



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

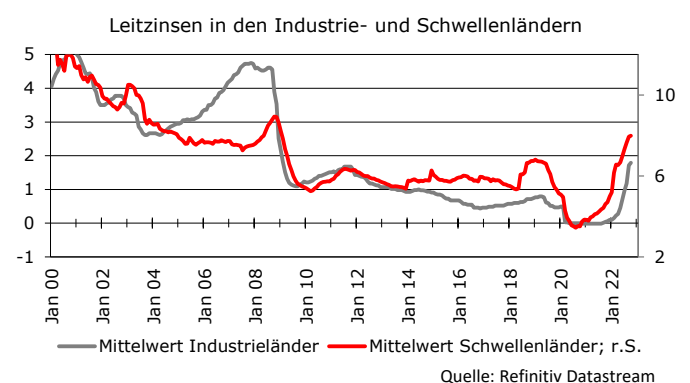
6. Oktober 2022

Aktienmärkte: Unternehmensgewinne als Fels in der Brandung?

Für Börsianerinnen und Börsianer waren die ersten neun Monate des Jahres 2022 einfach nur zum Vergessen. Hohe Inflationsraten und die darauf basierende restriktive Geldpolitik der Notenbanken, die durch den russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine ausgelöste Energiekrise und eine sich immer deutlicher abzeichnende globale wirtschaftliche Abschwächung haben den Aktienmärkten heftig zugesetzt. Per Ende September hat der DAX fast 24 Prozent an Wert eingebüßt, der MDAX lag sogar mit 36 Prozent im Minus. Ähnlich sieht es in den USA aus, wo der S&P 500 ebenfalls 24 Prozent und der Technologieindex Nasdaq 32 Prozent verloren haben.

September ist traditionell der schwächste Börsenmonat des Jahres, während der Zeitraum von Oktober bis Dezember von wenigen Ausnahmen abgesehen in der Historie meistens glänzen konnte. Auch in diesem Jahr verliefen die ersten Handelstage im Oktober positiv, und die Aktienmärkte konnten einen Teil ihrer jüngsten Verluste wieder gut machen. Dennoch bleibt das Umfeld in der nächsten Zeit herausfordernd, und es ist noch unklar, ob die Märkte ihren Tiefpunkt bereits erreicht haben. Vor allem die Geldpolitik sorgt für anhaltenden Gegenwind, da die Zentralbanken angesichts rekordhoher Inflationsraten die Zinsen so schnell und so stark erhöht haben wie seit mindestens 40 Jahren nicht mehr. Und ein Ende des Zinserhöhungszyklusses ist noch nicht in Sicht. In der Vergangenheit haben stark steigende Zinsen häufig zu Stress an den Kapitalmärkten und zu Verwerfungen bei der wirtschaftlichen Entwicklung geführt. Beispiele sind die Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009, die von steigenden US-Hypothekenzinsen ausgelöst

wurde oder die Asien-Krise 1997/98, die auf einer starken Aufwertung des US-Dollar beruhte; daran schlossen sich der Zahlungsausfall Russlands und die Pleite des Hedgefonds Long Term Capital Management 1998 an. Die jüngsten Turbulenzen an den britischen Anleihe- und Devisenmärkten könnten ein erstes Warnsignal sein, dass das globale Finanzsystem vielleicht doch nicht so widerstandsfähig ist, wie man hofft. Steigende Zinsen und die Aufwertung des US-Dollar sind eine Herausforderung für die Finanzstabilität – wie häufig, wenn die Zinsen lange niedrig waren und die Risikobereitschaft der Investoren stark angestiegen ist.

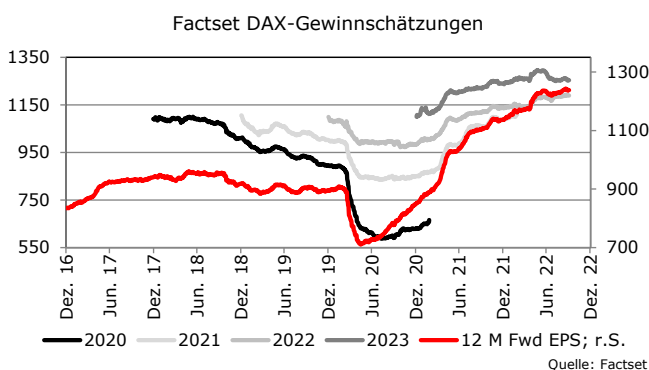


Obwohl sich die meisten globalen Frühindikatoren in den vergangenen Wochen und Monaten abgeschwächt haben, scheinen viele Unternehmen mit den negativeren Rahmenbedingungen bislang gut zurechtzukommen. Darauf deuten zumindest die Gewinnprognosen der Unternehmen und der sie begleitenden Analysten für dieses und nächstes Jahr hin. Während die meisten Ökonomen eine deutliche Wachstumsabschwächung bis hin zu einer Rezession für viele Volkswirtschaften im nächsten Jahr prognostizieren, gehen die Unternehmensanalysten für

Konjunktur und Strategie

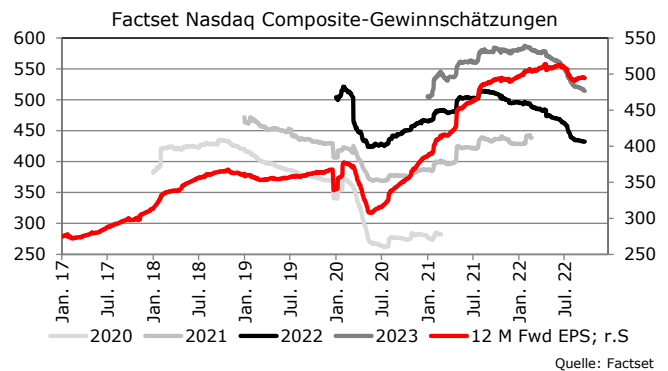
die meisten Länder und Sektoren unbeirrt von weiter steigenden Gewinnen aus. Dabei muss natürlich berücksichtigt werden, dass Volkswirte reale Wachstumsraten prognostizieren, während Analysten nominale Gewinnsteigerungen erwarten, was diese Diskrepanz zu einem gewissen Teil erklären kann. Allerdings gehen die meisten Ökonomen von – zum Teil deutlich – sinkenden Preissteigerungsraten im nächsten Jahr aus, sodass sich die Lücke zwischen realen und nominalen Daten im Laufe des nächsten Jahres langsam schließen sollte.

Für die DAX-Unternehmen werden Gewinnzuwächse von 7,3 Prozent in diesem und weiteren 5,4 Prozent im nächsten Jahr erwartet (Quelle: Factset). Trotz des schwierigen wirtschaftlichen Umfelds wurden die Prognosen für die Gewinne im Jahr 2022 seit Anfang Juli leicht angehoben. Hierfür dürften die Schwäche des Euro und die Erwartung, dass es den Unternehmen auch im dritten Quartal gelungen ist, die höheren Kosten auf die Preise zu überwälzen, eine wesentliche Rolle gespielt haben. Obwohl die Gewinnprognosen für das Jahr 2023 zuletzt etwas reduziert wurden, scheinen sie uns angesichts der konjunkturellen Risiken zu optimistisch zu sein, sodass wir weitere Anpassungen nach unten erwarten. Die in Kürze beginnende Berichtssaison für das abgelaufene dritte Quartal dürfte mehr Klarheit bringen, ob die positiven Aussichten für das kommende Jahr aufrechtzuerhalten sind oder nicht. Sollte dies der Fall sein, könnten sich die Aktienkurse in der nächsten Zeit wieder deutlich erholen, selbst eine Jahresendrallye ist dann angesichts der schlechten Stimmung der meisten Marktteilnehmer möglich. Allerdings würden wir im Moment noch zur Vorsicht raten.



Für zu optimistisch halten wir auch die Gewinnprognosen für viele US-Indizes, wohl wissend, dass die meisten US-Unternehmen in den vergangenen Jahren äußerst profitabel gewesen sind. Dies ist der entscheidende Grund dafür, dass sich die US-Börsen deutlich besser entwickelt haben als Aktienindizes aus anderen Industrieländern

oder aus Emerging Markets. Auch wenn eine US-Rezession noch längst keine ausgemachte Sache ist, halten wir die Erwartungen für die Unternehmensgewinne dennoch nicht für realistisch. So sollen die Unternehmen im S&P 500 sowohl dieses als auch nächstes Jahr ihre Gewinne um rund acht Prozent steigern. Dabei spielt der Sektor Energie die Hauptrolle, in dem die Gewinne dieses Jahr um fast 150 Prozent zulegen werden, ehe 2023 ein Rückgang von 12 Prozent erwartet wird. Ließe man die Gewinne der Energieunternehmen aber unberücksichtigt, würde der S&P in diesem Jahr ein Gewinnwachstum von etwa vier Prozent und 2023 von neun Prozent erreichen. Mit anderen Worten: Trotz einer sich abschwächenden Wirtschaft und eines mit hoher Wahrscheinlichkeit nachlassenden Inflationsdrucks wird für nächstes Jahr ein stärkeres Gewinnwachstum erwartet. Dies ist aus unserer Sicht nicht plausibel.



Noch dramatischer sind die unterschiedlichen Gewinnerwartungen für die Technologieunternehmen. Nachdem Anfang des Jahres ein Gewinnzuwachs von 16 Prozent in diesem und 17 Prozent im nächsten Jahr für die Unternehmen im Nasdaq Composite Index erwartet wurde, wurden die Prognosen bis Anfang Juli auf sechs (2022) bzw. 19 Prozent (2023) angepasst. Mittlerweile wurden die Prognosen für dieses Jahr auf -1,5 Prozent nach unten revidiert, für nächstes Jahr wird hingegen unverändert mit einem Plus von 19 Prozent gerechnet. Diese Annahmen könnten aus unserer Sicht nur dann eintreten, wenn sich die Wirtschaft im Laufe des Jahres 2023 schnell und stark erholt und es den Unternehmen gleichzeitig gelingt, ihre Gewinnmarge zu erhöhen. Wenn dies eintreten würde, wäre dies einerseits zwar gut unter Profitabilitätsgesichtspunkten, andererseits aber schlecht in Hinblick auf die Inflation. Denn dann würde es im nächsten Jahr nicht zu einem nachlassenden Preisdruck kommen, sodass die Notenbanken gezwungen wären, die Zinsen noch ein ganzes Stück weiter zu erhöhen. Insofern verspricht die anstehende Berichtssaison die spannendste der vergangenen Jahre zu werden.

Marktdaten

	Stand 06.10.2022 16:56	Veränderung zum					
		29.09.2022 -1 Woche	05.09.2022 -1 Monat	05.07.2022 -3 Monate	05.10.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	30136	3,1%	-3,8%	-2,7%	-12,2%	-9,0%	-17,1%
S&P 500	3768	3,5%	-4,0%	-1,7%	-13,3%	-10,8%	-20,9%
Nasdaq	11086	3,2%	-4,7%	-2,1%	-23,2%	-15,0%	-29,1%
Russell 2000	1749	4,4%	-3,3%	0,5%	-21,5%	-10,0%	-22,1%
DAX	12461	4,1%	-2,3%	0,5%	-18,0%	-14,8%	-21,6%
MDAX	23026	5,7%	-6,7%	-6,5%	-32,3%	-27,8%	-34,4%
TecDAX	2801	7,4%	-3,6%	-1,6%	-23,9%	-10,8%	-28,5%
EuroStoxx 50	3427	4,5%	-1,8%	2,0%	-15,7%	-13,8%	-20,3%
Stoxx 50	3397	2,6%	-3,0%	0,2%	-3,3%	-7,2%	-11,0%
SMI (Swiss Market Index)	10372	2,4%	-4,1%	-3,1%	-10,5%	-13,1%	-19,4%
FTSE 100	6980	1,4%	-4,2%	-0,6%	-1,4%	-6,9%	-5,5%
Nikkei 225	27311	3,4%	-1,1%	3,4%	-1,8%	3,3%	-5,1%
Brasilien BOVESPA	117709	9,3%	4,9%	19,8%	6,6%	5,1%	12,3%
Russland RTS	1051	-2,0%	-18,4%	-8,4%	-42,9%	-12,7%	-34,2%
Indien BSE 30	58222	3,2%	-1,7%	9,6%	-2,5%	1,7%	-0,1%
China CSI 300	3805	-0,6%	-5,2%	-15,2%	-21,8%	-17,7%	-23,0%
MSCI Welt	2500	4,1%	-3,7%	-2,1%	-17,1%	-14,1%	-22,6%
MSCI Welt SRI	2389	3,5%	-4,0%	-3,1%	-17,9%	-15,2%	-26,2%
MSCI Emerging Markets	910	4,1%	-6,0%	-8,3%	-26,4%	-24,6%	-26,2%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	139,76	226	-797	-1148	-2990	-2623	-3161
Bobl-Future	119,71	55	-357	-590	-1522	-1127	-1353
Schatz-Future	107,07	9	-182	-261	-515	-463	-496
3 Monats Euribor	1,20	54	129	178	175	173	179
3M Euribor Future, Dez 2022	2,17	-11	29	0	272	2	2
3 Monats \$ Libor	3,78	4	64	144	366	329	357
Fed Funds Future, Dez 2022	4,07	7	50	0	399	2	3
10-jährige US Treasuries	3,83	8	63	102	230	184	233
10-jährige Bunds	2,10	-10	54	91	229	191	228
10-jährige Staatsanl. Japan	0,25	0	2	3	20	6	18
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,24	-6	32	40	137	95	137
US Treas 10Y Performance	580,53	0,0%	-4,1%	-6,8%	-16,2%	-13,2%	-16,9%
Bund 10Y Performance	547,90	1,6%	-3,9%	-6,5%	-17,4%	-14,3%	-17,3%
REX Performance Index	440,11	0,9%	-2,4%	-4,1%	-10,6%	-8,5%	-10,3%
IBOXX AA, €	3,33	-20	57	91	300	225	285
IBOXX BBB, €	4,61	-23	66	94	391	288	374
ML US High Yield	9,21	-38	69	30	452	336	431
Wandelanleihen Exane 25	6264	0,0%	-4,6%	1,8%	-23,6%	-17,0%	-23,5%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	650,61	5,7%	-0,1%	-3,6%	12,3%	-1,3%	15,9%
MG Base Metal Index	376,35	0,7%	-0,2%	-2,6%	-13,6%	-24,2%	-18,4%
Rohöl Brent	93,91	5,9%	-1,5%	-8,8%	13,7%	-3,2%	19,8%
Gold	1710,69	3,2%	0,0%	-3,2%	-2,5%	-10,3%	-6,1%
Silber	20,41	8,7%	12,0%	6,2%	-9,7%	-16,7%	-12,3%
Aluminium	2345,25	7,3%	2,4%	-1,2%	-19,3%	-29,4%	-16,4%
Kupfer	7725,25	1,0%	-0,1%	0,9%	-15,8%	-22,0%	-20,7%
Eisenerz	95,26	-3,2%	-0,3%	-16,2%	-19,2%	-33,4%	-15,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1816	3,4%	60,3%	-13,4%	-66,4%	-19,1%	-18,1%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	0,9833	1,3%	-0,9%	-4,4%	-15,2%	-13,3%	-13,2%
EUR/ GBP	0,8786	-0,7%	1,9%	2,2%	3,2%	5,2%	4,6%
EUR/ JPY	142,46	1,4%	2,1%	1,9%	10,4%	9,1%	9,3%
EUR/ CHF	0,9731	2,0%	-0,2%	-2,0%	-9,5%	-6,7%	-5,8%
USD/ CNY	7,1135	-0,2%	2,6%	5,8%	10,3%	12,7%	11,9%
USD/ JPY	144,66	0,1%	2,9%	6,5%	29,8%	25,8%	25,7%
USD/ GBP	0,8936	-1,4%	2,8%	6,5%	21,7%	21,2%	21,0%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2988
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.