



FERI Investment Research

Jahresausblick 2023

Konjunktur und Kapitalmärkte

MEHR
ERREICHEN

MEHR
ERKENNEN

Stand November 2022

FERI Investment Research
wünscht Ihnen ein gutes und
erfolgreiches Anlagejahr 2023.



Dr. Heinz-Werner Rapp
Vorstand und Chief Investment Officer FERI AG



In prägnanten Thesen erläutert **Dr. Heinz-Werner Rapp**
in diesem Video die Aussichten für Konjunktur und
Kapitalmärkte im Jahr 2023.

Inhalt

Szenario 2023: Zentrale Ergebnisse (Zusammenfassung)	Seite 4
Gesamtszenario 2023 (Überblick)	Seite 5
1. Weltwirtschaft und Kapitalmärkte in komplexem Stagflationsumfeld	Seite 6
2. Inflation: Rückläufig, aber auf hohem Niveau und mit Risiko struktureller Verfestigung	Seite 8
3. Geopolitik: Zunehmende globale Entkopplung, Eskalationspotenzial latenter Konflikte	Seite 10
4. USA: Geldpolitik im Fokus, gleichzeitig Zunahme innenpolitischer Risiken	Seite 11
5. Euroraum: Deutliche Rezession und strukturelle Schwäche	Seite 12
6. China: Anhaltend begrenzte Wachstumsdynamik, verstärkte strukturelle Hemmnisse	Seite 13
7. Schwellenländer: Partielle Aufhellungen	Seite 14
8. Rohstoffe: Heterogenes Bild, strukturelle Veränderungen bei Energierohstoffen	Seite 15
9. Gold: Temporäre Schwäche, aber anhaltende strategische Attraktivität	Seite 16
10. US-Dollar: Potenzial für weitere Stärke begrenzt, deutliche Abschwächung 2023 möglich	Seite 17
Alternative Szenarien für das Jahr 2023	Seite 19
1. Positiv-Szenario: Deeskalation des Russland-Konflikts, deutlich sinkende Inflationsraten, weltwirtschaftliche Erholung	Seite 19
2. Negativ-Szenario: Einbruch der chinesischen Wirtschaft	Seite 20
3. Negativ-Szenario: Massive geopolitische Eskalation	Seite 21
Worauf man außerdem noch achten sollte:	
Selektive „Grey Swan“-Risiken für das Jahr 2023	Seite 22
▶ Neue Finanz- und Wirtschaftskrise infolge massiver Cyberangriffe	Seite 22
▶ Politische Paralyse der USA mit geopolitischen Folgeschäden	Seite 22
▶ Politische Krise der EU oder des Euroraums	Seite 23

Szenario 2023: Zentrale Ergebnisse (Zusammenfassung)

Kernthesen für 2023

Implikationen für Investoren

1. Weltwirtschaft und Kapitalmärkte in komplexem Stagflationsumfeld	<i>Inflation graduell rückläufig, aber auf hohem Niveau; Aktienmärkte aufgrund verbesserter Bewertungen konstruktiver, trotz schwacher Fundamentaldaten</i>
2. Inflation: Rückläufig, aber auf hohem Niveau und mit Risiko struktureller Verfestigung	<i>Zinsdruck tendenziell nachlassend: Zinssensitive Aktien-segmente (z. B. Technologie-, Wachstums- und Immobilienwerte) und Qualitätsanleihen mit Erholungspotenzial</i>
3. Geopolitik: Zunehmende globale Entkopplung, Eskalationspotenzial latenter Konflikte	<i>Diverse Krisen mit Eskalationspotenzial (Ukraine, Iran, Taiwan); Anhaltender strategischer Konflikt USA - China; „Risiko-Hedges“ sinnvoll: Gold, USD, Energierohstoffe</i>
4. USA: Geldpolitik im Fokus, gleichzeitig Zunahme innenpolitischer Risiken	<i>Innenpolitische Blockade wahrscheinlich; Geldpolitik im Basisszenario weniger belastend; Schwellenländer-Aktien und Small Caps mit Aufholpotenzial</i>
5. Euroraum: Deutliche Rezession und strukturelle Schwäche	<i>Fundamentales Umfeld sehr unfreundlich; tiefe Bewertungen begrenzen Abwärtspotenzial von Aktien; Qualitätsanleihen konstruktiv</i>
6. China: Anhaltend schwache Wachstumsdynamik, verstärkte strukturelle Hemmnisse	<i>Wirtschaft unter Druck und zunehmend dirigistisch; Aktien mit strukturellem Bewertungsabschlag; Renten moderat freundlich; Renminbi schwach</i>
7. Schwellenländer: Moderat verbesserter Ausblick	<i>Fundamentaldaten unter Druck; nachlassender Zinsdruck und graduelle Dollar-Abschwächung als Positivfaktoren; generell: hohe Selektivität erforderlich</i>
8. Rohstoffe: Heterogenes Bild, strukturelle Veränderungen bei Energierohstoffen	<i>Stagnation der Weltwirtschaft (China) dämpft Nachfrage; anhaltende Angebotsengpässe; strategische Positionen als Risiko-Hedge sinnvoll (Geopolitik; Inflation)</i>
9. Gold: Temporäre Schwäche, aber anhaltende strategische Attraktivität	<i>Hohe Realzinsen als Belastungsfaktor; strategische Treiber intakt: Überschuldung, monetäre Verwässerung und Trend zu finanzieller Repression</i>
10. US-Dollar: Potenzial für weitere Stärke begrenzt, deutliche Abschwächung 2023 möglich	<i>Fed-Zinsanhebung als Unterstützung; aber: strategische Belastungsfaktoren („Twin Deficit“), nachlassende „Safe Haven“-Nachfrage; generell: reduzierte USD-Exponierung</i>

Jahresausblick 2023 für Konjunktur und Kapitalmärkte

Gesamtszenario 2023 (Überblick)

Das vergangene Jahr 2022 markiert – in sehr unterschiedlichen Aspekten – eine einschneidende und äußerst tiefgreifende **Szenariowende**. Der erste Wendepunkt ist das Auftreten hoher globaler **Inflationsraten**, erstmals seit über 40 Jahren. Der zweite Wendepunkt betrifft die globale **Geldpolitik**, die unter dem Druck dieser hohen Inflationsraten ihren langjährigen Kurs ungehemmter monetärer Expansion abrupt umkehren musste. Der dritte Wendepunkt betrifft die **Geopolitik**, die mit dem russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine, aber auch durch die globalen Ambitionen Chinas, vor völlig neuen Rahmenbedingungen und Herausforderungen steht. Der vierte Wendepunkt liegt in der Desillusionierung der europäischen **Energiepolitik**, die erstmals seit vielen Jahren mit ernsthaften Knappheiten und möglichen Versorgungskrisen umgehen muss. Die Summe all dieser Faktoren erzeugt ein im Vergleich zu den Vorjahren **massiv verändertes Wirtschafts- und Anlageszenario von enormer Komplexität**, das nach 2022 auch das Jahr 2023 (und viele Folgejahre) entscheidend prägen wird.

Diese Veränderungen haben bereits 2022 schwere **Verwerfungen und Korrekturen** von historischem Ausmaß an vielen Anlagemärkten ausgelöst. Gleichzeitig wurde ein zuvor noch robuster Kurs der Weltwirtschaft abrupt in Richtung steigender globaler **Rezessionsrisiken** gedrängt. Viele der im „Wendejahr 2022“ veränderten Rahmenbedingungen wirken in vollem Umfang auch noch auf das Anlagejahr 2023 ein. Und: Einige der 2022 neu geformten Trends und Risiken dürften sogar erst im aktuellen Jahr 2023 voll zur Geltung kommen. Speziell die **geopolitische Zeitenwende**, ausgelöst zunächst von Russland, auf globaler Ebene aber vor allem durch China stark vorangetrieben, wird in den kommenden Jahren massive Veränderungen in Weltwirtschaft und Anlagemärkten nach sich ziehen: Erstmals seit Jahrzehnten dürfte der Faktor „**Geopolitik**“, mit einer klaren Tendenz in Richtung „Kalter Krieg 2.0“, das globale Umfeld und wirtschaftliche Rahmendaten stark dominieren.

Mit Blick auf das **ökonomische Szenario** sind für das Anlagejahr 2023 nur eingeschränkte Prognosen möglich. Viele Entwicklungen sind vorerst noch durch die komplexen Folgen des **Ukraine-Kriegs** stark beeinflusst und verlaufen somit eher „irregulär“. Auch die möglichen Auswirkungen **hoher Inflationsraten** sowie verschärfter globaler Zinsstraffung lassen sich nur näherungsweise abschätzen. In Europa spielt zudem noch das Problem **stark gestiegener Energiepreise** und deren künftiger Dynamik eine zentrale Rolle für den Konjunkturverlauf. Verschärfend kommt hinzu, dass auch die wirtschaftliche Entwicklung **Chinas** zunehmende Risiken aufweist: Wachsender **politischer Dirigismus** und direkte Einflussnahme der Regierung *Xi Jinping* auf wichtige Bereiche der Wirtschaft gefährden das bisherige Wachstumsmodell der Volksrepublik und bremsen so die Weltwirtschaft.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass 2023 durch **deutliche Abschwächungen** sowie rezessive Tendenzen in vielen Bereichen der Weltwirtschaft geprägt sein wird. Dies bedeutet schwächere Unternehmensgewinne und latenten **Margendruck** in konjunktursensitiven Sektoren. Partielle Aufhellungen im Jahresverlauf sind möglich, setzen aber eine deutliche Entspannung bei Inflation, Energiepreisen und den globalen Zinstrends voraus. Für die Kapitalmärkte impliziert dieses Bild bessere Aussichten für Investoren an den **Rentenmärkten**, während die **Rohstoffmärkte** 2023 eher Schwäche zeigen dürften. An den **Aktienmärkten** sind 2023 deutliche Erholungen möglich, allerdings wohl von tiefen Niveaus. **Gold** verspricht für 2023 eine eher unauffällige Entwicklung. Der **US-Dollar** dürfte sich im Jahresverlauf 2023 spürbar abschwächen, während der **Euro** Aufholpotenzial hat.

Nachfolgend wird das Szenario 2023 für Konjunktur und Kapitalmärkte in 10 Kernthesen weiter analysiert.

1. Weltwirtschaft und Kapitalmärkte in komplexem Stagflationsumfeld

In den USA, in Europa und in fast allen Schwellenländern haben steigende Inflationsraten weit über die Zielmarken der Notenbanken hinaus diese zu einem drastischen Kurswechsel gezwungen: Das Ziel der **Inflationsbekämpfung** genießt vorerst absolute Priorität, Folge sind vielfach scharfe Zinsanhebungen. Für die Kapitalmärkte bedeutet dies einen einschneidenden **Paradigmenwechsel**: Während in den zurückliegenden Jahren die **massive Geldschöpfung** der Notenbanken (mit starker Aufblähung des globalen Finanzsystems) eine wesentliche Triebkraft war, müssen sich die Märkte nun auf ein Umfeld deutlich eingeschränkter und teilweise sogar rückläufiger Liquidität einstellen.

Die Auswirkungen von Krisen sowohl im realwirtschaftlichen Umfeld als auch im Finanzsektor wurden durch expansive Geldpolitik großer Notenbanken zu einem erheblichen Teil kompensiert. Im Jahr 2022 hat dieses Muster ein abruptes Ende gefunden. Der scheinbar einfache Ausweg, ökonomische Probleme durch „Gelddrucken“ zu lösen, ist somit auf absehbare Zeit versperrt. Damit kommt 2023 den **realwirtschaftlichen Faktoren** (Wirtschaftswachstum, Unternehmensgewinne, Zinsentwicklung) wieder eine entscheidende Bedeutung zu. Hinzu kommen mögliche Folgen der geoökonomischen Zeitenwende, die das gesamte Koordinatensystem der Geopolitik spürbar verändern (vgl. These 3).

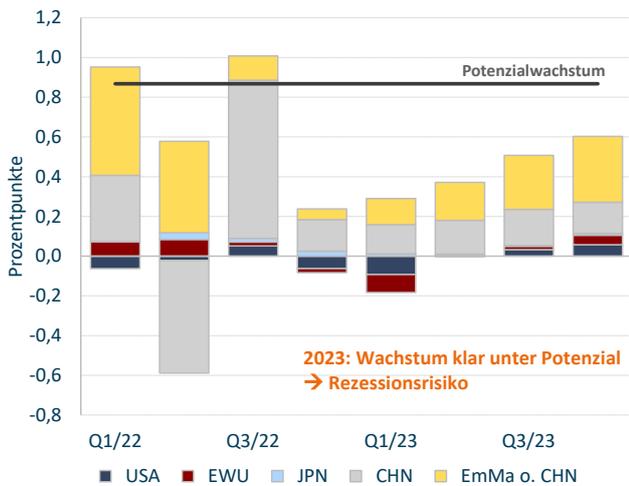
Das globale Umfeld bleibt vorerst äußerst komplex und wird durch folgende Faktoren charakterisiert:

- Die sehr hohen Inflationsraten erreichen ihren Höhepunkt und gehen in der ersten Hälfte des Jahres 2023 spürbar zurück, bleiben aber deutlich über den Zielmarken der Notenbanken.
- Massive Verwerfungen an den Energiemärkten bergen das Risiko anhaltend hoher oder weiter steigender Energiepreise (mit einem potenziell bremsenden Effekt auf den Inflationsrückgang).
- Die globale Konjunkurdynamik ist negativ und wird durch strukturelle Schwäche in China weiter belastet, speziell in Europa und den USA bestehen erhebliche Rezessionsrisiken.
- Die großen Notenbanken behalten ihren restriktiven Kurs vorerst noch bei, könnten diesen aber angesichts drohender Rezessionen früher als erwartet abmildern oder durch steigende Systemrisiken sogar zu einer abrupten Kurskorrektur gezwungen werden.
- Geopolitische und geostrategische Konflikte (Russland - NATO, China - USA, Iran) gewinnen an Intensität und beschleunigen einen Prozess strukturell zunehmender **Deglobalisierung**.

Zwischen den einzelnen Faktoren bestehen komplexe Wechselwirkungen und intensive gegenseitige Verstärkungsmechanismen, die zu sehr **verschiedenartigen Szenarioverläufen** führen können. Das Denken in Szenarien und die schnelle Reaktion auf neue Entwicklungen werden deshalb 2023 immer wichtiger.

Die Mehrzahl der skizzierten Belastungsfaktoren wird 2023 ihre volle Wirkung entfalten und durch ihr Zusammenspiel das fundamentale Umfeld spürbar eintrüben. Die Unternehmensgewinne geraten 2023 im Vergleich zum Vorjahr spürbar unter Druck; vielfach sind deutliche Gewinnrezessionen zu erwarten. Viele Aktienmärkte haben jedoch bereits 2022 ein verschlechtertes Fundamentumfeld eingepreist und starten mit deutlich verbesserten Bewertungen ins Anlagejahr 2023. Daher sollten Aktienmärkte 2023 grundsätzlich freundlicher tendieren, als das schwache Fundamentumfeld suggeriert. Wichtige Unterstützung könnte dabei von den globalen Rentenmärkten ausgehen, die sich 2023 spürbar stabilisieren oder sogar leicht erholen sollten. Dennoch sind eindeutige, über längere Zeit stabile Trends an den Kapitalmärkten im kommenden Jahr eher unwahrscheinlich. Neben dem Faktor Geopolitik bleibt vor allem die Geldpolitik im stagflationären Umfeld ein zentraler Unsicherheitsfaktor. Folglich dürfte das Anlagejahr 2023 von häufigen Trendwechseln und Phasen hoher Volatilität gekennzeichnet sein. Ein agiles Portfolio-management, das auf marktspezifische Chancen und Risiken adäquat reagiert, ist 2023 somit unerlässlich.

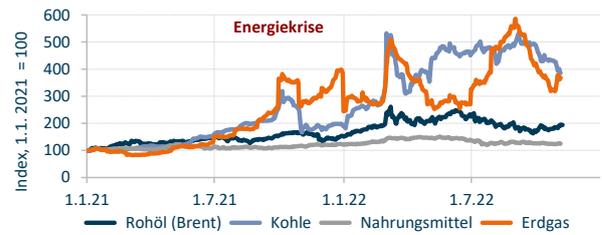
BIP global: Wachstumsbeiträge - Quartalswerte -



USA: Zinsstrukturkurven

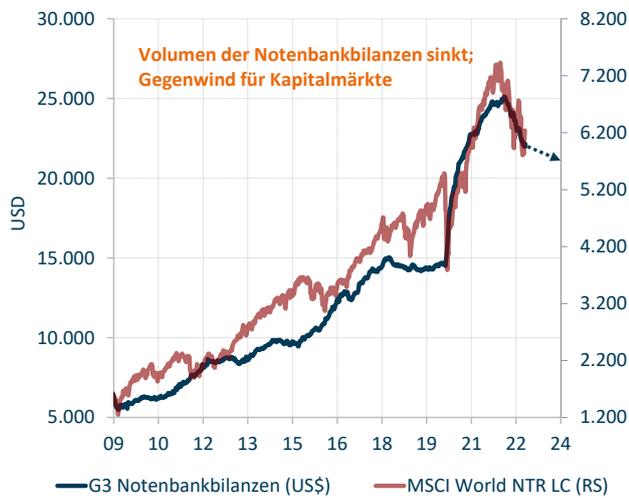


Rohstoffpreise

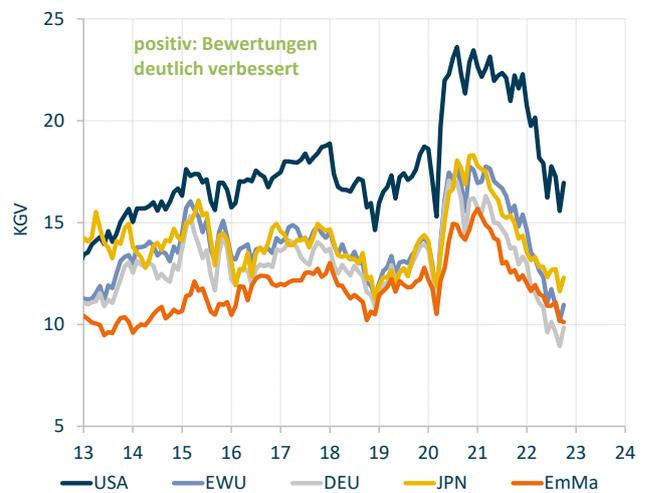


© FERI

Notenbankbilanzen vs. Aktienkurse - Wochenwerte -



Bewertungen: Kurs-Gewinn-Verhältnis - Zukunfts-basierte Monatswerte -



© FERI

2. Inflation: Rückläufig, aber auf hohem Niveau und mit Risiko struktureller Verfestigung

Bereits im Ausblick für das Jahr 2021 wurde das Thema „Inflation“ als zentraler Risikofaktor hervorgehoben. Wichtigster Treiber ist die extrem **expansive Fiskalpolitik** während der Corona-Pandemie, die von den großen Notenbanken durch **massive Geldschöpfung** finanziert wurde. Durch diese aktive Verschränkung von Geld- und Fiskalpolitik („OMF“) wurde ab 2020 die Basis für spätere Inflation gelegt.

2022 haben dann der schnelle und drastische Preisanstieg für viele Energieträger und Rohstoffe sowie andauernde Störungen globaler Lieferketten die Inflationsdynamik weiter angeheizt und auf das **höchste Niveau seit Jahrzehnten** getrieben. Im Jahr 2022 verzeichnen sämtliche OECD-Mitgliedsländer stark gestiegene Inflationsraten. In den USA und im Euroraum wurden 2022 Spitzenwerte von 8 bis 10% erreicht. Auch in den meisten Schwellenländern liegt die Inflation deutlich höher als in den zurückliegenden Jahren.

Ab der Jahreswende 2022/23 dürften die Inflationsraten infolge statistischer Basiseffekte zunächst sinken. Dazu beitragen dürfte auch die globale wirtschaftliche Schwäche, die sich noch spürbar verschärfen könnte. Dennoch ist die von den meisten Notenbanken angestrebte 2%-Marke in absehbarer Zeit kaum erreichbar. Im Durchschnitt des Jahres 2023 rechnen wir für die USA mit einer Inflationsrate von mehr als 4%, für den Euroraum mit mehr als 7%.

Mittel- und langfristig wirken auch **strukturelle Faktoren** in Richtung einer generell höheren Inflation, insbesondere:

- demographisch bedingte Knappheiten an den Arbeitsmärkten, mit der Folge stärker steigender Löhne;
- der teilweise Rückbau der Globalisierung, mit der Folge höherer Kosten für Güter und Dienstleistungen;
- die stärkere Rolle des Staates in der Wirtschaft (Dirigismus), einschließlich neuer Umverteilungselemente;
- die Kosten der ökologischen Transformation, insbesondere politisch gewollte steigende Energiekosten.

Das Zusammenspiel dieser Faktoren bedeutet, dass auch zukünftig mit „überraschender“ Inflation zu rechnen ist. Dies gilt umso mehr, wenn die Notenbanken ihren aktuellen Modus strikter Inflationsbekämpfung nicht über längere Zeit fortführen sollten, wovon mit einiger Wahrscheinlichkeit auszugehen ist. Speziell die EZB befindet sich schon heute in einem **tiefgreifenden Zielkonflikt** zwischen glaubwürdiger Inflationsbekämpfung und dem Primat einer Stabilisierung der Eurozone. Derartige Zielkonflikte implizieren künftig eine verstärkte Hinwendung zum Prinzip „finanzieller Repression“, also eines gezielten Umfelds systematisch „zu tiefer“ Zinsen (relativ zur Inflationsrate).

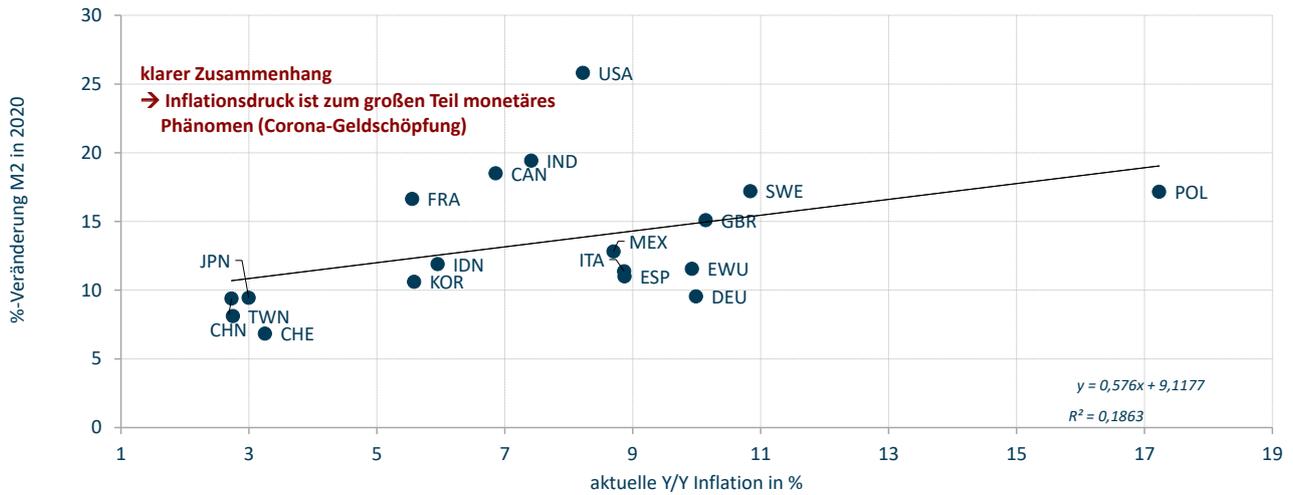
Perspektivisch resultiert aus dieser Gesamtkonstellation eine deutlich erhöhte Wahrscheinlichkeit für die **Verfestigung höherer Inflationserwartungen**.

Dies bedeutet speziell für die Kapitalmärkte eine **signifikante Szenarioveränderung** („Regime Shift“):

- Das über Jahrzehnte gewohnte Umfeld niedriger Inflation und moderater Zinsen dürfte auf absehbare Zeit beendet sein, was spürbare Implikationen für alle Anlageklassen mit sich bringt.

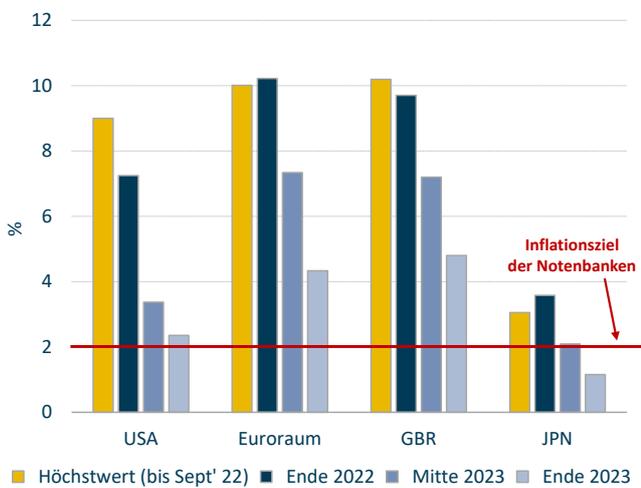
Die scharfen Korrekturen der Aktienmärkte im Jahr 2022 reflektieren überwiegend eine Kontraktion der Bewertungsfaktoren als Folge rapide steigender Zinsen. Aktuell belasten schwaches Wirtschaftswachstum, hohe Inflation und steigende Lohnkosten die Gewinnmargen vieler Unternehmen, was auch 2023 noch Druck auf die Aktienmärkte ausüben dürfte. Gegenläufig dazu ist aber 2023 eine Entlastung der Bewertungen durch nachlassenden Zinsdruck oder sogar graduell sinkende Zinsen plausibel, denn 2023 ist durch ein schwaches Fundamentumfeld und rückläufige Inflationsraten geprägt. Gleichzeitig sollte sich die Straffung der globalen Geldpolitik bereits im Spätzyklus befinden. In diesem Umfeld dürfte – zumindest phasenweise – der Aufwärtsdruck bei den Langfristzinsen spürbar nachlassen. Zinnsensitive Segmente, wie Technologie-, Wachstums- oder Immobilienaktien, wären in solchen Phasen klare Favoriten. Auch langlaufende Anleihen erstklassiger Bonität könnten gute Performancechancen bieten. Negative Überraschungen von der Zinsseite drohen, falls Inflationsraten und -erwartungen langsamer sinken als angenommen. Das ist ein plausibles Risikoszenario für die zweite Jahreshälfte, abhängig unter anderem von der weiteren (vor allem auch geopolitisch bedingten) Entwicklung bei Energie- und Rohstoffpreisen (vgl. These 3).

Global: Geldmengenwachstum vs. Inflation
 - ausgewählte Regionen/Länder, Monatswerte (Stand: September) -



© FERI

Inflation: Ausgewählte Länder
 - Jahreswerte -



USA: Inflation und „Sticky Inflation“



Bewertungen vs. Zinsen



© FERI

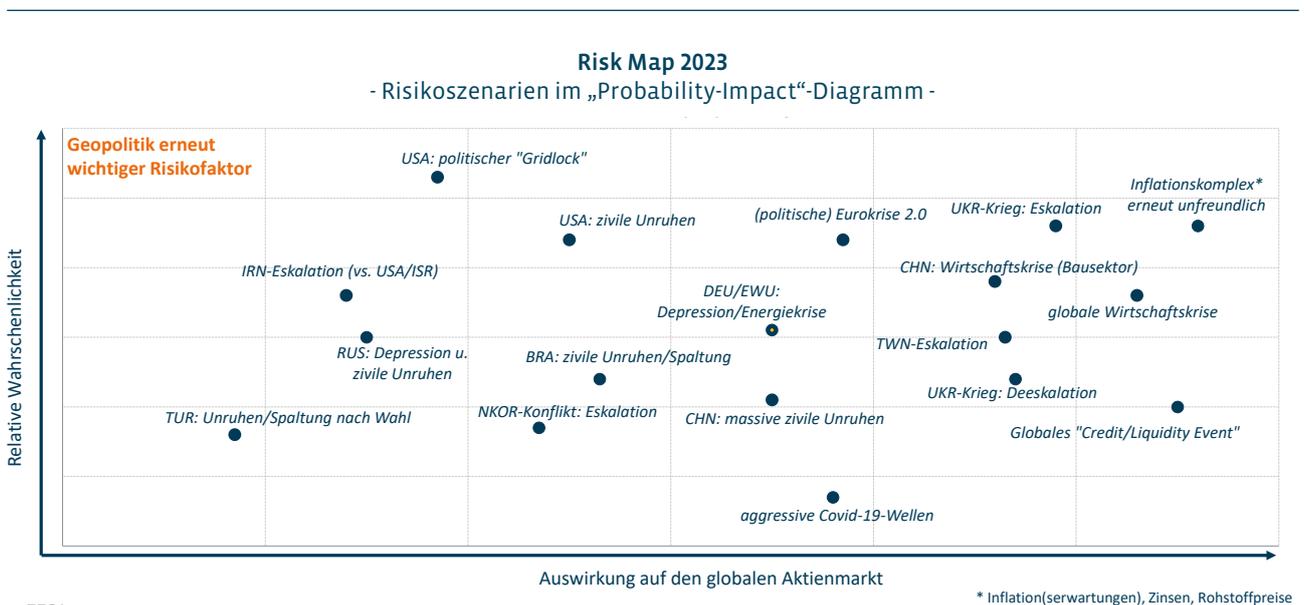
3. Geopolitik: Zunehmende globale Entkopplung, Eskalationspotenzial latenter Konflikte

Seit dem 24. Februar 2022 steht der akute Konflikt zwischen Russland und der westlichen Staatengemeinschaft im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit. Daraus resultiert eine weltweite Blockbildung, bei der westliche Länder auf der einen Seite stehen, während China und Russland sich zunehmend als **antiwestliche Achse** positionieren. Es muss davon ausgegangen werden, dass der Krieg in der Ukraine auch das Jahr 2023 noch in Teilen dominiert. Die relative militärische Erfolglosigkeit Russlands birgt zudem die Gefahr, dass Russlands Präsident Putin weitere Eskalationspotenziale nutzt, bis hin zum Einsatz taktischer Atomwaffen (vgl. dazu auch: „Negativszenario Nr. 3“ im Schlussteil).

Von mindestens genauso großer Relevanz bleibt die anhaltende strategische Rivalität zwischen den USA und China, die nicht nur ein Ringen um globale Dominanz darstellt (*Hegemonialkonflikt*), sondern zunehmend auch Züge eines **ideologischen Systemkonflikts** aufweist („Autokratie“ vs. „Demokratie“). Dieser Konflikt gewinnt durch eine zunehmend aggressive chinesische Außenpolitik an Brisanz, insbesondere im Hinblick auf die **Taiwan-Frage**. Für das Jahr 2023 ist vorstellbar, dass China die Bereitschaft der USA zur Unterstützung Taiwans immer weiter austestet und dabei „Kollateralschäden“ – in Form weiter verschlechterter wirtschaftlicher Beziehungen, neuer Sanktionen und möglicher militärischer Zwischenfälle – bewusst in Kauf nimmt. Daneben schreitet die **wechselseitige Entkopplung** der beiden Wirtschaftsräume weiter voran. Der Prozess der Deglobalisierung, der auch andere Wirtschaftsräume wie die EU vor schwierige Entscheidungen stellt, ist somit bereits Realität und wird sich 2023 fortsetzen.

Auch der weiterhin ungelöste **Iran-Konflikt** und die Krise des dortigen Regimes könnten in eine Eskalation mit gravierenden Folgen münden (auch in Form steigender Ölpreise), zumal die iranische Führung weiter unbeirrt an ihrer Nuklearstrategie festhält und deshalb 2023 auch proaktive militärische Reaktionen von Seiten Israels denkbar sind.

Auch 2023 bleiben geopolitische und geoökonomische Risiken relevante Markttreiber. Diese Risiken sind zwar oftmals nur latent im Hintergrund, haben aber das Potenzial, jederzeit scharfe Marktbewegungen auszulösen. Der Ukraine-Krieg und die Konfrontation zwischen Russland und dem Westen sind zwar hinreichend von den Märkten eskomptiert. Drastische Spannungen zwischen dem Westen und Russland hätten aber noch weiteres Belastungspotenzial für die Finanzmärkte zur Folge. Ähnliches gilt für eine mögliche Eskalation im Verhältnis zwischen den USA und China, speziell mit Blick auf die Taiwan-Frage. Hier darf nicht vergessen werden, dass der weltweit führende Hersteller von Höchstleistungschips seinen Sitz in Taiwan hat (TSMC). Auch der Iran-Konflikt bleibt latent bedrohlich, da dort die Gefahr militärischer Interventionen überdurchschnittlich hoch ist (mit Folgen für den Ölpreis). Vor diesem Hintergrund sind 2023 sowohl intensive Risikoanalysen als auch strategische „Risiko-Hedges“ in Form von Gold, US-Dollar und Energierohstoffen sinnvoll.



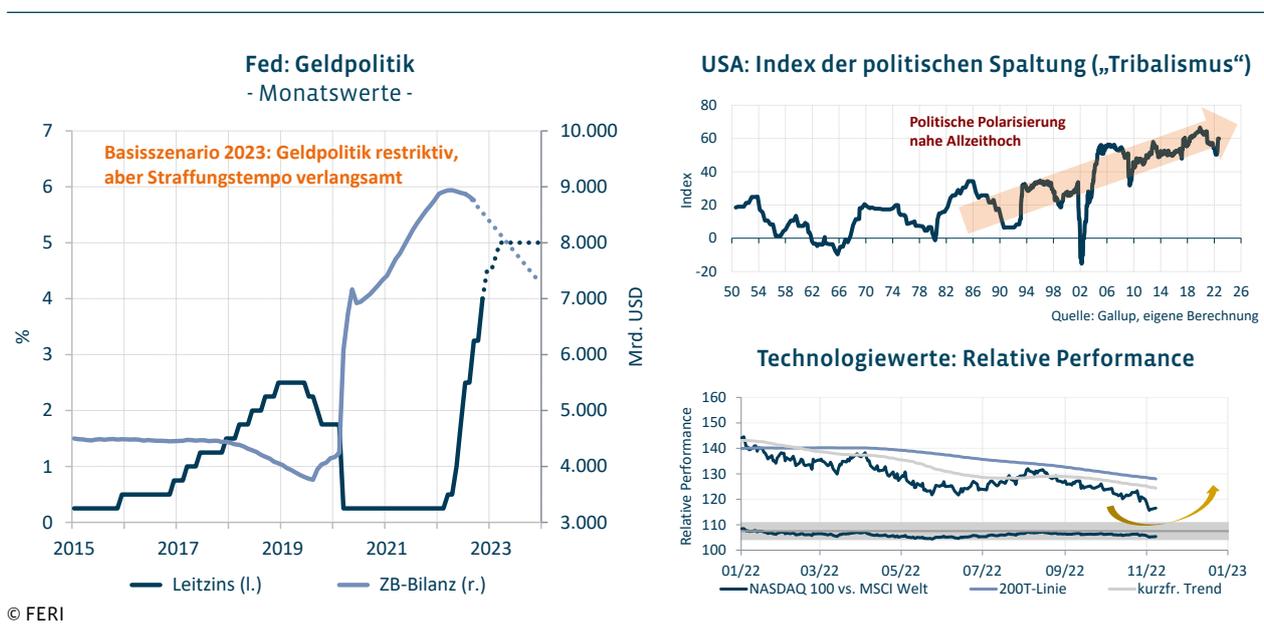
4. USA: Geldpolitik im Fokus, gleichzeitig Zunahme innenpolitischer Risiken

Die Notenbank Fed hebt ihren Leitzins bis zum Frühjahr 2023 bis auf etwa 5% weiter an und entzieht dem Finanzsystem bis auf weiteres 95 Mrd. US-Dollar monatlich an Liquidität („Quantitative Tightening“). Entscheidend für die US-amerikanischen Kapitalmärkte dürften vor allem der weitere Handlungspfad der Notenbank und dessen realwirtschaftliche Folgen sein. Wegen der Komplexität des Problemkreises ist hier das **Denken in Szenarien** unerlässlich: Im Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Fed im Frühjahr den Zinserhöhungszyklus beendet und die Wirtschaft eine moderate Rezession durchläuft. Erhebliche Anpassungsprobleme in vielen Sektoren sind bereits jetzt sichtbar. Speziell an den US-Immobilienmärkten führt der rapide Zinsanstieg zu ernstesten Verwerfungen. Steigende Zinsen und die Rezession lassen allerdings die Inflationsrate spürbar sinken, die sich Ende des Jahres 2023 dem 2%-Ziel nähert.

Sollte die Fed dagegen die Zinsen zu frühzeitig senken, beginge sie einen Politikfehler, weil mit einer anhaltend robusten Konjunktur auch die Inflationsdynamik zu hoch bliebe und die Fed zwingen könnte, den Zinserhöhungszyklus wieder aufzunehmen. Umgekehrt würde eine zu weitgehende Straffung der Geldpolitik mit Leitzinsen deutlich über 5% die US-Wirtschaft in eine scharfe Rezession treiben.

Im Jahr 2023 nehmen auch die **innenpolitischen Verspannungen** der USA weiter zu. Extreme Polarisierung und anhaltende Zweifel an der Festigkeit demokratischer Prinzipien gefährden die politische Stabilität und Integrität der USA. Diese Aspekte könnten die USA 2023 sowohl innenpolitisch als auch außenpolitisch zunehmend blockieren (vgl. dazu auch: „Grey Swans“ im Schlussteil).

Grundsätzlich bietet das Ende des Zinserhöhungszyklus der Fed (Basisszenario) den globalen Aktien- und Rentenmärkten das Potenzial für eine Erholung. Im Fall einer tiefen Rezession (Risikoszenario) wäre mit nochmaligen deutlichen Marktkorrekturen sowie möglichen „systemischen Unfällen“ zu rechnen. Wenn die Fed wie erwartet schon früh im Jahr 2023 den Zinserhöhungszyklus beendet, gestaltet sich das Marktumfeld konstruktiver. Zu den Segmenten, die dann attraktive Performancechancen bieten, zählen Technologie- und Wachstumswerte, Schwellenländer-Aktien und kleinkapitalisierte Aktientitel (Small Caps). Generell ist das Chance-Risiko-Profil der US-amerikanischen Aktienmärkte auch 2023 wegen der hohen Energieautarkie der USA und der Präsenz global führender Technologiekonzerne besser als das anderer Weltregionen. Belastend könnte sich allerdings das innenpolitische Umfeld in den USA auswirken, das sich zunehmend in Richtung autokratischer Strukturen entwickelt (vgl. dazu die Analyse des FERI Cognitive Finance Institute: „Amerika auf dem Weg zur Autokratie – Anatomie und Perspektiven einer gespaltenen Großmacht“, 2022).



5. Euroraum: Deutliche Rezession und strukturelle Schwäche

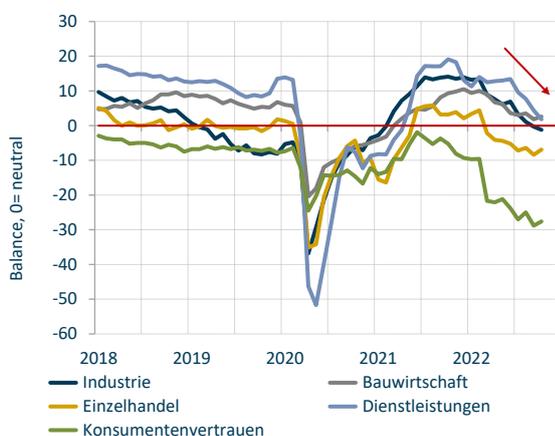
Der Euroraum wird von den Verwerfungen der globalen Energiemärkte stärker getroffen als jede andere Region der Welt. Massive Kaufkraftverluste aufgrund der hohen Inflation und enorme **Kosten- und Ertragsbelastungen** vieler Unternehmen sowie der partielle Verlust an Wettbewerbsfähigkeit führen im Winter 2022/23 zu einer Rezession. Wichtige Exportmärkte wie China zeigen deutliche Schwäche, und unter einer möglichen ernsthaften Abkühlung der weltwirtschaftlichen Dynamik (Stichwort: US-Rezession) würde insbesondere Europa leiden. Insgesamt bleibt der Ausblick für Europa angesichts der volatilen Entwicklung der Energiepreise und einer auch für den folgenden Winter (2023/24) nicht gesicherten Gewährleistung von Energiesicherheit sehr unsicher, besonders für die Länder, die stark von russischer Energie abhängig waren (Deutschland, Italien, Österreich).

Im Laufe des Jahres 2023 sinkt die Inflation zwar auch in Europa, jedoch deutlich langsamer als in den USA. Die EZB hat wegen ihres viel zu späten Einstiegs in die geldpolitische Straffung ein erhebliches Nachholpotenzial und wird deshalb auch im Laufe des Jahres 2023 die Leitzinsen weiter bis auf ein Niveau von mehr als 3% anheben.

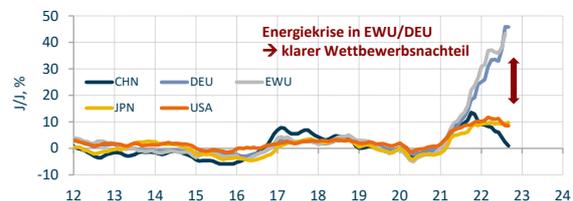
Die **Zeitenwende in der Geopolitik** und die verstärkten Deglobalisierungsprozesse stellen Europa insgesamt vor ernsthafte Herausforderungen: Ungelöste Themen auf europäischer Ebene sind unter anderem die Entwicklung einer Strategie zur Minimierung von Abhängigkeiten von einzelnen Anbietern, insbesondere hinsichtlich wichtiger Rohstoffe und Energieträger, eine klare Positionierung im Hegemonialkonflikt zwischen den USA und China, eine eigenständige Industriepolitik, eine ausgewogene Klimaschutzpolitik, die Etablierung von Mechanismen zur Begrenzung der ökonomischen Heterogenität innerhalb des Euroraums sowie die Gefahr, die von populistischen Politikansätzen einzelner Länder ausgeht (aktuell Italien, perspektivisch auch Frankreich).

Im fundamentalen Umfeld in Europa dominieren derzeit negative Faktoren. Allerdings liegen die aktuellen Bewertungsniveaus europäischer Aktien in der Nähe langjähriger Tiefstände, wodurch weiteres Abwärtspotenzial begrenzt ist. Ein „überstandener“ Winter in Kombination mit rückläufigen Energiepreisen würde europäischen Aktien 2023 spürbares Erholungspotenzial bieten. Aufgrund der strukturellen Schwächen des Euroraums, mit nur wenigen „Global Champions“ in zukunftssträchtigen Industrien, bleiben die strategischen Performancepotenziale europäischer Aktien jedoch begrenzt. Der Euro sollte sich 2023 moderat erholen, dürfte aber aufgrund struktureller Probleme sowie einer verfehlten Geldpolitik der EZB längerfristig zur Schwäche neigen.

Euroraum: Economic Sentiment (EU-Kommission)
- Monatswerte -



EWU: Erzeugerpreise



EWU und DEU: Kurs-Gewinn-Verhältnis



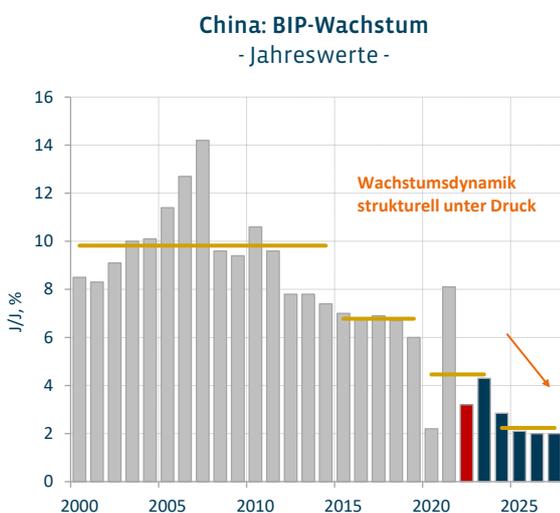
6. China: Anhaltend begrenzte Wachstumsdynamik, verstärkte strukturelle Hemmnisse

Die Wachstumsdynamik der chinesischen Wirtschaft wird durch die bislang verfolgte strikte Null-Covid-Politik und zusätzlich durch die massiven Probleme im Immobiliensektor begrenzt. Hinzu kommt, dass die chinesische Führung generell hohen Wachstumsraten keine absolute Priorität mehr einräumt. Vor diesem Hintergrund rechnen wir auch für das Jahr 2023 mit einer gesamtwirtschaftlich moderaten Wachstumsrate von etwas mehr als 4%, wobei signifikante Abweichungen nach unten wahrscheinlicher sind als solche nach oben.

Die Bewertung der weiteren Perspektiven Chinas muss zunehmend vor dem Hintergrund einer unter *Xi Jinping* **grundsätzlich veränderten Entwicklungsstrategie** erfolgen. Kennzeichen dieser neuen Strategie sind eine dezidiert antikapitalistische Ausrichtung der Wirtschaftspolitik, das strikte Primat der Politik über die Wirtschaft (einschließlich harter regulatorischer Eingriffe in einzelne Wirtschaftsbereiche), die Konzentration auf die Binnenwirtschaft, die Gewährleistung technologischer Autarkie und das Ziel eines „gemeinsamen Wohlstands“ (einschließlich massiver Umverteilungsmaßnahmen).

Der 20. Parteitag der KP Chinas hat klargestellt, dass künftig nationalen, ideologischen und sicherheitspolitischen Zielen Vorrang gegenüber einer weiteren Liberalisierung der Wirtschaft eingeräumt wird. Chinas neues Führungstableau macht deutlich, dass diese Ziele im Zweifel konsequent durchgesetzt werden. Dies bedeutet, dass weiterhin mit kaum vorhersehbaren Eingriffen in Wirtschaft und Finanzmärkte gerechnet werden muss. Vor diesem Hintergrund dürfte das Wachstumspotenzial Chinas in den kommenden Jahren insgesamt deutlich begrenzt sein. Ein zusätzliches Risiko stellt der latent verschärfte **Hegemonialkonflikt** zwischen den USA und China dar: Die beschleunigte Entkopplung beider Wirtschaftsblocke könnte auch für China schmerzhaft werden (vgl. These 3).

Chinesische Aktien litten bereits 2022 deutlich unter deutlicher Wachstumsabschwächung und dirigistischer Politik („No Covid“). Angesichts neuer politischer Prioritäten mutieren viele Unternehmen faktisch zu „State-owned Enterprises“, was unternehmerische Freiräume eng limitiert. Strategisch belastend wirkt auch die Ende 2022 aktivierte Politik der USA, durch strikte Exportbeschränkungen bei Computerchips Chinas technologische Kapazitäten zu limitieren. Die Summe dieser gravierenden Veränderungen bedingt aus Kapitalmarktsicht einen strukturellen Bewertungsabschlag, der sich künftig noch ausweiten könnte. Chinesische Aktien bieten somit generell nur eine deutlich reduzierte Attraktivität. Dennoch kann das Wachstumspotenzial in speziellen Bereichen, die Chinas Regierung aktiv fördert, für risikobereite Investoren auch künftig noch selektive Anlagemöglichkeiten bieten. Chinesische Renten haben auch 2023 noch Chancen auf eine positive Wertentwicklung; jedoch zeigt der chinesische Renminbi zuletzt strukturelle Schwäche, die sich 2023 weiter fortsetzen könnte.



7. Schwellenländer: Partielle Aufhellungen

Die wirtschaftliche Entwicklung der meisten Schwellenländer wurde 2022 durch vier Faktoren belastet:

- stark steigende Inflationsraten und daraus resultierende Leitzinserhöhungen vieler Notenbanken;
- steigende Zinsen in Industrieländern und daraus resultierende Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern;
- ein relativ zu den eigenen Währungen sehr starker Dollar;
- die wirtschaftliche Schwäche Chinas.

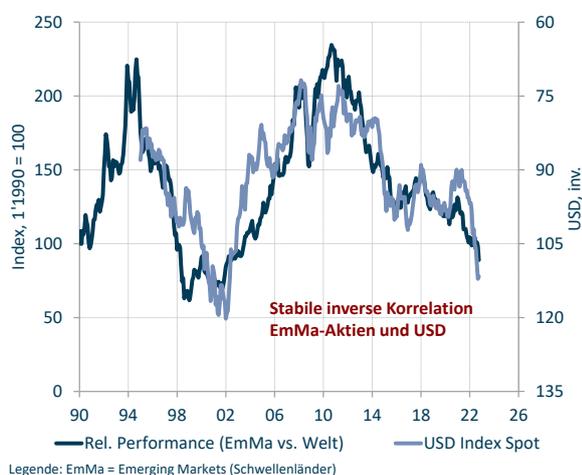
Umgekehrt konnten Schwellenländer mit hohen Exportanteilen bei Energierohstoffen, darunter etwa Brasilien und Saudi-Arabien, von der rohstoffseitig angespannten Situation des Jahres 2022 durchaus profitieren.

Gesamthaft hat jedoch die frühzeitige und starke geldpolitische Straffung vieler Notenbanken in einigen Schwellenländern **rezessive Entwicklungen** ausgelöst. Rückläufige Inflationsraten erlauben den Notenbanken ein Ende der restriktiven geldpolitischen Ausrichtung, und nach Durchlaufen der Rezession verbessern sich im Jahresverlauf 2023 die konjunkturellen Perspektiven wieder. Von China sind dagegen 2023 eher keine positiven Impulse zu erwarten (vgl. These 6). Die deutliche Wachstumsschwäche sowohl der USA als auch Europas stellt vorerst einen anhaltenden Belastungsfaktor dar. Zudem dürften die Perspektiven für die Schwellenländer stark von der weiteren Vorgehensweise der US-Notenbank beeinflusst werden (vgl. These 4).

Länder mit sehr schlechtem politischem Management leiden weiterhin unter unattraktiven Rahmenbedingungen: Zu nennen sind hier vor allem Russland, dessen Wirtschaft massiv sanktioniert wird, und die Türkei, wo die Eindämmung der extrem hohen Inflation eine wirtschaftspolitische Kehrtwende voraussetzt. Die Frage, ob zukünftig auch **China** zum Kreis der schlecht geführten Problemländer zählen wird, gewinnt nach der starken politischen Umorientierung durch *Xi Jinping* künftig deutlich an Gewicht (vgl. These 6).

Die Aktienmärkte der Schwellenländer haben 2022 bereits viele Negativfaktoren eingepreist und verzeichnen aktuell ein relativ attraktives Bewertungsniveau. 2023 bietet die Wirtschaftsentwicklung der meisten Schwellenländer, trotz anhaltender Belastungen, eine moderat aufgehellte Perspektive. Für die Aktienmärkte lässt dies, zumindest in relativer Betrachtung, eine robuste Entwicklung möglich erscheinen. Während osteuropäische Länder weiterhin von Unsicherheiten in der Energieversorgung belastet bleiben, könnten Länder mit soliden Währungen und Zahlungsbilanzen profitieren. Folglich ist hier auch 2023 noch Selektivität angebracht. Eine generelle Erholungsbewegung bei Schwellenländer-Aktien wäre plausibel, sobald eine deutliche Abwertung des US-Dollars mit spürbar sinkenden US-Zinsen einhergehen sollte (mögliches Szenario für 2023; vgl. Thesen 4 und 10).

Schwellenländer: Performance vs. US-Dollar
- Monatswerte -



Schwellenländer: Bewertungen
- Monatswerte, MSCI Daten -



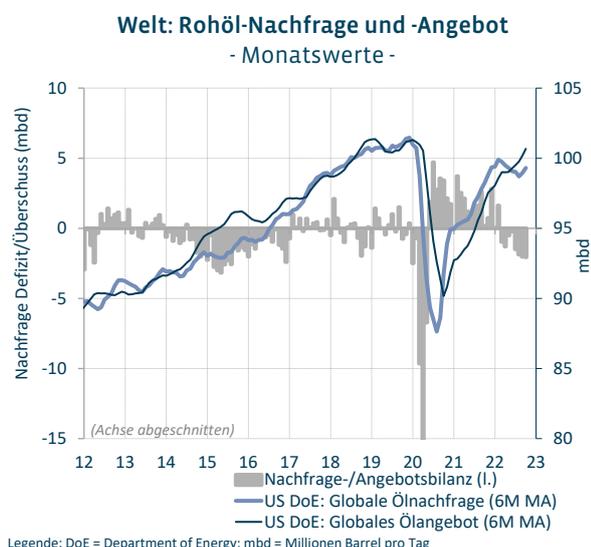
8. Rohstoffe: Heterogenes Bild, strukturelle Veränderungen bei Energierohstoffen

Nach dem russischen Überfall auf die Ukraine stiegen die Preise für die meisten Rohstoffe als Ausdruck hoher Unsicherheit und absehbarer Knappheiten in Folge des Krieges sprunghaft an. Die weitere Entwicklung im Jahresverlauf war nachfrageseitig von tendenziell schwächeren Daten im Angesicht einer zunehmenden Wirtschaftsschwäche bestimmt. Angebotsseitig hing die Preisentwicklung davon ab, inwieweit sich aus dem militärischen Konflikt selbst, den verhängten Sanktionen oder anderen Faktoren andauernde Knappheiten ergaben. Für Erdgas überwogen bei weitem die angebotsseitigen Faktoren mit der Folge neuer Preisspitzen; auch die Preise für Agrarrohstoffe zeigten 2022 ähnliche Verlaufskurven. Der Ölpreis bewegte sich in einem **Spannungsverhältnis** zwischen angebots- und nachfrageseitigen Faktoren, und bei Industriemetallen überwog die Nachfrageschwäche, mit der Folge deutlich sinkender Preise.

Angesichts der erwarteten Schwäche der Weltwirtschaft hängen die Perspektiven für Rohstoffe auch im Jahr 2023 maßgeblich von **angebotsseitigen Faktoren** ab: Der Ölpreis dürfte infolge des von der EU beschlossenen Öl-Teilembargos gegen Russland (Preisdeckel) und der Angebotskürzungen seitens der OPEC+ nach unten abgesichert sein und partiell Potenzial nach oben haben. Der Erdgaspreis dürfte sich auf einem hohen Niveau konsolidieren und könnte im Fall einer Konflikteskalation erneut nach oben ausbrechen. Industriemetalle könnten auf dem zum Ende des Jahres 2022 erreichten Niveau einen Boden finden, haben aber erst mit einer deutlichen Aufhellung der weltwirtschaftlichen Perspektiven wieder echtes Aufwärtspotenzial. Als gegenläufiger Faktor wirkt hier jedoch die deutliche Schwäche im chinesischen Immobiliensektor, wodurch die Nachfrage nach bestimmten Metallen deutlich gedämpft bleibt.

Langfristig ist davon auszugehen, dass infolge zunehmender Orientierung an Nachhaltigkeitszielen die Finanzierung von Investitionen in neue Förderstätten schwieriger und teurer wird. Parallel dazu treibt der anhaltende Trend zur Dekarbonisierung und Elektrifizierung eine dauerhaft hohe Nachfrage nach bestimmten Rohstoffen (Kupfer etc.). Insgesamt ergibt sich daraus in den kommenden Jahren ein nennenswertes **Potenzial für steigende Rohstoffpreise**.

Der Ausblick für Rohstoffe ist heterogen. Rohöl sollte 2023 neutral tendieren. Allerdings bleiben Ölpreise volatil, da Investoren laufend das Problem begrenzter Kapazitäten gegen die Risiken einer globalen Nachfrageschwäche sowie verstärkter Dekarbonisierungsbemühungen abwägen müssen. Erdgaspreise dürften 2023 tendenziell sinken, Industriemetalle von einer Stabilisierung in China profitieren, die allerdings nicht sicher ist. Für Agrarrohstoffpreise erscheinen eine moderate Entspannung der Angebotssituation und somit tendenziell sinkende Preise plausibel. Die Materialisierung ernster geopolitischer Risiken (vgl. These 3) oder eine erneute Inflationswelle hätten hingegen das Potenzial, Rohstoffpreise erneut stark steigen zu lassen. Vor diesem Hintergrund qualifizieren sich Rohstoffe auch 2023 als Teil einer aktiven Anlageausrichtung („Risiko-Hedge“ und „Inflationsschutz“).



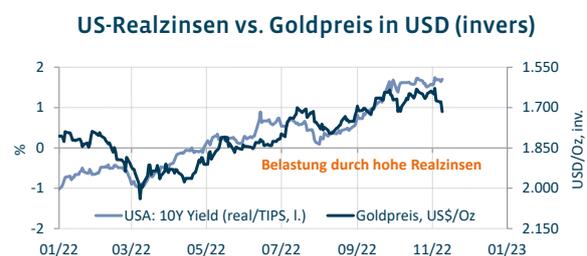
9. Gold: Temporäre Schwäche, aber anhaltende strategische Attraktivität

In einem Umfeld deutlich steigender (Real-)Zinsen verringert sich grundsätzlich die Attraktivität von Gold. Der im Jahresverlauf 2022 deutlich unter Druck geratene Goldpreis (in USD) ist deshalb keine Überraschung und entspricht den Erwartungen. Dieses Umfeld bleibt per Jahresanfang 2023 grundsätzlich erhalten: Die Notenbanken bleiben zunächst noch bei einer straffen Geldpolitik, gleichzeitig werden die Inflationsraten tendenziell zurückgehen. Infolgedessen erwarten wir vorerst **leicht steigende Realzinsen**, wodurch sich das Aufwärtspotenzial von Gold limitiert.

Allerdings dürfte das aktuelle Regime stark steigender Leitzinsen bereits im ersten Halbjahr 2023 deutlich abgemildert werden. Insbesondere die US-Fed könnte schon früh im Jahresverlauf eine „Zinspause“ oder sogar eine unerwartete Zinssenkung vollziehen (vgl. These 4). In einem solchen Umfeld würde sich der Ausblick für Gold spürbar aufhellen, insbesondere wenn gleichzeitig die Inflation noch deutlich vom Zielwert der Notenbanken entfernt wäre.

In längerfristiger Betrachtung behält der Ausblick für Gold seine strategische Attraktivität. Entscheidender Treiber dafür bleibt die Erwartung **strukturell höherer Inflation**. Dass die Notenbanken dauerhaft über den Zielwerten liegende Inflationsraten wirklich entschlossen bekämpfen, kann bezweifelt werden. Dies gilt umso mehr, als in Zukunft auch eine direkte Kontrolle der Langfristzinsen durch die Notenbanken (*Yield Curve Control*) oder andere Formen einer „finanziellen Repression“ zunehmend wahrscheinlich werden. Ein solches Szenario impliziert selbst im Fall temporär steigender Nominalzinsen strukturell **negative Realzinsen** (vgl. These 2).

Trotz temporärer Schwäche als Folge steigender Realzinsen behält der strategische Ausblick für Gold seine Attraktivität. Die hohe Verschuldung der Industrieländer zwingt deren Notenbanken auf absehbare Zeit zu einem sehr vorsichtigen Kurs, was einer stringenten Inflationsbekämpfung durch steigende Zinsen sehr enge Grenzen setzt. Die neue explizit „politische“ Zielfunktion großer Notenbanken sowie die Erwartung zunehmender finanzieller Repression bleiben äußerst valide Argumente, um an Gold festzuhalten oder in Schwächephasen Positionen strategisch weiter auszubauen (vgl. dazu die Studie des FERI Cognitive Finance Institute: „The Monetary Supercycle“, 2021).



© FERI

10. US-Dollar: Potenzial für weitere Stärke begrenzt, deutliche Abschwächung 2023 möglich

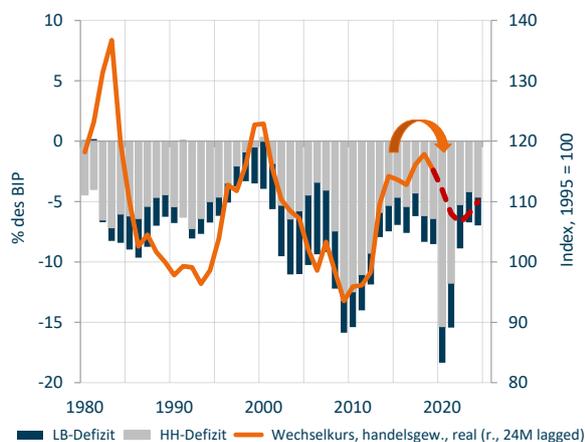
Die aggressive geldpolitische Straffung der Fed war bislang der wesentliche Treiber hinter der markanten Aufwertung des US-Dollars 2022. Auch die Rolle als „sicherer Hafen“ im Umfeld des Ukraine-Konflikts verlieh dem Dollar relative Stärke. Hinzu kommt die relative Energie-Autarkie der USA, die dem Land trotz globaler Energieknappheit eine günstige wirtschaftliche Entwicklung bescherte. Aus Euro-Sicht erwiesen sich das Glaubwürdigkeitsdefizit der EZB, die im Euroraum höhere Inflation und die schlechteren konjunkturellen Perspektiven in Europa als zusätzliche Belastungsfaktoren, die den Euro zwischenzeitlich unter die Parität zum Dollar trieben.

Die meisten Faktoren hinter der Dollar-Stärke bleiben zunächst noch wirksam und verhindern vorerst eine grundsätzliche Trendumkehr. Der Dollar ist allerdings auf dem aktuellen Niveau sehr **hoch bewertet** und „überkauft“, was einer weiteren Aufwertung sehr enge Grenzen setzen dürfte. Ab Frühjahr 2023 könnte ein Ende des Zinserhöhungszyklus der Fed einen **schwächeren Dollar** begünstigen, zumal auch wichtige fundamentale Faktoren in diese Richtung wirken (Stichwort „Twin Deficits“). Eine Deeskalation im Ukraine-Krieg würde die geopolitische Risikoprämie des US-Dollars reduzieren. Dass auch das politische Umfeld in den USA erkennbar instabiler wird, schmälert zusätzlich die „safe haven“-Anmutung des Dollars (vgl. These 4).

In längerfristiger Perspektive geht von der Sanktionierung der russischen Zentralbank durch westliche Länder unter Führung der USA das Signal aus, dass Währungsreserven in USD nicht (mehr) universell einsetzbar sind. Dies stellt für einige Länder einen Anreiz für eine stärkere Diversifikation von Währungsreserven dar, was sich punktuell bereits beobachten lässt. Die Folge wäre langfristig eine tendenziell schwächere Dollarnachfrage. Aus fundamentaler Sicht stellen das anhaltend hohe **Leistungsbilanzdefizit** der USA in Verbindung mit einer weiter sehr stark steigenden **Staatsverschuldung** valide Argumente für einen schwächeren Dollar dar. Langfristig könnte das Vertrauen in die US-Währung erodieren. Im Verhältnis zum Euro wird eine mögliche Dollar-Schwäche allerdings nur wirksam, solange auch die Stabilität des Euroraums gewahrt bleibt (was angesichts akuter Strukturprobleme zweifelhaft erscheint).

Vorerst bleibt der US-Dollar noch gefangen im Spannungsfeld der skizzierten gegenläufigen Einflussfaktoren. Gravierende Änderungen beim Dollar/Euro-Wechselkurs sind folglich vorerst wenig wahrscheinlich. Mittelfristig gewinnt aber die These eines schwächeren US-Dollars klar an Plausibilität („Twin Deficit“-Problem). Eine strategische Neubewertung des US-Dollars an den Finanzmärkten ist vor diesem Hintergrund jederzeit möglich und könnte bereits 2023 beginnen, speziell bei weiter ungebremster Staatsverschuldung und hoher (partei-)politischer Unsicherheit. Investoren sollten 2023 ein aktives Währungsmanagement verfolgen und übermäßiges Dollar-Exposure vermeiden.

USA: Haushalts- und Leistungsbilanz vs. Wechselkurs
- Jahreswerte -



Dollar: Empirische Bewertungsanalyse
- Monatswerte -





Einige der 2022 neu geformten
Trends und Risiken dürften
sogar erst im aktuellen Jahr
2023 voll zur Geltung kommen.

Alternative Szenarien für das Jahr 2023

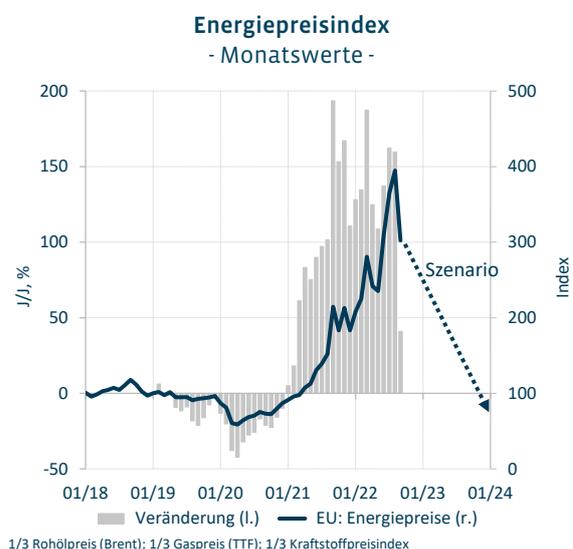
1. Positiv-Szenario: Deeskalation des Russland-Konflikts, deutlich sinkende Inflationsraten, weltwirtschaftliche Erholung

Wahrscheinlichkeit: 15%

- Im Krieg Russlands in der Ukraine kommt es bald zu einem Ende der Kampfhandlungen (Waffenstillstand und folgende Verhandlungen). Deutlich sinkende Energiepreise sind zwar nicht eine zwingende Folge, haben aber eine signifikante Wahrscheinlichkeit.
- Die deutlich inflationsdämpfende Wirkung niedrigerer Energiepreise bewirkt im Vergleich zum Basisszenario schneller sinkende Inflationsraten. Dies ermöglicht den Notenbanken nicht nur eine schnellere Beendigung des Zinserhöhungszyklus, sondern auch die aktive Stützung der Konjunktur durch Zinssenkungen.
- Von China kommen nach einer Abkehr von der strikten Null-Covid-Politik und einer deutlichen Lockerung der Kreditvergabe positive Impulse, wovon die Weltwirtschaft und auch viele Schwellenländer profitieren.
- Der anhaltende Druck zur globalen Dekarbonisierung gewinnt 2023 an Dynamik und setzt eine Vielzahl großvolumiger staatlicher Investitionsprogramme in Klimaschutz und „grüne“ Technologien in Gang.
- Im Ergebnis wird die globale Wirtschaftsschwäche schneller überwunden, und die Wachstumsdynamik übersteigt bereits im Laufe des Jahres 2023 das globale Potenzialwachstum.

Das beschriebene Szenario entspricht einer (leicht modifizierten) Variante des „Goldilocks-Umfelds“, das für Finanzinvestoren die „beste aller Welten“ repräsentiert: Es steht für ein Umfeld mit starkem Wirtschafts- und Gewinnwachstum bei expansiver Geldpolitik und niedrigen Zinsen. In diesem Szenario stünde einer anhaltend positiven Aktienmarktentwicklung wenig im Weg. Besonders zyklische Segmente, ausgewählte Industriesektoren (Infrastruktur, Technologie, Clean Energy) sowie Schwellenländer würden davon profitieren. Aufgrund des Aspekts einer starken „positiven Überraschung“ wären in diesem Szenario auch heftige Kursreaktionen nach oben möglich. Relative Verlierer wären vor allem Gold und der US-Dollar.

Wichtige Prüfkriterien: Energiepreise (v.a. Öl und Erdgas), Inflationsdynamik, Rhetorik der Notenbanken (v.a. Fed), Kreditvergabe China, Global Supply Chain Pressure Index, Konsumentenstimmung



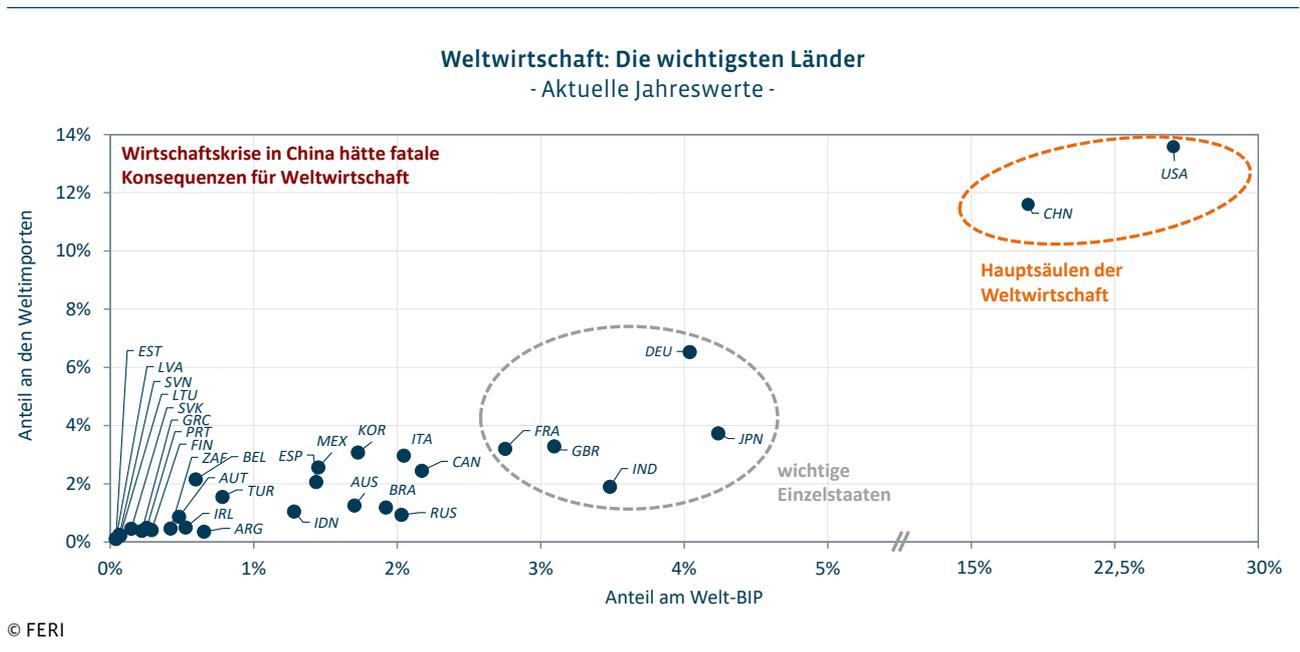
2. Negativ-Szenario: Einbruch der chinesischen Wirtschaft

Wahrscheinlichkeit: 25%

- Als Folge latenter Systemrisiken und wirtschaftspolitischer Fehlsteuerung stagniert die chinesische Wirtschaft oder verzeichnet sogar einen Einbruch.
- Die chinesische Regierung unterlässt eine Lockerung der Kreditvergabe, setzt ihre Null-Covid-Politik strikt fort und nimmt weitere harte Eingriffe in diversen Wirtschaftsbereichen vor.
- Die Krise der chinesischen Immobilienmärkte setzt sich weiter fort, mit Tendenz zu Verschärfung und echter Eskalation. Infolgedessen kommt es zu einem „Aufschaukeln“ bestehender Risiken und negativer Wachstumseffekte (Kreditausfälle, Konsumschwäche, soziale Unruhen etc.).
- Im Ergebnis fällt das globale Wachstum deutlich niedriger aus als im Basisszenario, wobei speziell China als globaler Hauptbelastungsfaktor wirkt und temporär sogar systemische Risiken auslöst oder verstärkt.
- Die anhaltenden Angebots- und Lieferkettenstörungen in China wirken zwar (global) als Inflationstreiber; gleichzeitig würde ein scharfer Einbruch in China aber auch (lokal) klar deflationäre Effekte auslösen.
- Die großen Notenbanken versuchen, die zeitgleich auftretenden inflationären und deflationären Impulse neu auszubalancieren. Sie überdenken ihren bisherigen Kurs, reagieren aber trotz Konjunkturschwäche auf das Risiko höherer Inflation. Im Laufe des Jahres 2023 kommt es deshalb zunächst zu einer Fortsetzung des geldpolitischen Straffungskurses.

In diesem Bild würde die nochmalige Erschütterung der ohnehin bereits gedämpften globalen Wachstumserwartungen in Kombination mit den Folgen einer anhaltend straffen Geldpolitik eine weitere nachhaltige Abwärtsbewegung an den globalen Aktienmärkten auslösen; die Tiefs aus dem Jahr 2022 könnten deutlich unterschritten werden. Gleichzeitig würden trotz globaler Wachstumsschwäche auch die Zinsen weiter steigen, sodass auch Anleihen keine positive Rendite erbringen. Die Preise für Rohstoffe würden tendenziell sinken. Auch Gold würde in diesem Szenario infolge höherer Realzinsen verlieren, der US-Dollar würde weiter aufwerten.

Wichtige Prüfkriterien: Immobilienmarkt in China, China-Zinsen, US-Geldpolitik (v.a. Rhetorik der Notenbank)



3. Negativ-Szenario: Massive geopolitische Eskalation

Wahrscheinlichkeit: 25%

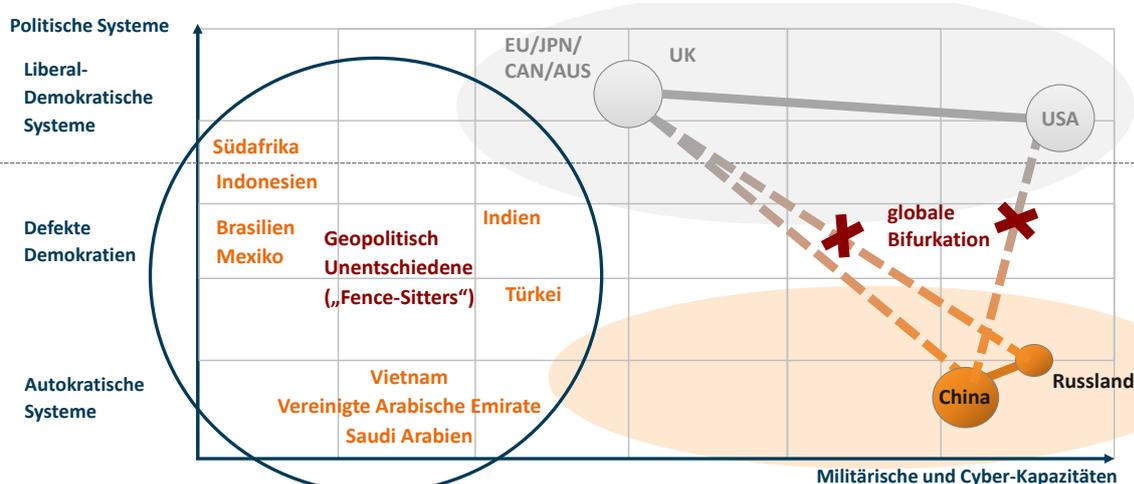
- Krieg in der Ukraine: Putin überschreitet „rote Linien“ (Einsatz chemischer Waffen, Einsatz taktischer Atomwaffen etc.) und „erzwingt“ dadurch eine massive Reaktion des Westens unter Führung der USA (z.B. direkte militärische Aktionen gegen Russland und/oder Politik einer gezielten Regime-Ablösung in Russland).
- Taiwan-Konflikt: Um von innen- und wirtschaftspolitischen Schwierigkeiten abzulenken, treibt die chinesische Führung die Vorbereitung einer militärischen Intervention gegenüber Taiwan massiv voran. Die westlichen Länder reagieren darauf mit massiven Sanktionen (bzw. entsprechenden Drohungen) gegenüber China.
- Iran-Konflikt: Das Regime im Iran verschärft seine aggressive anti-westliche Rhetorik und treibt den Ausbau der atomaren Fähigkeiten deutlich voran. Israel reagiert darauf mit militärischen Angriffen mit der Folge einer umfassenden Destabilisierung der politischen Lage im gesamten Nahen Osten.

Jedes der oben genannten Teilszenarien steht für eine signifikante Verschärfung des globalen Risikoumfelds. In einem solchen Risikoszenario wäre infolge steigender politischer Unsicherheit mit generell erhöhten Risikoprämien an den globalen Aktienmärkten und scharfen Korrekturen zu rechnen. Die Renditen für Staatsanleihen erstklassiger Bonität würden sinken, der US-Dollar als „safe haven“ weiter aufwerten. Die Preise für einzelne Rohstoffe (Öl, Erdgas, Nahrungsmittel) könnten deutlich steigen. Gold würde relative Outperformance zeigen.

Wichtige Prüfkriterien: Nachrichtenfluss zum Ukraine-Krieg, politische Rhetorik und militärische Aktivitäten Chinas im Südchinesischen Meer, politische Lage im Iran

Neues Koordinatensystem der Geoökonomie: Offene Großmacht- und System-Konflikte (Multipolarität)

- Quelle: Heilmann (2022, Geoökonomie) -



Worauf man außerdem noch achten sollte: Selektive „Grey Swan“-Risiken für das Jahr 2023

Jenseits der dargestellten, in sich geschlossenen Szenarien gibt es mögliche Ereignisse, deren Eintreten zu einer wesentlich veränderten Einschätzung der Kapitalmarktperspektiven führen würde, die aber im Basisszenario nicht enthalten sind, weil die Eintrittswahrscheinlichkeit zwar signifikant ist, aber unter 50% liegt. Diese Ereignisse bedürfen deshalb einer fortlaufenden Beobachtung, um im Falle deutlich erhöhter Eintrittswahrscheinlichkeiten frühzeitig und angemessen reagieren zu können.

► Neue Finanz- und Wirtschaftskrise infolge massiver Cyberangriffe

(Wahrscheinlichkeit: 20%)

Cyberangriffe auf einzelne Unternehmen oder auf bestimmte Wirtschaftsbereiche einzelner Länder sind inzwischen häufig zu beobachtende Ereignisse. Es besteht ein signifikantes Risiko, dass Angreifer die Lahmlegung von kritischer Infrastruktur eines ganzen Landes oder einer Region gelingt. Die Folge könnten analog zur Finanzkrise im Jahr 2008/2009 massive Störungen im Welthandel oder im weltweiten Finanzsystem sein. Zunehmende geopolitische Verspannungen, speziell mit Blick auf Russland und China, erhöhen 2023 die Relevanz derartiger Szenarien.

Folge: Aktienmärkte mit scharfer Korrektur, deutlich sinkende Renditen für Staatsanleihen erstklassiger Bonität, stärkerer US-Dollar, Anstieg von Gold.

► Politische Paralyse der USA mit geopolitischen Folgeschäden

(Wahrscheinlichkeit: 20%)

Der Ausgang der Zwischenwahlen (*Midterm Elections*) heizt die extrem polarisierte und zunehmend gewaltbereite politische Atmosphäre in den USA weiter an. Gleichzeitig verliert die US-Regierung deutlich an politischer Gestaltungskraft. Zudem wirft 2023 der nächste Präsidentschaftswahlkampf Schatten voraus, mit potenziell negativen oder sogar krisenhaften Begleiterscheinungen. Insgesamt resultiert eine deutlich erhöhte Wahrscheinlichkeit für politische Blockade oder sogar Paralyse der USA, vor allem in wichtigen Fragen der Außen- oder Geopolitik (z.B. Ukraine-Konflikt oder Taiwan-Krise). Damit steigt automatisch das Risiko geopolitischer „Unfälle“, denn: Notorisch unberechenbare Akteure wie Nordkorea, Iran, Russland oder China könnten diese Phase gezielt zur Durchsetzung eigener Pläne missbrauchen. Folglich nimmt die Wahrscheinlichkeit geopolitisch brisanter Krisen und Konflikte 2023/24 zu, bis hin zu einer (möglichen) militärischen Zuspitzung des Taiwan-Konflikts.

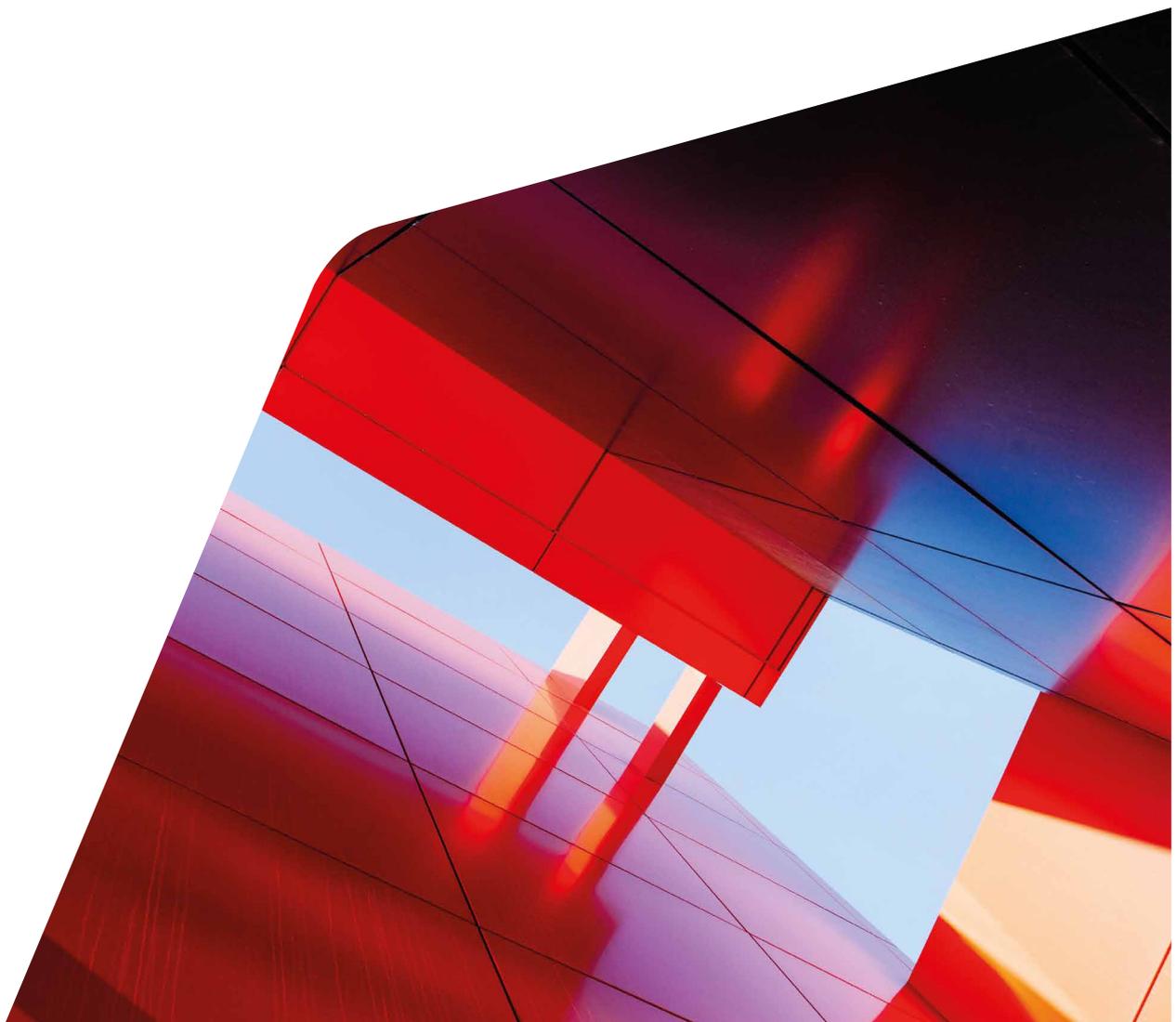
Folge: Aktienmärkte mit erhöhten Korrekturrisiken, sinkende Renditen für Staatsanleihen erstklassiger Bonität, stärkerer US-Dollar, Anstieg von Gold und bestimmten Rohstoffen (je nach Szenario).

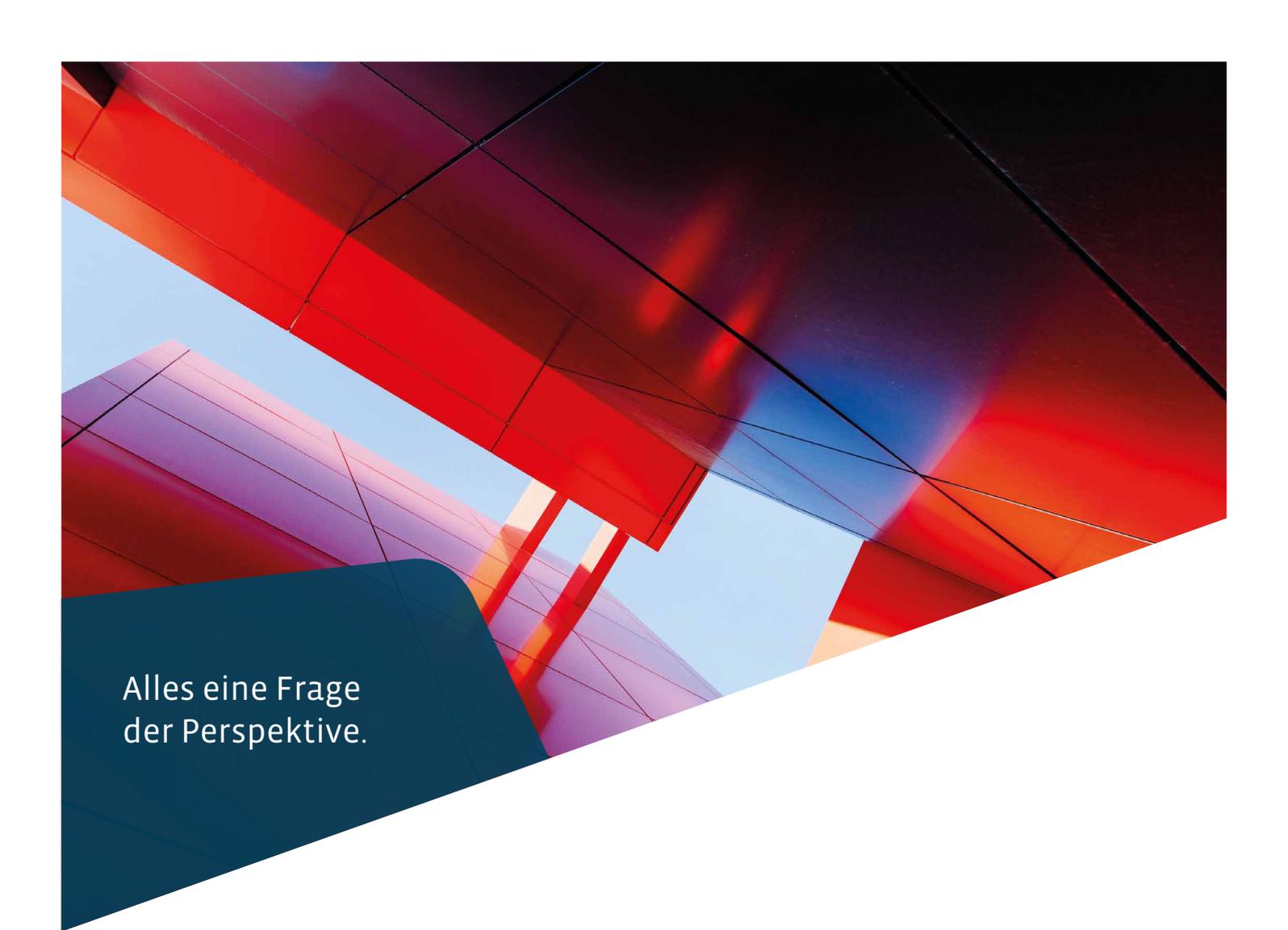
► Politische Krise der EU oder des Euroraums

(Wahrscheinlichkeit: 25%)

Die stärkere Präsenz von Regierungen in Europa, die nationalen Zielen Priorität gegenüber europäischer Einigkeit einräumen (derzeit vor allem Italien, aber auch Schweden, Polen und Ungarn) und die Fülle der Herausforderungen für Europa (Unterstützung der Ukraine, Sanktionen gegen Russland, Bewältigung der Energiekrise, Haltung gegenüber China, gezielte strategische Industriepolitik etc.), erhöht das Risiko von politischen Verwerfungen innerhalb der EU oder des Euroraums. Auslöser für größere Konflikte könnte vor allem die Fiskalpolitik bieten, sowohl mit Blick auf die nationalen Haushaltspläne (mit Folgen für die nationale Verschuldung) als auch mit Blick auf neue europäische Schuldenprogramme (mit der Folge weitergehender innereuropäischer Transfers). Die inhärente Fragilität des Euroraums könnte zu einer neuen Euro-Schuldenkrise führen, bei gleichzeitig eingeschränkter Handlungsfähigkeit der EZB.

Folge: Deutliche Ausweitung der innereuropäischen Renditespreads an den Anleihemärkten, Aktienmärkte Europa mit weiterem Rückgang, schwacher Euro.





Alles eine Frage
der Perspektive.



FERI Trust GmbH
Haus am Park
Rathausplatz 8-10
61348 Bad Homburg
Tel. +49 (0)6172 916-0
info@feri.de
www.feri.de

Diese Mitteilung dient allein Ihrer unverbindlichen Information und stellt kein Angebot zu Kauf, Verkauf oder Zeichnung eines Anlagetitels oder zur Verwaltung von Vermögenswerten dar. Alle hierin enthaltenen Aussagen und Informationen basieren auf Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch wird keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Entsprechendes gilt für Meinungen, Empfehlungen, Analysen, Konzepte und Prognosen, die lediglich unverbindliche, subjektive Werturteile unseres Hauses darstellen. Aussagen zu Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen von Finanzinstrumenten, Indizes oder Wertpapierdienstleistungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Entwicklungen. Dieses Dokument ersetzt keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung und berücksichtigt nicht persönliche, insbesondere finanzielle, Verhältnisse, Anlagestrategien und -ziele sowie Erfahrungen und Kenntnisse. Dieses Dokument genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Für jedes Investment und dessen Verwaltung sind ausschließlich die jeweiligen Zeichnungsdokumente, Verkaufsprospekte und/oder Vertragsunterlagen, ergänzt durch den jeweils letzten geprüften Jahres- und Halbjahresbericht sowie die wesentlichen Anlegerinformationen, maßgeblich. Diese enthalten auch Angaben zum Risikoprofil und zu den Risikohinweisen. Interessenten können diese Unterlagen in elektronischer oder gedruckter Form kostenlos in deutscher Sprache bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft oder Verwahrstelle erhalten. Die vorliegende Information bezieht sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung. Es wird nicht fortlaufend aktualisiert. Wir behalten uns vor, Meinungen und Empfehlungen auch ohne erneute Mitteilung zu ändern. Die hierin enthaltenen Angaben und Informationen dürfen nicht in den USA oder anderen Rechtsordnungen, in denen sie Beschränkungen unterworfen sind, verbreitet oder verwendet werden und richtet sich nicht an US-Personen (gemäß Regulation S der US Securities Act von 1933 und/oder Rule 4.7 der US Commodity Futures Trading Commission). Soweit Sie weiter gehende Informationen oder eine anleger- und objektgerechte Beratung wünschen, empfehlen wir Ihnen, sich mit Ihrem Kundenberater in Verbindung zu setzen. Die Weitergabe dieser Information an Dritte sowie Kopieren, Nachdrucken oder sonstiges Reproduzieren ganz oder teilweise sind nur nach unserer schriftlichen Zustimmung zulässig. FERI übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder Verwendung dieser Information entstehen. FERI ist in Deutschland als Mittleres Wertpapierinstitut zugelassen. In Österreich ist FERI durch eine Zweigniederlassung vertreten, Getreidemarkt 14/25, A-1010 Wien. FERI unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Die BaFin hat jedoch diese Information weder überprüft noch genehmigt oder gebilligt. Stand: November 2022