stressphasen (z.B. verstärkt durch Margin Calls) ist zudem zu erwarten, dass die Volatilität auf andere Marktsegmente überspringt und größere Bewegungen auch am Devisen- und Aktienmarkt auslöst. Die Zentralbanken könnten in diesem Umfeld gezwungen sein, bei der liquiditätspolitischen Straffung nach dem „Try and Error“-Prinzip vorzugehen und bei eintretenden Marktturbulenzen situationsbezogen und zeitlich begrenzt gegensteuern.

- ▶ QT nur ein Rendite-Einflussfaktor neben anderen

Zwar gehen vom Abschmelzen der Anleihebestände der Zentralbanken Aufwärtssimpulse für die Staatsanleiherenditen aus. Diese sind aber nur ein Einflussfaktor neben anderen. Das QT der Fed 2018/2019 hat gezeigt, dass ein Abbau von Anleihebeständen nicht zwangsläufig mit steigenden Renditen einhergehen muss. So ging die 10-jährige Treasury-Rendite von Anfang November 2018 bis Ende August 2019 getrieben von eingetrübter Konjunktur und rückläufigen Inflationserwartungen kräftig von 3,1% auf 1,5% zurück, obwohl das damalige QT-Programm der Fed noch voll im Gange war. Bei unseren Renditeprognosen für Treasuries und Bunds gehen wir im Basisszenario von dämpfenden Effekten der deutlichen Konjunkturabschwächung und der in diesem Umfeld langsam abflauenden Inflationserwartungen auf die Renditen vor allem am langen Ende der Zinskurve aus. Das QT wirkt dagegen in die andere Richtung, außerdem bleibt das Inflationsniveau vorerst hoch. Die Renditekorrektur fällt daher auch deutlich geringer aus als 2019.

Treasuries: Quantitative Tightening führt nicht zwangsläufig zu höheren Renditen
Veränderung des Treasury-Bestandes der Fed und Rendite 10-jähriger Treasuries während des QT 2017-2019, Monatsdaten



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

manfred.bucher@bayernlb.de, roland.gnan@bayernlb.de, gebhard.stadler@bayernlb.de

Zinswende bremst Immobilienmarkt

- Zinswende und Konjunkturunbruch belasten globale Immobilienmärkte

Auch die globalen Immobilienmärkte spüren die Folgen der eingetrübten wirtschaftlichen Lage und des erhöhten Zinsniveaus. Damit endet nach über zehn Jahren der globale Immobilien-Boom sowohl im zinsensitiven Wohnsegment als auch bei den konjunkturabhängigeren Gewerbeimmobilien.

Auch in Deutschland zeigt sich aufgrund des hohen Zinsniveaus – zehnjährige private Baudarlehen notieren laut Interhyp Mitte November bei rund 3,9% – bereits eine deutliche Abschwächung der Nachfrage nach Wohnimmobilien. Grundsätzlich verschlechtert sich aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus und der hohen Verbraucherpreise die Kapitaldienstfähigkeit potentieller Immobilienkäufer. In der Folge wird die Kreditvergabe bei neu abgeschlossenen privaten Baudarlehen restriktiver. So wurden im dritten Quartal 2022 laut Europace nur mehr 16% aller neu gewährten privaten Baudarlehen ohne Eigenkapital finanziert. Dadurch sinkt besonders die Nachfrage der Erstkäufer. Für die Stabilität des gesamten Wohnimmobilienmarktes besteht auch beim derzeitigen Zinsniveau von rund 4% allerdings noch keine Gefahr, da sich die Kreditnehmer bei Auslaufen ihrer überwiegend zehnjährigen oder noch länger laufenden Hypotheken derzeit bei der Refinanzierung bei den Zinskosten kaum schlechterstellen. Zudem ist meist eine deutlich geringere Schuld zu refinanzieren, da Baudarlehen im Bestand mit durchschnittlich 3% getilgt werden.

Ein stabilisierender Faktor für den deutschen Wohnimmobilienmarkt ist auch das knappe Angebot an Wohnraum vor allem in den Metropolregionen. Nachdem 2021 mit rund 293.000 Einheiten die benötigte Anzahl an neuen Wohnungen erneut nicht erreicht wurde, scheint dieses Ziel auch 2022 in weiter Ferne. Trotz Entspannung bei den Rohstoffpreisen zeigen sich durch Materialengpässe und längere Bearbeitungszeiten in Bau- und Planungsämtern Einschränkungen der Bautätigkeit, welche zu verzögerten Fertigstellungsterminen führen können. Zudem kommt es verstärkt zu Verschiebungen bis hin zum Abbruch neuer Wohnbauprojekte. So berichteten im August 16,7% der Bauunternehmen im Wohnbau von Auftragsstornierungen. Daher ist für 2022 mit einem Einbruch der Fertigstellungen auf nur noch 270.000 Wohnungen zu rechnen. Der Mangel an Wohnraum verschärft sich weiter.

Für das Gesamtjahr 2022 erwarten wir daher und unter Berücksichtigung des starken Auftaktquartals noch einen landesweiten Anstieg der Wohnimmobilienpreise um 4,0%. Im Jahr 2023 endet dann der jahrelange Immobilienboom mit einem Preisrückgang von 2,5%.

Am Gewerbeimmobilienmarkt erwarten wir landesweit ein stärker sinkendes Preisniveau von -2,5% (2022), gefolgt von -3,5% im Jahr 2023. Stabilisierend wirkt hier vor allem das Bürosegment, das weiterhin ein sehr knappes Angebot an Büroflächen in den Metropolen aufweist und damit dem konjunkturbedingten Nachfragerückgang entgegenwirkt. Dennoch ist allein aufgrund der deutlich gestiegenen Refinanzierungskosten ein weiterer Anstieg der – bereits im 2. Quartal 2022 leicht erhöhten – Renditen in der zweiten Jahreshälfte 2022 unvermeidlich. Derzeit deutet aber fundamental nichts auf einen starken Einbruch der Büroimmobilienpreise auf breiter Front in den nächsten 12 bis 24 Monaten hin. Die dafür nötigen Notverkäufe sind aufgrund stabiler Miet-Cashflows und der weiterhin vorhandenen Möglichkeiten zur Refinanzierung derzeit nicht absehbar.

USA

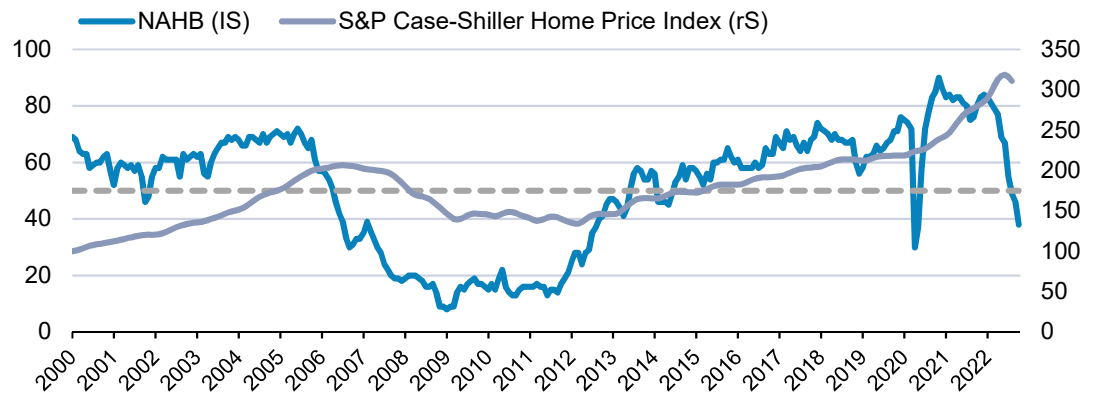
- Der Boom am US-Immobilienmarkt ist vorbei

Aktuell herrscht für den US-Immobilienmarkt noch ein solides makroökonomisches Umfeld. Die geringe Arbeitslosenquote und das weiterhin leicht positive Wirtschaftswachstum stützen die Nachfrage nach Wohnimmobilien, während das Angebot mittelfristig knapp bleibt.

Allerdings belastet die aggressive Zinsstraffung der Federal Reserve die Wirtschaft zunehmend. Wir erwarten im ersten Halbjahr 2023 eine leichte Rezession. Neben den erwarteten negativen Auswirkungen der wirtschaftlichen Abkühlung auf die Immobilienmärkte bereitet vor allem das bereits deutlich erhöhte Zinsniveau die größten Sorgen. So lagen 30-jährige Hypothekenzinsen im November bereits über 7% und damit auf dem höchsten Stand seit 20 Jahren. Damit ist die Zinswende grundsätzlich ein Risiko für den US-Wohnimmobilienmarkt. Bisher ist die Zahl der Zwangsversteigerungen allerdings noch auf vergleichsweise niedrigem Niveau, was maßgeblich am hohen Anteil fixer Hypothekendarlehen im Bestand liegt. Die Stimmung der Bauunternehmen und der Erstkäufer leidet allerdings deutlich unter den erschwerten Finanzierungsbedingungen. So verzeichnete der NAHB Stimmungsindikator für den Wohnungsmarkt im Oktober mit 38 Punkten den niedrigsten Stand seit Beginn der Corona-Krise Anfang 2020. Der S&P Case-Shiller Home Price Index für die 20 größten Metropolen wies zwar im August noch eine Preissteigerung von 13,3% im Vergleich zu August 2021 aus. Allerdings deutet die schlechte Stimmung auf ein Abschmelzen der bisherigen Preissteigerungen im weiteren Jahresverlauf hin.

Schlechte Stimmung am US Häusermarkt

NAHB Home Builders Umfrage (>50 Verkaufserwartung Einfamilienhaus: „gut“); S&P Case-Shiller Home Price Index (100=2000)



Quelle: NAHB, S&P, Refinitiv, BayernLB Research

Auch der Gewerbeimmobilienmarkt zeigt sich nach einer fulminanten Rallye zuletzt konsolidiert. Unter dem Strich bleibt im September dennoch laut RCA ein Preiszuwachs von 11,1% im Vergleich zum Vorjahresmonat. Im weiteren Verlauf des Jahres ist – analog zum US-Häusermarkt – mit einem weiteren Rückgang der Preiszuwächse zu rechnen. Daher erwarten wir für das Gesamtjahr 2022 noch Preisanstiege von 7,5%. 2023 zeigt sich dann das Ende des Immobilienbooms auch in den Jahresraten mit einem Preisrückgang bei Gewerbeimmobilien von 6,5%.

sebastian.schnejdar@bayernlb.de

Xi's China setzt auf härtere Fronten

- Nationalistischer Kurs wird Spuren in China und der Welt hinterlassen

Xi Jinping (69) hat auf dem Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas (KP) im Oktober seine Macht ausgebaut: Nach der Hinwegsetzung über Amtszeitbegrenzung (zwei Perioden) und Alterslimit (68 Jahre) wurde er für eine dritte Amtszeit als Generalsekretär und Vorsitzender im siebenköpfigen ständigen Ausschuss des Politbüros bestätigt. Dort wird über alle wichtigen Gesetze, Leitlinien und Strategien entschieden. Dies wird zukünftig noch stärker im Sinne von Xi geschehen: Alle Mitglieder der dritten Amtszeit sind enge Vertraute des Vorsitzenden – andere innerparteiliche Strömungen sind nicht mehr vertreten; ein Nachfolger ist nicht in Sicht. Der Parteitag und seine Ergebnisse sind eindeutig: Zum ersten Mal seit Mao Zedong, dem Langzeitdiktator der Volksrepublik, herrscht ein Führer mit nahezu unbeschränkter Machtfülle, der einen Kurs von nationalistisch-marxistischer Ideologie einschlagen hat. Die Auswirkungen werden sowohl in China als auch im Rest der Welt deutlich zu spüren sein.

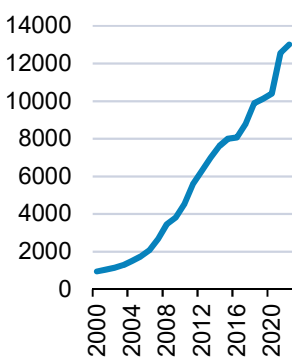
Nationale Sicherheit steht über Wirtschaftswachstum

Bis 2049 – zum 100. Geburtstag der Volksrepublik – will China wirtschaftlich, militärisch und kulturell die globale Führungsrolle übernehmen. Um dieses Ziel zu erreichen, hat die KP in den letzten Jahrzehnten vor allem auf Wachstum und pragmatische Wirtschaftspolitik gesetzt: Enorme Markt- und Wirtschaftsmacht stützen die hegemonialen Ansprüche; gleichzeitig dienen Wohlstandsgewinne für weite Teile der Bevölkerung als Machtlegitimation: Das BIP pro Kopf stieg von etwa 1.000 Dollar (2000) auf 13.000 Dollar (2022). Allerdings hat Xi bereits Mitte seiner zweiten Amtszeit und auch mit dem laufenden Fünfjahresplan (2021-2025) eine Abkehr von der quantitativen Wachstumsfokussierung eingeleitet und dafür nationaler Sicherheit, Wachstumsqualität sowie Stabilität und Kontrolle mehr Gewicht verliehen. Dieser Trend wird sich weiter verstärken: Zentraler Aspekt in Xi Jinpings Parteitagrede, seiner dritten Amtszeit und Chinas künftiger Ausrichtung war bzw. wird die nationale Sicherheit – im Sinne von wirtschaftlicher, technologischer und militärischer Unabhängigkeit bzw. Unangreifbarkeit (extern); sowie politischer, gesellschaftlicher und ökologischer Stabilität kombiniert mit stärkerer kulturell-ideologischer Prägung (intern).

Keine rigorose Abschottung, aber Kündigung des Jobs „Werkbank der Welt“

Insbesondere aufgrund des Ringens um die globale Vormachtstellung mit den USA ist der Trend zur Selbstversorgung (weniger Importe von Vorprodukten und weniger Export bei steigendem Binnenkonsum) und technologischer Unabhängigkeit nachvollziehbar. Allerdings wird der von beiden Seiten mit harten Bandagen geführte Technologiekrieg Wachstum kosten – genauso wie die staatliche Kontrolle des Tech-Sektors durch die KP und die Übergewichtung von politischen Zielen gegenüber den Unternehmenszielen. Überdies wird der Exportsektor künftig geringere Wachstumsimpulse liefern: Zwar ist die Exportquote von unter 20% kein Ausdruck von überproportionaler Weltmarktabhängigkeit (die Exportquote Deutschlands liegt bei knapp 50%), allerdings ist der hohe Wert des Hauptabnehmers (17% der Warenexporte gehen in die USA) nach wie vor ein Dorn im Auge der KP. Hinzu kommt: Wegen des ansehnlichen Wohlstandsniveaus bzw. im internationalen Vergleich relativ hoher und weiter steigender Löhne schwindet auch die Wettbewerbsfähigkeit bei Produkten mit geringer Wertschöpfung (v.a. bei Elektronik und Textilien). Zusammengefasst bedeutet dies: China kann, will und wird seine Rolle als Werkbank der Welt mittelfristig nicht mehr wie gewohnt ausfüllen. Da diese Entwicklung nur in Teilen von anderen Ländern aufgefangen wird, bekommt die globale Inflation mittelfristig aus dieser Richtung Druck. Zwar ist eine flächendeckende, rigorose Abschottung nicht zu erwarten (vor allem Investitionen in Bereichen mit Aufholbedarf sind höchst willkommen), allerdings sollten sich

China BIP pro Kopf
nominal, USD



Quellen: IHS, BayernLB Research

- Umorientierung Chinas treibt globale Inflation

ausländische Unternehmen zum einen auf eine zunehmende Ungleichbehandlung bei Marktzugang, Beschaffung und Regulatorik gegenüber der chinesischen Konkurrenz einstellen. Zum anderen ist zu befürchten, dass auch die lauterer nationalistischen Töne die Buy-Chinese-Mentalität befeuern und die Absatzzahlen ausländischer Hersteller drücken könnten.

Wachstumsprognosen für das Reich der Mitte sinken kurz-, mittel- und langfristig

- Wachstumspotenzial sinkt auf etwa 4%

Während die konjunkturelle Entwicklung zumindest kurzfristig weiterhin von der Zero-Covid-Strategie und der Konsolidierung des Immobiliensektors gebremst wird, wirkt die schlechende Abschottung eher mittel- bis langfristig und strukturell. Gleiches gilt für die bereits erwähnte steigende staatliche Kontrolle von Wirtschaft und Unternehmen. Überdies drücken auch der wirtschaftliche Wandel – Binnenmarktwachstum, Konsum, Dienstleistungen können geringere Impulse der schwindenden Schwerindustrie noch nicht ersetzen – und die demografische Entwicklung das Wachstumspotenzial langfristig: Seit 2020 nimmt die nominale Erwerbsbevölkerung infolge der Geburtenkontrolle („Ein-Kind-Politik von 1979 bis 2015) ab. Über 2022 hinaus trübt sich deshalb auch der weitere Ausblick ein: Das Wachstumspotenzial liegt aus Sicht von BayernLB Research unter den genannten Rahmenbedingungen eher bei 4% als jenseits der 5%-Marke.

Langfristige China-Strategie zwingend erforderlich

- Geostrategie von Deutschland und EU müssen auf den Prüfstand

Zumindest bislang konnte China aufgrund des großen Absatzmarktes und der hohen Wettbewerbsfähigkeit seine Interessen mit wirtschaftlichen Mitteln durchsetzen. Dies bleibt trotz geringerer Wachstumsraten weiterhin die bevorzugte Variante, schließt jedoch militärische Einflussnahme nicht aus. Ein unmittelbarer militärischer Konflikt droht Taiwan nicht – der Druck auf den Inselstaat wird jedoch steigen. Ähnliches gilt für die internationale Ordnung: Grundsätzlich strebt Xi die Anpassung bzw. Änderung internationaler Regeln an; dort wo das nicht klappt, könnte jedoch auch der Regelbruch forciert werden. Trotz allem bleibt China ein Zielmarkt für Unternehmen und einer der mächtigsten Player auf internationaler Bühne. Hier versucht das Reich der Mitte zunehmend die Interessen der Schwellenländer zu bündeln bzw. als Vertreter allgemeiner Schwellenland-Interessen aufzutreten. Zumindest solide, verlässliche Beziehungen zu China sind zur Bewältigung globaler Themen (Klimawandel, Ukraine-Krieg...) unerlässlich. Wenn die KP ihrerseits jedoch voll auf nationale Sicherheit, Krisenresilienz und Verringerung der Abhängigkeiten vom Westen setzt, sollte sich die westliche Welt zumindest mit der Frage beschäftigen, in welchen Bereichen sie auf China als Partner, strategischen Verbündeten, Konkurrent oder Gegner treffen – und je nach Einschätzung Klumpen-Risiken vermeiden bzw. chinesischen Einfluss einschränken. Die in Teilen inkonsistente Positionierung Deutschlands bzw. der EU (sicherheitspolitisch abhängig von den USA, energiepolitisch abhängig vom alten Feind der USA und wirtschaftspolitisch abhängig vom neuen Feind) steht ja derzeit ohnehin auf dem Prüfstand. Dabei wirkt die geopolitische Neuorientierung Russlands bzw. der Angriffskrieg auf die Ukraine auch als Katalysator für eine verschärfte Blockbildung nicht nur zwischen den USA und China, sondern in der Folge auch zwischen den Industrie- und Schwellenländern. Eine fortschreitende ideologische, wirtschaftliche oder militärische Blockbildung zwischen diesen Parteien erscheint für die EU (als Anhängsel der USA) aufgrund der geografischen Lage und wegen der wirtschaftlichen Verflechtungen kaum erstrebenswert. Auch und besonders vor diesem Hintergrund wäre eine sicherheitspolitisch stärkere EU wünschenswert, welche gegenüber China zwar weiterhin pragmatisch aber auch geschlossen und mutig auftritt und zur Verbesserung der eigenen geostrategischen Position Krisenresilienz und Unabhängigkeit stärker gewichtet.

manuel.schimm@bayernlb.de

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751; Sekretariat

Ingo Bothner, -21787; Medienfachwirt, Business Management

Christoph Gmeinwieser, -27053; CIA, Business Management

Dr. Ulrich Horstmann, -21873; CEFA, CO2-Zertifikate, Business Management

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siplý, -21307

Manuel Schimm, -26845

Asien, GUS

Gebhard Stadler, CFA, -28891

Euro-Raum, DE, EZB, Nord-/Osteuropa

Roland Gnan, -26658

USA, Fed, Nord-/Mittelamerika

Verena Strobel, -21320

Südeuropa, Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Dr. Alexander Kalb, -22858

Maschinen-/Anlagenbau, Westeuropa, Südamerika

Wolfgang Linder, -21321

Mobilität

Thomas Peiß, -28487

Energie

Miraji Othman, -25888

Technologie, Grundstoffe

Dr. Sebastian Schnejdar, -26386

Immobilien, Bau

Investment Research

Emanuel Teuber, -27070

Green Finance, Covered Bonds, Banken

Wolfgang Kiener, -27058

FX, Gold, Öl

Manfred Bucher, CFA, -21713

Zins- & Aktienstrategie, Asset Allokation

Dieter Münchow, -23384

Value Investing & Behavioral Finance

Georg Meißner, CFA, -26396

Banken

Pia Ahrens, -25727

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Matthias Gmeinwieser, CIA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Christian Strätz, CEFA, CIA, -27068

Corporate Bonds & SSD, Green Finance

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 23.11.2022. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Die im Text genannten Finanzmarktinformationen stammen von Bloomberg und Refinitiv, soweit nicht anders vermerkt.

Abkürzungsverzeichnis

Häufig verwendete Abkürzungen in Schaubildern und Tabellen:

ab:	arbeitstäglich bereinigt
BIP:	Bruttoinlandsprodukt
gg:	gegenüber
lS:	linke Skala
Md:	Monatsdurchschnitt
Me:	Monatsende
rS:	rechte Skala
sb:	saisonbereinigt
Vj:	Veränderung gegenüber Vorjahr
Vol:	Volumen
Vp:	Veränderung gegenüber Vorperiode

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de