

Aktienmarktprognose

SEPTEMBER 2022





INHALT

VÖB-Prognose-Überblick 4

Markteinschätzungen und Präsentationen

DekaBank 6

Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale 7

NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale 8

BayernLB 9

LBBW – Landesbank Baden-Württemberg 10

Referentenprofile / Kontaktinformationen 11

VÖB-Prognose-Überblick*

Aktienmarktindizes Europa

DAX	Tagesendstand am 23.09.2022	In 3 Monaten Dezember 2022	In 6 Monaten März 2023	In 12 Monaten September 2023
BayernLB	12.284	13.000	13.900	14.500
DekaBank		12.000	13.500	14.500
Helaba		14.000	15.000	15.700
LBBW		13.000	13.500	14.250
NORD/LB		13.200	13.200	13.500

EURO STOXX 50	Tagesendstand am 23.09.2022	In 3 Monaten Dezember 2022	In 6 Monaten März 2023	In 12 Monaten September 2023
BayernLB	3.358	3.540	3.750	3.900
DekaBank		3.300	3.700	3.900
Helaba		3.800	4.050	4.175
LBBW		3.600	3.700	3.850
NORD/LB		3.650	3.650	3.700

Dow Jones	Tagesendstand am 23.09.2022	In 3 Monaten Dezember 2022	In 6 Monaten März 2023	In 12 Monaten September 2023
BayernLB	29.602	31.800	34.200	35.800
DekaBank		30.400	33.000	33.400
Helaba		33.700	35.500	36.500
LBBW**		32.000	34.400	35.200
NORD/LB		30.500	30.500	33.500

* Die Prognosen der LBBW befinden sich derzeit im Prozess der Überarbeitung und könnten demnächst daher teilweise ihre Gültigkeit verlieren.

** Die LBBW prognostiziert für die USA den S&P 500 anstatt des Dow Jones. Bei den angegebenen Zahlen handelt es sich daher um umgerechnete Werte.

Gesamtwirtschaftliche Prognosen*

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlandsprodukt ¹	Deutschland		Euroraum		USA	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
BayernLB	1,5	-1,0	2,9	-0,4	1,7	0,3
DekaBank	1,6	-1,6	3,3	0,1	1,7	1,2
Helaba	1,5	0,4	3,0	1,1	1,8	1,5
LBBW	1,4	-1,0	2,8	-0,6	1,5	0,5
NORD/LB	1,6	-0,3	3,2	0,6	1,5	0,4

	US-Rohöl (USD) ² Dezember 2022	S&P 500 Dezember 2022	EUR / USD Dezember 2022
BayernLB	90	4.000	1,02
DekaBank	89	3.850	1,01
Helaba	83	4.200	1,05
LBBW	95*	4.000	1,00
NORD/LB	84	3.850	1,00

*Brent

Vergleichswerte vom	US-Rohöl	79,42 USD
23.09.2022:	S&P 500	3.693,23
	EUR / USD	0,9692

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

2) West Texas Intermediate, Texasöl

Leitzinsen in Prozent ³	Euroraum Dezember 2022	USA Dezember 2022
BayernLB	2,25	3,75 – 4,00
DekaBank	2,25	3,50 – 3,75
Helaba	2,00	4,00 – 4,25
LBBW	2,50	4,00 – 4,25
NORD/LB	2,50	4,00 – 4,25

Vergleichswerte:	USA	3,00% - 3,25% (letzte Änderung 21.9.2022, +0,75%)
	Euroraum	1,25% (letzte Änderung 8.9.2022, +0,75%)

3) Hauptrefinanzierungssatz und Federal Funds Rate

* Die Prognosen der LBBW befinden sich derzeit im Prozess der Überarbeitung und könnten demnächst daher teilweise ihre Gültigkeit verlieren.

Markteinschätzung der DekaBank

Die Aktienmärkte geraten derzeit von verschiedenen Seiten unter Druck. Zum einen geben die Inflationsraten nicht so schnell nach wie erhofft, was die Notenbanken unter Handlungsdruck setzt. Die Geldpolitik wird in den kommenden Monaten deutlich stärker gestrafft als anzunehmen war und führt von einer Normalisierung jetzt in den restriktiven Bereich über. Zum anderen trüben sich gleichzeitig die wirtschaftlichen Aussichten rapide ein. Dies gilt vor allem für Deutschland und Europa, wo sich die Wachstumserwartungen deutlich nach unten bewegen und durch die geopolitischen Entwicklungen zusätzlich mit ganz erheblichen Prognoserisiken behaftet sind.

Die Energieknappheit ist vor allem ein Thema in Europa, und da ganz besonders in Deutschland. Bei der Bewältigung der Inflations- und Konjunkturprobleme sind die USA schon einen Schritt weiter. Dank der positiven Grunddynamik am Arbeitsmarkt ist eine sanfte Landung der US-Volkswirtschaft durchaus wahrscheinlich. Alles hängt davon ab, ob die Inflation sowohl in den USA als auch im Euroraum in den kommenden Monaten wie erwartet wieder rückläufig sein wird.

Wann und auf welchem Niveau der letzte Schritt auf der Zinserhöhungstreppe sowohl für die Fed als auch für die EZB genommen sein wird, ist noch nicht klar. Der größte Teil des Zinsanstiegs dürfte jedoch hinter uns liegen. Die verbleibende Unsicherheit wird wohl in den kommenden Wochen noch mit anhaltend hohen Schwankungen und auch zwischenzeitlich erneuten Kursrücksetzern an den Aktienmärkten einhergehen.

Erst mit Blick auf das kommende Jahr fallen die Perspektiven wieder konstruktiver aus. Denn erstens kommt die geldpolitische Straffung der Notenbanken dann zu einem Ende. Damit bleibt die geldpolitische Unsicherheit zwar hoch, der Zinsanstieg dürfte im kommenden Jahr aber seinen Zenit überschritten haben. Zweitens werden die Unternehmen trotz Rezession in Deutschland und Europa global auf ein niedriges und sich im kommenden Jahr stabilisierendes Wachstum treffen. Drittens halten sich die Unternehmensgewinne der multinationalen börsennotierten Unternehmen erstaunlich stabil. Die Gewinne profitieren vom hohen nominalen Wachstum und sind in 2023 weiter steigend zu erwarten. Und viertens haben die Bewertungen bereits massiv korrigiert. Das federt Kursrückschläge ab und legt eine gute Basis für eine Aufholbewegung in 2023.

Dementsprechend agieren wir in den kommenden Monaten mit großer Vorsicht. Gleichzeitig gilt es aber genau in dieser Zeit, die Perspektiven für das kommende Jahr nicht aus den Augen zu verlieren und sich bereits im vierten Quartal ratierlich für 2023 zu positionieren.

Markteinschätzung der Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Der September scheint seinem Ruf als schlechter Börsenmonat nun doch alle Ehre zu machen. Nach dem erfolglosen Versuch, aus dem Abwärtstrend auszubrechen, testen die international führenden Aktienindizes derzeit ihre Jahrestiefststände vom Sommer oder haben diese bereits unterschritten. Hauptbelastungsfaktoren sind weiterhin höher als erwartet ausfallende Inflationsdaten und daraus resultierend Zinsängste. Ein Blick auf die Inflationsüberraschungen zeigt, dass der Anpassungsprozess der Marktteilnehmer hinsichtlich der Inflationsentwicklung nicht abgeschlossen ist. Noch immer wird die Teuerung für die großen Industrienationen (G10) mehrheitlich unterschätzt, auch wenn der Anteil an Prognoseverfehlungen inzwischen etwas nachlässt.

Für Aktien hat die Inflation zwei Gesichter: Einerseits bedeuten höhere Preise zumeist auch mehr Gewinne für die Unternehmen. Andererseits bremsen steigende Zinsen das Wachstum. Welcher dieser Faktoren überwiegt, ist abhängig vom jeweiligen Stadium im Konjunktur- und Zinszyklus. Diesmal sehen sich Aktien mit einem ausgesprochen ungünstigen Mix konfrontiert: Die hohe Inflation zwingt die Notenbanken zu Zinserhöhungen, obwohl sich die Konjunktur im Abschwung befindet. Damit bekommen Dividentitel von der Geldpolitik weiterhin Gegenwind anstatt wie in diesem Zyklusstadium sonst üblich Rückendeckung.

Allerdings haben Aktien inzwischen bereits viel Negatives eingepreist. So hat der DAX mit einem KGV von unter 10 das niedrige Niveau früherer Rezessionen erreicht. Lediglich im Zuge der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise 2008 und der Euro-Staatsschuldenkrise 2011 war der DAX mit einem KGV von 8 noch günstiger bewertet. Gemessen an der jüngsten ZEW-Umfrage war die Stimmung in der deutschen Wirtschaft lediglich während der Rezession 1992 schlechter als derzeit. Unterstellt man also, dass der Konjunkturpessimismus auf seinen Höhe-

punkt zusteuert, werden Aktien zunehmend attraktiv. In früheren Zyklen konnte der DAX binnen zwölf Monaten nach Erreichen des Tiefs beim ZEW-Gesamtindex (Mittelwert aus Lage und Erwartungen) im Durchschnitt rund 25 % zulegen. Auch wenn es selten gelingt, den Tiefpunkt für den Einstieg zu erwischen, ist das Chance-Risiko-Verhältnis derzeit recht attraktiv. Weitere Kursrückgänge, wie sie auch saisonal zu erwarten wären, böten aus unserer Sicht somit eine gute Gelegenheit, Aktienpositionen auf- bzw. auszubauen.

Markteinschätzung der NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Auch nach mehr als 200 Tagen Ukrainekrieg haben sich die grundsätzlichen Rahmenbedingungen kaum verändert. Zwar konnte die ukrainische Armee durch beträchtliche Unterstützung aus dem Westen überraschende militärische Erfolge und Geländegewinne für sich im Osten verbuchen, jedoch ist aktuell ein schnelles Ende dieses Krieges weiterhin wenig wahrscheinlich. Die verheerenden Verwüstungen und die russischen Gräueltaten dieses Krieges einerseits sowie die von beiden Seiten formulierten Maximalforderungen andererseits rücken eine diplomatische Lösung in weite Ferne. Beide Seiten suchen die Entscheidung auf dem Schlachtfeld, wobei angesichts der jüngsten Erfolge das Momentum bei der Ukraine liegt und die russische Seite doch deutlich unter Druck gesetzt hat, wie die nun verkündete Teilmobilisierung zeigt. Die vom Westen und von Russland gegenseitig verhängten Sanktionen entfalten auf beiden Seiten eine immer stärkere Wirkung. Insbesondere die von Russland ausgesetzten Gaslieferungen (über Nordstream1) führten zu signifikanten Preissteigerungen, die die Geschäftsmodelle von europäischen Unternehmen in diversen Sektoren (Versorger, Chemie, Industrie) doch im erheblichen Maße stressen. Zudem dürften die angestiegenen Inflationsraten zu einer verstärkten Kaufzurückhaltung der privaten Haushalte führen. Der Boden für eine Zunahme von Produktionsdrosselungen, Insolvenzen oder Geschäftsaufgaben in den kommenden Monaten ist daher bereitet. Laut der letzten, für September durchgeführten ZEW-Umfrage stehen für Deutschland die Zeichen klar auf Rezession.

Die Regierungen Europas arbeiten mit Hochdruck daran, die ohnehin angestrebte Energiewende zu beschleunigen, um die bestehenden Angebotsengpässe und bisherigen Abhängigkeiten von Russland zügig zu reduzieren. So verringerte sich der Anteil des beschafften russischen Erdgases von 34% im April 2022 auf 9% im August 2022. Die deutschen Gasspeicher sind mittlerweile zu rund 90% gefüllt, die Inbetriebnahme des ersten LNG-Terminals in Wilhelmshaven rückt in greifbare Nähe. Weitere Terminaleröffnungen dürften sukzessive erfolgen.

Zusätzliche Herausforderungen erfährt das Geschäftsmodell Deutschland durch akuten Personalmangel in vielen Sektoren und weiterhin gestörte Produktions- und Lieferketten, die z.T. durch die Null-Covid-Politik Chinas hervorgerufen sind. Die chinesische Wirtschaft schwächt u.a. durch wiederholte Lockdown-Maßnahmen und temporäre Produktionsstopps. Deutsche Politiker wie Unternehmenslenker drängen hier auf eine Verringerung bestehender Lieferverflechtungen und resilientere Lösungen. Last but not least belastet der von den Notenbanken eingeschlagene geldpolitische Straffungskurs mit kräftigen Zinsanhebungen die Unternehmensfinanzierungen.

In diesem Umfeld mussten die europäischen Aktienmärkte in den vergangenen sieben Monaten bei hohen Volatilitäten deutliche Rückgänge hinnehmen. So büßte der DAX seit Kriegsbeginn ca. 15% auf nunmehr rund 12.500 Punkte ein. Neben der fundamentalen Eintrübung trugen auch massive Umschichtungen aus europäischen Aktienfonds in US-Fonds zu dieser Entwicklung bei. Vielen Marktteilnehmern erscheinen Aktienanlagen in den USA aktuell attraktiver als in Europa. Dies wird auch über wesentlich geringere KGVs für DAX (12,5) und EUROSTOXX 50 (13,3) dokumentiert.

Fazit: Die Lage für die europäischen Aktienmärkte bleibt auch nach sieben Monaten Ukrainekrieg angespannt. Die Transformation des Geschäftsmodells Deutschlands muss unter erheblichen Herausforderungen geschultert werden. Neben Angebotsengpässen bei Personal und gestörten Lieferketten sind nach oben geschnellte Energiepreise zu nennen, die die Geschäftsmodelle einzelner Unternehmen gefährden und mit einer beträchtlichen Inflationsdynamik einhergehen. Die Notenbanken stehen weiter unter Zugzwang, die Inflation einzudämmen, ohne den Konjunkturmotor komplett abzuwürgen. All dies spricht nicht gerade für starke Kursanstiege in der kommenden Zeit.

Markteinschätzung der BayernLB

Nachdem der Sommer in vielen Regionen dank der Nachholeffekte bei den Konsumenten trotz des massiven Anstiegs der Inflation und der Verunsicherung durch den Krieg konjunkturell gut verlief, hat sich der Ausblick inzwischen deutlich eingetrübt. Die Rücklagen aus Zeiten der Corona-Lockdowns sind weitgehend aufgebraucht, die Kaufkraftverluste werden immer offensichtlicher und die Straffung der Finanzierungsbedingungen zeigt Wirkung. Zudem verharren größere Teile Chinas weiterhin im Lockdown. Auch wenn es erste Anzeichen gibt, dass eine nachlassende Nachfrage in einigen Bereichen den Preisdruck merklich verringert, bleibt das Risiko auf der Inflationsseite deutlich nach oben gerichtet.

In den USA dürfte auf die technische Rezession im ersten Halbjahr im dritten Quartal ein moderates Plus beim realen BIP folgen. Der Tourismus profitierte im Sommer von Corona-Nachholeffekten und die Versorgungslage in der Industrie hat sich verbessert. Zum Jahresende erwarten wir jedoch eine spürbare Abkühlung der US-Konjunktur. Straffere Finanzierungsbedingungen und der einschneidende Kaufkraftverlust münden in eine Rezession im ersten Halbjahr 2023. Die Fed dürfte die geldpolitische Straffung angesichts des noch überhitzten Arbeitsmarkts und hartnäckig hoher Kerninflation zunächst fortsetzen und den Leitzins bis Jahresende 2022 auf 3,75% bis 4,00% weiter anheben. Im Euro-Raum werden die hohen Strom- und Gaspreise der letzten Wochen sowie der russische Gaslieferstopp – trotz erster Gegenmaßnahmen auf nationaler und europäischer Ebene – einen spürbar bremsenden Effekt auf die Wirtschaft haben. Während die starken Q2-Wachstumszahlen noch für eine Aufwärtsrevision unserer BIP-Prognose für 2022 von 2,2% auf 2,9% gesorgt hatten, dürfte die im Winter beginnende Rezession zu einem Schrumpfen des realen

BIP um 0,4% in 2023 führen. Die Inflation im Euro-Raum wird auch 2023 sehr hoch bleiben. Wir gehen nun von einer Rate über 6½% aus, wenn die hohen Börsenpreise für Strom allmählich an die Verbraucher weitergegeben werden. Die EZB hat mit ihrem 75-Basispunkte-Schritt im September den Kampf gegen die Inflation erneut forciert. Wir rechnen nun im Oktober und Dezember mit weiteren Zinsanhebungen von jeweils 50 Basispunkten. Bis zum Jahresende würde der Einlagesatz dann auf 1,75% steigen. Zu Jahresbeginn 2023 ist mit weiteren Schritten der EZB zu rechnen.

Für die Aktienmärkte ist der Mix aus anhaltend hohem Inflationsdruck, kräftig steigenden Leitzinsen und sich absehbar deutlich abschwächender Konjunktur ein denkbar schwieriges Umfeld. Allerdings haben sich Investoren in den letzten Monaten bereits hierauf eingestellt und sich deutlich defensiver ausgerichtet. So zeigen Investorsentiment-Indikatoren Rekordwerte bei der Liquiditätshaltung und der Aktien-Untergewichtung. Die Aktien-Bewertungen sind teilweise schon auf historisch niedrige Werte gefallen, wenngleich noch immer hohe (und potenziell unter Druck kommende) Margenniveaus das Bild etwas beschönigen. Für die kommenden Monate gehen wir angesichts der vielfältigen Belastungsfaktoren bei gleichzeitiger Eskomptierung einer moderaten Rezession von einer fortgesetzten volatilen Seitwärtsentwicklung aus. Im Jahresverlauf 2023 erwarten wir eine Erholung, wenn sich das Ende der geldpolitischen Straffung abzeichnet und am Aktienmarkt ein Ende der Rezession gespielt wird, was üblicherweise bereits inmitten einer Rezession der Fall ist.

Markteinschätzung der LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Mit Oktober bis Dezember steht nun die für Aktienanleger typischerweise beste Phase des Jahres bevor. Die Krux ist jedoch, dass der Jahresendspurt historisch betrachtet eng mit der Entwicklung der vorausgegangenen neun Monate korreliert war. Nur wenn in dieser Zeit eitel Sonnenschein herrschte, war ein fulminanter Schlusspurt hochwahrscheinlich. War die Stimmung jedoch schlecht, folgte oft ein schwacher Abgang.

Aus den deutlich gedrückten Kursen lassen sich diesseits wie jenseits des Atlantiks die Sorgen der Anleger ablesen: Der Krieg in der Ukraine, die zu beobachtende konjunkturelle Eintrübung, die anhaltenden Lieferkettenprobleme, die nach wie vor nicht endgültig gelöste Pandemie ... und vor allem die enorme Teuerung. Sorge bereitet den Anlegern dabei insbesondere die aus letzterer erwachsende Pflicht der Notenbanken, dem Kampf gegen die Inflation den Vorrang vor dem Schutz der Konjunktur zu geben. Während in Europa, und dabei vor allem in Deutschland, eine Rezession aufgrund der massiven Energiekrise nahezu unausweichlich erscheint, könnten die USA – auch wegen ihrer weitgehenden Energieautarkie – knapp hieran vorbeischrappen. Ausgemachte Sache ist dies jedoch nicht, zumal die Fed deutlich restriktiver agiert als die EZB.

Während die günstigen Bewertungsniveaus hierzulande vermuten lassen, dass in den Kursen zumindest schon eine milde Rezession eingepreist ist, lässt das US-KGV noch eine gewisse Sorglosigkeit erkennen. Falls die Rezession schwerer ausfallen sollte und/oder die US-Anleger ebenfalls einen deutlichen Bewertungsabschlag vornehmen würden, könnten sich die heimischen Indizes – trotz ihrer günstigen KGVs – dieser Entwicklung wohl

ebenfalls nicht entziehen. Als Worst Case könnte dabei ein temporärer Rückfall bis zum 12M-Fwd.-Buchwert drohen. Jener liegt im DAX bei unterhalb von 10.000 Punkten. Dieses Szenario war schon während der Finanzkrise, der Euro-Schuldenkrise sowie der Corona-Krise zu beobachten. Kurse am bzw. unterhalb des Buchwertes waren jedoch von zeitlich äußerst kurzer Dauer und stellten daher die beste aller denkbaren Kaufgelegenheiten dar.

Die enorm gestiegenen Preise für Teile bzw. Vorprodukte und für Energie, sowie die inzwischen höheren Kosten der Refinanzierung dürften die Produzenten und Dienstleister nicht vollumfänglich auf die Verbraucher überwälzen können – dies geht zu Lasten ihrer Margen. Zudem dürften in dieser Gemengelage die Konsumenten dazu gezwungen sein, den Gürtel enger zu schnallen. Die bislang noch kaum negativ tangierten Gewinnschätzungen dürften in den kommenden Monaten daher deutlich sinken und die derzeitigen Bewertungsniveaus hierdurch relativieren. Deshalb ist davon auszugehen, dass die Aktienindizes ihre Tiefs noch nicht gesehen haben. Historisch lässt sich jedoch zeigen, dass die Kurse bereits schon in einer Phase nach oben drehen, in der sich das fundamentale Bild noch weiter eintrübt. Jene Trendwende könnte bereits gegen Ende des 1. Halbjahres 2023 erfolgen, spätestens jedoch im kommenden Herbst.

Kontaktinformationen



BayernLB

Manfred Bucher, CFA
Investment Research, Senior Analyst Aktienstrategie
Brienner Straße 18, 80333 München,
Tel. 089/21 71- 2 17 13
E-Mail: manfred.bucher@bayernlb.de
→ www.bayernlb.de



DekaBank

Joachim Schallmayer, CFA
Leitung Kapitalmärkte und Strategie
Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt am Main
Tel. 069/71 47-38 07
E-Mail: joachim.schallmayer@deka.de
→ www.deka.de



Helaba

Markus Reinwand, CFA
Aktienmarktstrategie, Research & Advisory
Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-47 23
E-Mail: markus.reinwand@helaba.de
→ www.helaba.de



LBBW

Uwe Streich
Aktienstrategie, Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2, 70173 Stuttgart
Tel. 0711/127-74062
E-Mail: uwe.streich@lbbw.de
→ www.lbbw.de



NORD/LB

Volker Sack
Research
Friedrichswall 10, 30159 Hannover
Tel. 0511/3 61-53 53
E-Mail: volker.sack@nordlb.de
→ www.nordlb.de



**Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11
10785 Berlin

Tel.: 030 8192-0

presse@voeb.de
www.voeb.de

**Redaktion: Anne Hünig
Stand: 23. September 2022**