

1/23

Q

Die „antizipierteste“ Rezession aller Zeiten



ARAMEA
ASSET MANAGEMENT

Aramea Quarterly Q1/23

Nur für institutionelle Investoren
Bitte beachten Sie die Hinweise auf der letzten Seite



Hamburg, den 16.12.2022

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

Sollte Europas Wirtschaft im bevorstehenden Winter tatsächlich in die Rezession abrutschen und wäre „antizipieren“ ein Adjektiv, das sich zum Superlativ steigern ließe, wäre diese Rezession womöglich die „antizipierteste“ aller Zeiten. Bereits seit mehr als sechs Monaten sind sich Volkswirte im Prinzip einig, dass Europa ein Schrumpfen seiner Wirtschaft nicht vermeiden können. Bei Google Trends schlug der Suchbegriff „Rezession“ bereits im Sommer für Deutschland heftig aus.

Viel wurde in den letzten Monaten über die Gründe und die daraus abgeleitete hohe Wahrscheinlichkeit einer Rezession geschrieben und debattiert – ein Abgesang auf den Industriestandort Deutschland inklusive. Und klar: Hohe Energiepreise und steigende Zinsen lassen Rezessionsprognosen durchaus plausibel erscheinen. Allein erreicht hat uns die Rezession in Europa und selbst in Deutschland, das als neuer schwacher Mann Europas ausgemacht wurde, bislang noch nicht. So ist etwa trotz eines geringeren Gasverbrauchs die deutsche Industrieproduktion bislang mehr oder weniger konstant geblieben – unter anderem dank voller Auftragsbücher und nachlassender Lieferkettenproblematiken. Entpuppt sich der Rezessionsteufel, den Experten bereits seit langem an die Wand malen, am Ende also als weit weniger hässlich als noch vor kurzem gedacht? Nicht ausgeschlossen!

Dennoch werden wir im bevorstehenden Winter klare konjunkturelle Bremsspuren erkennen. Hierfür ist vor allem die historisch starke Straffung der Geldpolitik verantwortlich, welche die Investitionsfreude erheblich einbremsen wird. Neben dem schwachen Konsum wird dies der Hauptgrund dafür sein, dass die Rezession in Europa letztlich eben doch Realität werden dürfte.

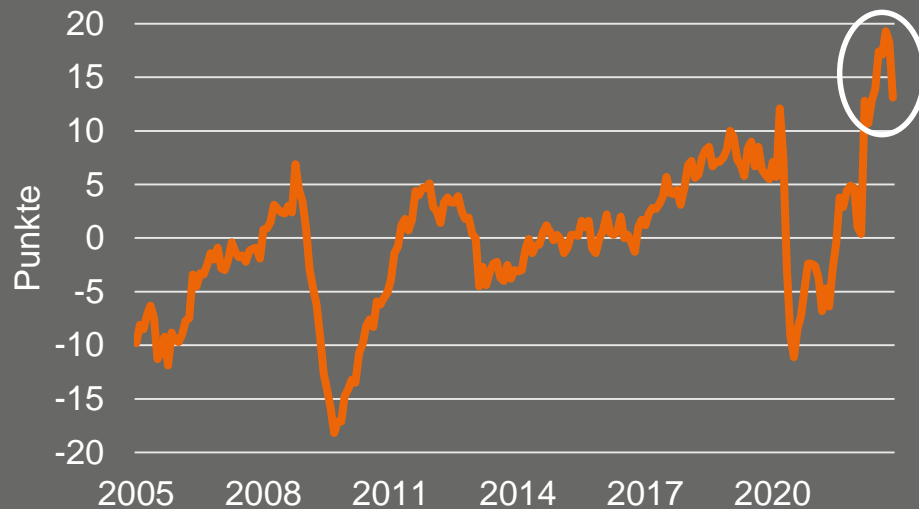
Für die Finanzmärkte ist allein die Tatsache, dass wir mehr und mehr über die Konjunktur und weniger über hohe Inflationsraten diskutieren ein Schritt nach vorne – wenn auch nicht notwendigerweise für alle Assetklassen ein Fortschritt. Da wir sogar in Europa bald die andere Seite von „Peak Inflation“ sehen sollten, die Konjunktur hingegen schwächelt, dürften die nächsten Quartale ein Umfeld mit sich bringen, in dem Anleihen besser abschneiden als Aktien. Gerade bei Bonds von Emittenten mit guter bis sehr guter Bonität, die selbst in unruhigem wirtschaftlichem Fahrwasser über jeden Zweifel erhaben sind, steht eine Outperformance zu erwarten. Entsprechend heißt das beliebteste Mädchen in der Klasse ab sofort auch nicht mehr TINA, sondern seit neuestem BARB: „Bonds Are Back!“

Viel Spaß bei der Lektüre, ein entspanntes Weihnachtsfest und einen guten Start ins neue Jahr wünscht Ihnen Ihr

Felix Herrmann, CFA
Chefvolkswirt Aranea Asset Management AG

Wie geht es nach „Peak Inflation“ weiter?

Ifo-Index für Deutschland: Abstand zwischen der Einschätzung der aktuellen Lage und den Erwartungen



Quelle: Bloomberg

1. „Disinflation“ wird DAS Makrothema des Jahres 2023 – wenngleich die Inflation deutlich über dem Ziel der Notenbanken verbleiben und sich gerade die Kerninflation als hartnäckig erweisen wird.
2. Neben „Peak Inflation“ erleben wir aktuell womöglich auch „Peak Uncertainty“ – also das Hoch bei der makroökonomischen Unsicherheit.
3. Die Rezession in Europa kommt – aber sie wird kein Drama. Geringere Lieferkettenproblematiken sind dafür einer der Hauptgründe.

2022 war geprägt von hohen und steigenden Inflationsraten sowie robustem wenngleich nachlassendem Wachstum. 2023 dürfte ein nahezu spiegelbildliches Makroumfeld mit sich bringen: Fallende Inflationsraten bei zunächst negativen und anschließend zulegenden Wachstumszahlen. Wenngleich wir in 2023 sicher kein konjunkturelles „Goldilocks“-Umfeld bekommen werden, so stellt doch gerade die Aussicht auf eine Disinflation in der westlichen Welt sowie die Entspannung bei den Lieferkettenproblematiken eine erhebliche Verbesserung der Makrolage gegenüber 2022 dar. Aus Marktsicht zudem besonders wichtig: Die Makrounsicherheit sollte im Verlauf des Jahres 2023 deutlich abnehmen.

Der Absturz der Erwartungskomponente des Ifo-Index seit Frühjahr 2022 war nahezu episch. Anders als während der Krisen 2008 und 2020 leistete die Einschätzung der aktuellen Lage jedoch keine Folge in üblicher Form. Im Ergebnis klaffte zuletzt die weiteste Lücke zwischen beiden Indexkomponenten seit vielen Jahren (siehe Abb.). Diese Beobachtung steht stellvertretend für das gegenwärtige Stimmungsbild am Markt, wonach die Rezession, die seit so langer Zeit erwartet wird, mutmaßlich weniger gravierend ausfällt als zunächst befürchtet. Sollte es so kommen, würde die Erwartungskomponente das Schließen der „Ifo-Lücke“ übernehmen – was aus Marktsicht ein sehr positives Signal wäre.

Schlechtere Finanzierungsbedingungen und weiterhin hohe Preise für Energie und Nahrungsmittel werden im Winterhalbjahr dennoch eine konjunkturelle Verlangsamung herbeiführen. Insgesamt rechnen wir mit einem globalen Wachstum von nur rund 2% in 2023. Nur selten lag das Wachstum der Weltwirtschaft seit dem zweiten Weltkrieg darunter. Die gute Nachricht lautet jedoch: Nach Ende des Winters sollten wir deutlich klarer sehen und die makroökonomische Unsicherheit dürfte sich dann spürbar reduzieren. Während die Risiken in Sachen Wachstum grundsätzlich weiter auf Unterseite bleiben, ist gerade die Aussicht auf eine frühere Öffnung der chinesischen

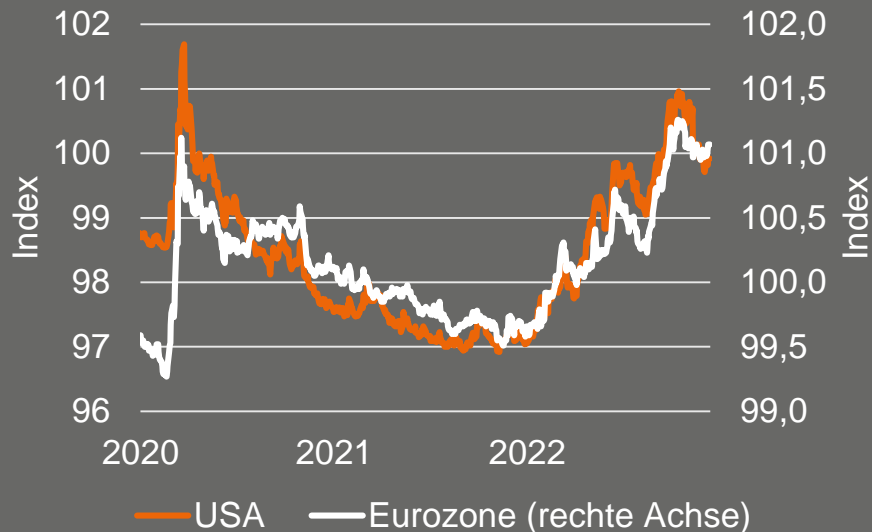
Wirtschaft ein Faktor, der unsere Wachstumsprognosen anheben könnte.

Anders als beim Wachstum, bleibt das Risiko bei der Inflation zumindest in Europa auf der Oberseite. Die Diskussion hat sich dennoch von der Frage, ob die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat, auf die Frage verlagert, wo sie sich einpendeln wird. Basiseffekte bei der Preisentwicklung für Nahrung und Energie werden die „Headline-Inflation“ in 2023 zwar zweifelsohne drücken. In Deutschland werden die Preisbremsen bei Gas und Strom die Inflationsrate sogar um zusätzliche ein bis zwei Prozentpunkte senken. Ein „China-Reopening“, das mit steigenden Ölpreisen einhergehen könnte, hätte jedoch das Potenzial den Rückgang der Inflation zu verlangsamen – oder gar noch einmal umzukehren.

Zudem erleben wir durch den Shift von Güter- zu Dienstleistungsinflation vor allem aufgrund steigender Löhne nicht nur einen Verbreitungstrend der Inflation sondern auch einen hin zu einem hartnäckigeren Preisauftrieb. Soll heißen: Die Headline-Inflation wird in 2023 schneller fallen als die Kernrate, die wir auch am Jahresende 2023 in der Eurozone noch deutlich über der Marke von 3% erwarten. Im Vergleich zu den USA, dürfte die Inflation in der Eurozone ihren Höhepunkt später und auf höherem Niveau als in den USA erreichen – dafür dürfte sie dann aber auch zügiger fallen.

Sehen wir in 2023 bereits sinkende Leitzinsen in den USA?

"Financial Conditions" in den USA und der Eurozone



Quelle: Bloomberg

1. Ein langsames Zinsanhebungstempo der Zentralbanken sollte nicht als „taubenhaft“ fehlinterpretiert werden. Ein Ende der Zinsanhebungszyklen von FED und EZB ist frühestens im Frühling zu erwarten.
2. Zinssenkungen sind in 2023 nur in vergleichsweise adversen Szenarien zu erwarten. Die Sorge vor dauerhaft zu hohen Inflationserwartungen ist vor allem innerhalb der EZB enorm.
3. QT der EZB sollte nicht allzu viel Bedeutung beigemessen werden.

Nach Erreichen restriktiver Leitzinsniveaus senken EZB und FED das Zinsanhebungstempo. Die Leitzinsen werden dennoch bis mindestens Ende Q1 2023 weiter steigen – im Zweifel eher noch länger. Leitzinssenkungen, wie sie der Markt für 2023 in den USA bereits preist, sind nur im Falle einer starken Rezession in den USA denkbar. Gerade im Falle der EZB kann man – insbesondere nach der letzten Zinssitzung – den Eindruck gewinnen, dass eine Lücke klafft zwischen dem, was die EZB tatsächlich vorhat und dem, was der Markt bislang zu preisen bereit ist.

Die Leitzinshochs in den USA und der Eurozone scheinen in Reichweite zu sein. Nach 425 Basispunkten seitens der FED und 250 Basispunkten seitens der EZB sollten wir das Gros in Sachen Zinsanhebungen bereits gesehen haben.

Damit diese Rechnung jedoch tatsächlich aufgehen kann, ist ein sukzessives und durchaus rasches Absinken der Inflationszahlen absolut notwendig. Schließlich liegt die Inflation sowohl in den USA als auch in der Eurozone immer noch deutlich über den Leitzinsen. Sollten sich auch nur die geringsten Verharrungstendenzen auf aus Notenbankensicht inakzeptablen Inflationsniveaus herauskristallisieren, dürften die Währungshüter diesen mit einer ziemlich harschen Null-Toleranz-Strategie begegnen, die selbst eine Rezession nicht verhindern könnte. Höhere Terminal Rates wären dann die Folge. Gerade in der Eurozone scheint nach der letzten EZB-Sitzung die Möglichkeit gegeben, dass noch einmal Dynamik in das Pricing der Terminal Rate kommt (aktuell bei 3,25%), da Lagarde & Co. weiterhin sehr besorgt in punkto Inflation wirken.

Mit dem Überschreiten von „Peak Inflation“ und dem Herauswachsen des Energiepreisschocks aus den Inflationsdaten dürfte in den USA die Konjunktorentwicklung eine stärkere Rolle bei den Entscheidungsprozessen der Notenbank spielen. Die US-Inflation ist ohnehin stärker nachfrageseitig getrieben. Je robuster sich

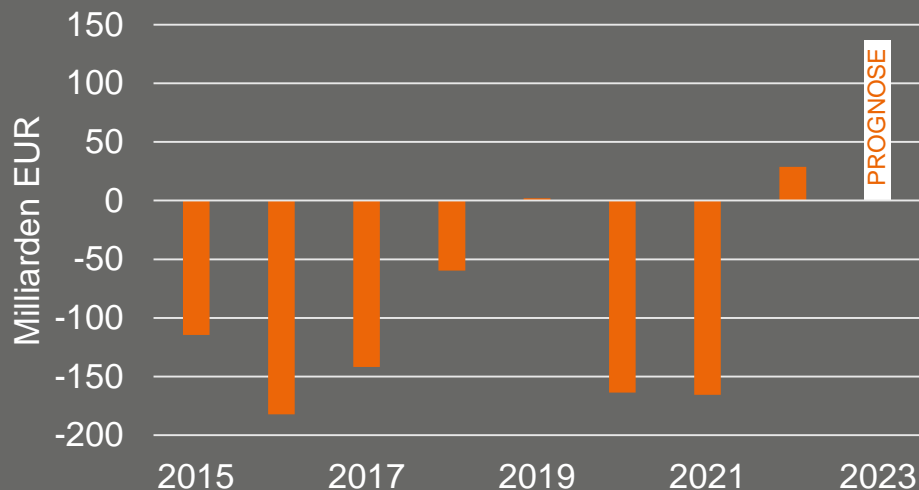
die Wirtschaft erweist, desto schwerer wird es jenseits des Atlantiks werden, tatsächlich einen Schlussstrich unter den Leitzinsanhebungszyklus zu setzen.

Somit ist ähnlich wie bei der zukünftigen Inflationsentwicklung auch bei der Notenbankpolitik von „im Zweifel eher mehr“ auszugehen. Zinssenkungen um 50 Basispunkte, wie sie der Markt für die USA im kommenden Jahr preist, sind nur denkbar, wenn der Arbeitsmarkt in den USA, der nur sehr langsam abkühlt, eine bemerkenswerte Bruchlandung hinlegt. Davon ist nicht auszugehen, sodass wir mit einer Terminal Rate von über 5% in den USA rechnen, die auch noch Ende 2023 Bestand haben sollte. In der Eurozone sind Zinssenkungen in 2023 ebenfalls quasi auszuschließen. Hier dürften wir mindestens bis Ende 2023 auf dem Leitzinsplateau wandeln. Erste Senkungen sind erst für Anfang 2024 zu erwarten.

Jenseits der Zinspolitik rückt im kommenden Jahr der Bilanzabbau der Notenbanken stärker in den Fokus. Da dieser jedoch maximal transparent und vorhersehbar vonstatten gehen wird, ist aus dieser Richtung mit keinen größeren Verwerfungen zu rechnen. Sicherlich ist die Bilanzreduktion bei der EZB, die durch die Fälligkeiten der TLTROs dominiert werden dürfte, mit größeren Folgen etwa für den Repo-Markt verbunden. Aber für die Kapitalmärkte dürfte höchstens die sich durch das QT-Programm ergebene Erhöhung des Anleiheangebots am Markt ein leichter Marktimpuls ergeben.

Wird 2023 das Jahr der Anleihen?

Netto-Neuangebot Bundesanleihen (ohne Geldmarkt, nach (geschätztem) EZB-Einfluss)



Quelle: DFA, Bloomberg, Aramea Asset Management

1. Der breite Rentenmarkt hat an Attraktivität gewonnen.
2. Steigendes Netto-Angebot an Eurozonen-Staatsanleihen spricht jedoch gegen eine überbordende Bondrally in 2023 im Nachgang an den erwarteten Renditeanstieg in Q1.
3. Fokus sollte in den kommenden drei bis sechs Monaten auf bonitätsstarken Emittenten liegen.

Das Jahr 2022 dürfte im Ranking der schlechtesten Anleihejahre seit dem frühen 18. Jahrhundert auf Platz vier oder fünf landen – bei im Jahresverlauf sehr hoher Rentenmarktvolatilität. Durch die Verflachung und Inversion der Safe-Haven-Kurven sind die Rentenmärkte voll im Rezessionsmodus. Wenngleich bei nahezu allen Laufzeiten zunächst durchaus noch Anstiegspotenzial vorhanden ist, sind die Aussichten für den Rentenmarkt im Jahr 2023 so gut wie seit sehr langer Zeit nicht mehr. Das neue Mantra an den Finanzmärkten lautet zurecht: „Bonds are back!“

Bis vor kurzem waren die Renditen von länger laufenden Staatsanleihen aus Deutschland und den USA wieder im Fallen begriffen. Gleichzeitig engten sich auch die Spreads über nahezu alle Segmente ein, sodass die Rentenmärkte einen Teil der heftigen Verluste seit Jahresbeginn wieder wettmachen konnten. Unter dem Strich preisen die Rentenmärkte weiterhin eine höhere Rezessionswahrscheinlichkeit als die Aktienmärkte – abzulesen unter anderem an der stärksten Inversion der US-Kurve seit den frühen 80er-Jahren.

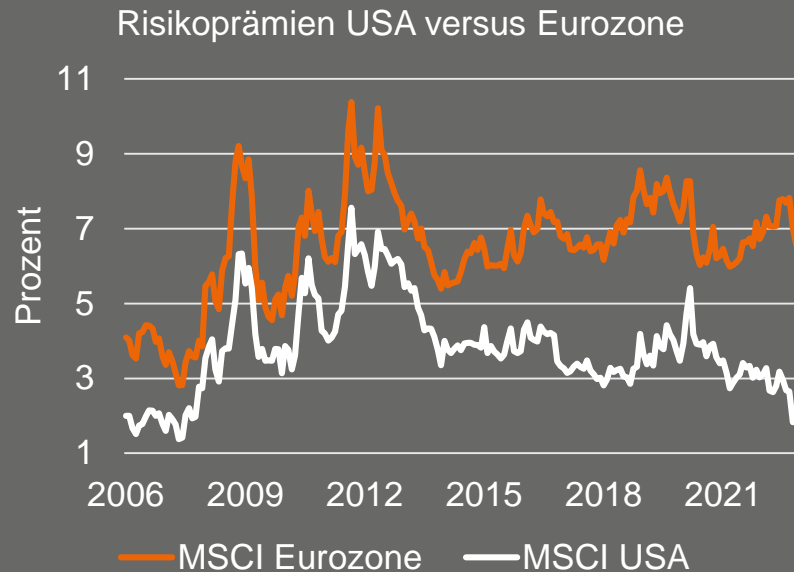
Angesichts der Aussicht auf weiter steigende Leitzinsen in den USA und der Eurozone käme es aus heutiger Sicht überraschend, wenn das Renditehoch etwa bei zehnjährigen deutschen Staatsanleihen bereits hinter uns liegt. Wahrscheinlicher ist, dass spätestens mit Jahresbeginn 2023 die Renditen abermals steigen und die Renditehochs bei längeren Laufzeiten aus dem letzten Jahr zumindest noch einmal in Reichweite kommen. Dennoch liegt der Großteil des Zinsanstiegs hinter uns, was für den gesamten Rentenmarkt ein durchaus attraktivitätsstiftender Aspekt ist. Nach dem Überschreiten von „Peak Inflation“ in den USA ist der größte Zinsanstiegsdruck ohne Frage aus dem Markt entwichen – und das offenbar selbst in Europa, wo die Inflation durchaus noch eine Zeit lang zweistellig bleiben könnte.

Gerade für Anleihen von Emittenten, die über ein solides Investmentgrade-Rating

verfügen, sind die Aussichten sehr gut. Das Abschütteln der größten Inflationssorgen führt zu einem Fokusschwenk auf die Konjunktorentwicklung. Trotz der zuletzt etwas aufgehellten Aussichten bleibt die Wachstumsperspektive alles andere als rosig. Während dies für Aktien und Anleihen von Emittenten mit schwachen Ratings kurzfristig eher Gegenwind bedeuten dürfte, werden Anleger in Investmentgrade-Anleihen mit aktuell beispielsweise 4,5% Rendite im BBB-Bereich und zehn Jahren Laufzeit recht fürstlich entlohnt. Nachrangianleihen von bonitätsstarken Emittenten bieten sogar noch mehr Rendite und somit einen Schutz gegen Zins- bzw. Renditeanstiege. Sobald der von uns erwartete abermalige Anstieg sowie die größten Rezessionsorgen Geschichte sind, hellt sich der Ausblick für den Rentenmärkte auch in der Breite noch weiter auf. Größere Renditeanstiege sollten in 2023 konsequent für eine Durationsverlängerung der Rentenportfolios genutzt werden.

Spürbare abermalige Rückgänge der Bundrenditen sind perspektivisch in 2023 eher unwahrscheinlich. Berücksichtigt man ein allmähliches passives QT der EZB ab Q2, könnte der Anstieg des Netto-EGB-Angebots im nächsten Jahr in der Größenordnung von 600 Mrd. € liegen (davon allein rund 140 Mrd. € aus Deutschland, siehe Abb.) und damit das höchste Netto-EGB-Angebotsjahr seit der Gründung der Währungsunion darstellen – ein beachtlicher Anteil dürfte in Q1 emittiert werden.

Preis der Aktienmarkt (k)eine Rezession?



Quellen: Aramea Asset Management, Bloomberg

1. Kurzfristige Aussichten für Aktien sind nicht besonders positiv.
2. Rezession bei den Gewinnen dürften belasten.
3. Der Punkt, an dem Aktien deutlich interessanter werden, sollte spätestens im Frühjahr kommen, wenn sich Chinas Wirtschaft endgültig komplett öffnet und die Leitzinsen ihren Gipfel erreicht haben.

Manch Anleger rieb sich Anfang Dezember verduzt die Augen: Auf einmal stand bei wichtigen Aktienindizes wie dem Dow Jones oder dem Euro Stoxx 50 nur noch ein mittleres einstelliges Minus zu Buche – und das nach einem solchen Katastrophenjahr. Im Vergleich zum Rentenmarkt mutet der Aktienmarkt somit vergleichsweise teuer an. Leicht aufgehellte Konjunkturerwartungen und das vermeintlich absehbare Ende des Leitzinsanhebungszyklus in den USA und der Eurozone sind grundsätzlich valide Argumente pro Aktien. Ohne die immer noch zu hohen Gewinnerwartungen, wäre man fast geneigt „bullish“ auf Aktien werden.

In einer durchschnittlichen Rezession fielen die Unternehmensgewinne in der Vergangenheit im Schnitt um rund 30%. Von diesen Zahlen sind die Gewinnerwartungen für 2023 derzeit meilenweit entfernt, was gleichbedeutend damit ist, dass die Aktienmärkte aktuell offenbar nicht einmal eine milde Rezession preisen – weder in den USA noch in Europa. Dabei wird der Druck auf Umsatz und Margen nach einem zugegebenermaßen überraschend starkem Jahr 2022 wohl unweigerlich zunehmen.

Durch den Anstieg der Zinsen im Jahr 2022 und den relativ robusten Aktienmarkt sind die Risikoprämien, die der Aktienmarkt bietet, stark gefallen – vor allem in den USA (siehe Abb.). Oder anders ausgedrückt: Wie so oft haben Aktien Anleihen in einer Phase hoher und steigender Inflation outperfornt. Mit Blick nach vorne (und auf eine Phase der Disinflation) dreht sich der Spieß um. Die Attraktivität des Aktienmarkts hat sich im Vergleich zum Rentenmarkt verschlechtert – vor allem, wenn die Inflation schneller fallen sollte als die Zinsen und die Realzinsen somit erhöht bleiben.

Sicher wäre eine Aktienrally wie jene im Oktober und November dazu in der Lage, die oft zitierten „Animal Spirits“ des Marktes zu wecken. Gleichzeitig sollten wir nicht vergessen, dass die Herbst rally nicht die erste Gegenbewegung im übergeordneten Bärenmarkt dieser Art im Jahr 2022 gewesen ist. Für den breiten Aktienmarkt rechnen wir zumindest in den kommenden

drei Monaten mit einem schwierigen Umfeld. Ein abermaliger Zinsanstieg sowie unsere Erwartung, dass selbst bei einer geringeren konjunkturellen Abkühlung eine Abwärtsrevision der Gewinnerwartungen notwendig ist, sprechen gegen eine Fortsetzung der jüngsten Aktienhaussse.

Dass Aktienmärkte in aller Regel allerdings deutlich vor dem Ende einer Rezession ihr Tief finden, ist bekannt. Der Punkt, an dem Aktien deutlich interessanter werden, sollte somit voraussichtlich spätestens im späten Frühjahr erreicht sein, wenn sich Chinas Wirtschaft endgültig komplett öffnet und die Leitzinsen ihren Gipfel erreicht haben. Die Medianperformance des S&P 500 lag beispielsweise drei bzw. sechs Monate nach der jeweils letzten Zinsanhebung seit 1985 bei 5% respektive 18%.

Da wir im ersten Quartal mit abermals steigenden Zinsen sowie einem eher stürmischen konjunkturellen Umfeld rechnen, bleiben Value- und Qualitätsaktien unsere Favoriten. Zyklische Titel sollten erst wieder ins Visier genommen werden, wenn wir Gewissheit haben, dass das Tief der Rezession durchschritten ist.

Der günstige Euro macht derweil europäische Aktien interessant für außereuropäische Anleger, die darauf setzen könnten, dass die Gemeinschaftswährung im Falle einer Aktienmarkterholung als „Risk-on-Währung“ aufwerten könnte und so einen Zusatzertrag generiert.

Welche Entwicklungen erwarten wir für die unterschiedlichen Assetklassen?

Assetklasse	Aktuell	6M-Prognose
Euro Stoxx 50	3.920	4.100
S&P 500	3.960	4.000
10J DEU	2,05%	2,25%-2,50%
10J USA	3,50%	3,75%-4,00%
Gold	1.775\$	1.800\$
Öl (Brent)	82,50\$	100\$
EUR/USD	1,06	1,05

Stand: 15.12.2022

Aktien Europa

Angesichts zu sportlicher Gewinnerwartungen sehen wir vor dem Hintergrund der nahenden Rezession und hoher Energiekosten wenig Spielraum für einen Aufschwung europäischer Aktien in den kommenden drei Monaten. Der günstige Euro könnte europäischen Aktien jedoch perspektivisch gut zu Gesicht stehen. Dieser Vorteil kann jedoch wohl erst dann ausgespielt werden, wenn sich ab Frühjahr das konjunkturelle Bild insgesamt aufhellt.

Aktien USA

Für US-Aktien spricht die etwas bessere konjunkturelle Perspektive im Vergleich zu Europa. Die niedrige Aktienrisikoprämie macht US-Titel hingegen unattraktiver. Unter dem Strich erwarten wir zwar auch ab dem Frühjahr 2023 eine stärkere Performance aber dabei ein etwas schwächeres Abschneiden als bei eher zyklischen europäischen Aktien.

10-jährige deutsche Staatsanleihen

Der jüngste Rückgang der Renditen war wohl alles – nur nicht nachhaltig. Angesichts des Vorhabens der EZB, die Zinsen signifikant weiter anzuheben, rechnen wir mindestens mit einem Test der Renditehochs aus 2022. In sechs Monaten sollten die Renditen dann bereits wieder fallen aber immer noch auf einem höheren Niveau als aktuell verortet sein.

10-jährige US-Treasuries

Höhere Laufzeitenprämien und weiter steigende Leitzinsen sprechen nach der Rally der US-Treasuries für einen abermaligen Anstieg. Wir rechnen mit einem Klettern in die Region von 4,30%-4,50% bevor die Rendite dann in sechs Monaten in die Region unter 4,00% fällt.

Gold

Bezüglich der Goldpreisentwicklung wird in den kommenden Monaten viel vom Zusammenspiel von nominalen Zinsen und Inflation abhängen. Fallen die Inflationszahlen schneller als die Zinsen, gibt es mehr Gegenwind. Auch die Reduzierung der Makrounsicherheit spricht gegen stark steigende Goldpreise. Die erwartete Risk-Off-Stimmung in Q1 könnte dem Goldpreis jedoch zum Vorteil gereichen.

Öl

Wir rechnen in den kommenden Quartalen mit einem Anziehen der Nachfrage (Ende der Lockdowns in China) bei weiterhin erheblichen Engpässen auf der Angebotsseite, sodass der Ölpreis im Winter wieder gen Norden tendieren dürfte.

EUR/USD

Die EZB wirkt derzeit hawkischer als die Fed. Aus gutem Grund: Die Inflation in Europa dürfte im Vergleich zu den USA länger hoch bleiben. Eine steigende Risikoaversion in einer Phase fallender Aktienkurse spricht jedoch gegen eine weitere Aufwertung des Euros.

Wie real ist eine De-Industrialisierung Deutschlands?

Maßnahmen in den letzten 6 Monaten um Erdgas zu sparen



Weiteres Einsparpotenzial für Erdgas in den kommenden 6 Monaten



Quelle: Ifo-Institut

Die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie fußte bislang auf günstiger und gut verfügbarer Energie – vor allem Gas. Erodiert dieses Fundament, leidet die deutsche Industrie. Da die industrielle Wertschöpfung in Deutschland rund ein Viertel der gesamten Wirtschaftsleistung ausmacht (und damit deutlich mehr als etwa in den USA oder Frankreich), geriete auch der deutsche Wohlstand in Gefahr, wenn tatsächlich eine De-Industrialisierung unseres Landes einsetzen würde. Wie so oft bei Untergangspropheten dürfte jedoch auch in diesem Falle gelten: Es wird nicht ganz so heiß gegessen wie es gekocht wird. Einige Industriezweige werden aber wohl dennoch über kurz oder lang verschwinden – und vor allem in die USA abwandern.

Die gute wenn auch wenig überraschende Nachricht lautet: Die deutsche Industrie ist kreativ. Obwohl sie in 2022 deutlich weniger Gas verbrauchte als vor der Krise (in etwa ein Viertel weniger) blieb die Industrieproduktion konstant. Effizienzsteigerungen, Ersatz energieintensiver Produkte durch Importe und „Gas-to-Oil-Switching“ sind neben nachlassenden Lieferkettenproblemen ein Teil der Erklärung. Die Produktion der fünf besonders energieintensiven Branchen (Chemie, Metall, Kokereien und Mineralölverarbeitung, Papier und Pappe, sowie Glas und Keramik), die rund drei Viertel des gesamten Energieverbrauchs der deutschen Industrie ausmachen, blieb im Oktober jedoch um 12,6% unter dem Vorjahr – Tendenz fallend (siehe Abbildung). Vielen dieser Unternehmen wird in der näheren Zukunft ein Überleben durch Subventionen seitens des Staates gesichert. Aber das kann und wird keine Dauerlösung sein.

Unter den aktuellen Rahmenbedingungen würden sich heute wohl nur wenige Firmen in den oben genannten fünf Bereichen erneut für den Standort Deutschland entscheiden. Die Entscheidung von BASF für rund zehn Milliarden Euro ein zweites Ludwigshafen in China zu bauen, dürfte stellvertretend für die strategischen Pläne in den Cheftagen vieler energieintensiver deutscher Unternehmen stehen. Viele Jahre wurde lediglich darüber nachgedacht, die Produktion zu verlagern. Nun wird erstmals auch tatsächlich gehandelt.

Neben China sind es vor allem die USA, die deutsche Firmen anlocken. Dort gibt es mittlerweile eine von Biden initiierte aggressive Industriepolitik in Form von Subventionen bzw. Investitionsförderprogrammen, die auch deutsche Firmen anlocken sollten – Energiepreise, die einen Bruchteil der Preise hier bei uns in Deutschland ausmachen inklusive. Auch die Themen Fachkräftemangel und Überalterung der Gesellschaft sind dort weit weniger drängend – von zu viel Regulierung mal ganz abgesehen.

Mit der Neuorientierung gen USA würden deutsche Firmen zudem das Problem umgehen, dass sich China zum unsicheren Standort entwickeln könnte. So kommt es nicht überraschend, dass laut einer Umfrage des DIHK knapp 40% der deutschen Unternehmen planen, in den kommenden Monaten höhere Investitionen in den USA zu tätigen.

Tragisch ist, dass der Ausbau der Erneuerbaren, der in Deutschland weiter vorangeschritten ist als anderswo, offenbar zu spät kommt. Denn die Firmen sind gezwungen, heute und nicht morgen zu handeln. Einen Teil der energieintensiven Produktion, etwa im Bereich der Chemie- und Stahlindustrie oder Metallverarbeitung wird in Deutschland langfristig wegfallen. Hier reden wir im durchaus über bis zu 3-5% der deutschen Wirtschaftsleistung in den nächsten Jahren.

Disclaimer

Diese Publikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in diesem Dokument genannten Investmentfonds dar oder einen Investmentempfehlung.

Vor Durchführung einer Transaktion sollte das jeweilig Fondsprospekt gelesen werden.

Investoren sollten sich vor Durchführung einer Transaktion über rechtliche Bedingungen und steuerliche Konsequenzen der Transaktion informieren, um über Angemessenheit und Konsequenzen des Fondsinvestments urteilen zu können.

Die ARAMEA Asset Management AG gibt keine Garantie, weder explizit noch indirekt, und trägt weder Verantwortung noch Haftung für Exaktheit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen.

Auf eine Änderung des Inhalts dieses Dokuments muss die ARAMEA Asset Management AG nicht hinweisen.

Die ARAMEA Asset Management AG ist ferner nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren oder zu verändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Bei der Berechnung der Wertentwicklung werden weder Vermittlerprovisionen noch die im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile angefallenen Kosten berücksichtigt.