

Kapitalmarktausblick

Oktober 2022

Von Dr. Ulrich Stephan

Chief Investment Officer Private Bank Germany



Inhalt

- 02 VOLKSWIRTSCHAFT Zwischen Inflation und Wachstum
- 03 RENTEN Keine Entspannung in Sicht
- 04 AKTIEN Korrektur mit Perspektive
- 05 ROHSTOFFE Von Wetterkapriolen und Nachfrageeffekten
- 06 LIQUIDITÄT Notenbanken straffen Zügel
- 06 IMMOBILIEN Licht und Schatten
- 07 PROGNOSEN Finanzmarktkennzahlen im Überblick
- 08 MARKTAUSBLICK Anlageklassen in Kürze

Volkswirtschaft: Zwischen Inflation und Wachstum

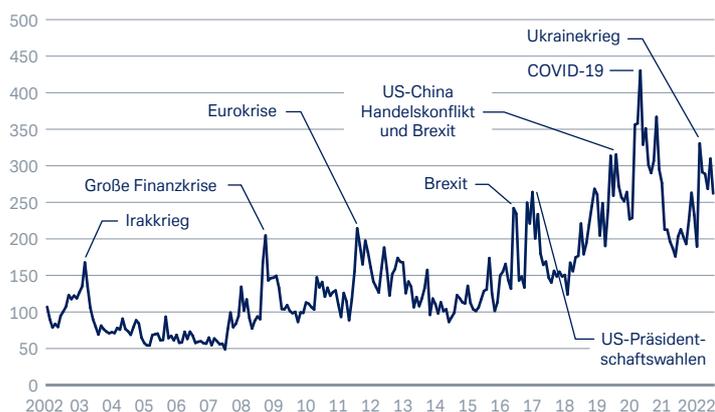
Trotz konsequenter Inflationsbekämpfung und steigender Zinsen könnte die US-Wirtschaft im Gesamtjahr 2023 wachsen. Der deutschen Volkswirtschaft dürfte dies kaum gelingen.

Das Treffen der US-Notenbanker im September brachte zwei Erkenntnisse: Erstens wird der aktuelle Zinserhöhungszyklus der Federal Reserve (Fed) länger andauern als bislang erwartet. Und zweitens befindet sich die Volkswirtschaft der USA in einer besseren Verfassung als zuletzt befürchtet. Für 2022 prognostiziert die Fed nur noch einen minimalen Zuwachs von 0,2% beim Bruttoinlandsprodukt (BIP) – eine Rezession erwartet sie, anders als die Deutsche Bank, aber nicht. So deute eine Reihe von Indikatoren auf ein moderates Wachstum der Konsumausgaben und der Produktion hin. Die Beschäftigungszuwächse hätten sich robust entwickelt und die Arbeitslosenquote sei niedrig geblieben.

Robuste Lage. Die aktuell größte Herausforderung bleibt auch in den USA die Inflationsbekämpfung. Während im August die Gesamtinflation im Jahresvergleich vor allem wegen gesunkener Kraftstoffpreise weiter auf 8,3% zurückging, stieg die Kerninflationsrate überraschend von 5,9% auf 6,3% – ein neuer Höchststand im laufenden Zyklus. Ausschlaggebend war der außergewöhnlich deutliche Anstieg der Wohnkosten um 0,7% gegenüber dem Vormonat. Letztere machen fast ein Drittel des gesamten Warenkorb zur Berechnung der Verbraucherpreisinflation aus. Noch also scheint sich die robuste US-Wirtschaft nicht genug abzuschwächen, um den Preisdruck zu verringern. Dazu würde vermutlich selbst ein weiterer Anstieg der Erwerbsquote vorerst wenig beitragen. Außerdem werden auch in den USA staatliche Leistungen wegen der gestiegenen Inflation erhöht, was besonders die Einnahmen sowie den Konsum der Haushalte mit geringem Einkommen stützt. Die verfügbaren Einkommen

Economic Policy Uncertainty Index: Die politische Unsicherheit bewegt sich auf hohem Niveau

Angaben in Indexpunkten



Quelle: Bloomberg, Stand: 04.10.2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.

IN KÜRZE

- US-Konjunkturindikatoren signalisieren eine robuste Entwicklung der US-Wirtschaft – schwächen sich aber ab.
- Der hohe Preisdruck bleibt ein reales Wachstumsrisiko – das gilt für die USA und noch mehr für Deutschland.
- Die deutsche Wirtschaft belasten gleich mehrere Krisenfaktoren, die eine Rezession begünstigen könnten.

könnten nach Abzug der Inflation 2023 um etwa 3,5% steigen – ein Prozentpunkt mehr als im Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre. Steigende Lohnkosten könnten einige Branchen belasten – zyklische und lohnsensible Bereiche wie Wohnen, Restaurants und medizinische Versorgung heizen aktuell die Inflation an. Das erhöht das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale. Die positiven Effekte einer Erholung des für die US-Wirtschaft sehr wichtigen privaten Konsums könnten dem aber entgegenwirken.

Trübe Stimmung. Von einer Erholung ist die deutsche Volkswirtschaft weit entfernt. Im Gegenteil: Nicht nur nach Einschätzung des Münchner Wirtschaftsforschungsinstituts ifo rutscht Deutschland in eine Rezession – oder ist dort bereits angekommen. Für diesen Befund sprechen die jüngsten Konjunkturdaten. Nach dem erneuten, zum Teil deutlichen Rückgang der Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor bestätigte auch der ifo Geschäftsklimaindex für September eine weitere Verlangsamung des Wachstums in Deutschland im Vergleich zum Vormonat. Nach 88,6 Punkten im August fiel das aussagekräftige Stimmungsbarometer der deutschen Wirtschaft auf 84,3 Indexpunkte deutlich zurück. Damit steht der konjunkturelle Frühindikator so tief wie zuletzt im Mai 2020.

Der Rückgang vollzog sich in der Komponente zur aktuellen Lage, besonders aber bei den Erwartungen. Alle befragten Branchen waren betroffen. Besonders schlecht ist die Stimmung im Einzelhandel. Dort fielen die Erwartungen auf ein historisches Tief. Die deutsche Wirtschaft, die im 2. Quartal dieses Jahres noch überraschend um 0,1% gegenüber dem Vorquartal gewachsen war, belasten gleich mehrere Krisenfaktoren, die sich zum Teil gegenseitig verstärken: globale Lieferkettenprobleme als Folge der Pandemie und des Kriegs in der Ukraine, steigende Inflation und Zinsen sowie hohe Energiekosten und Versorgungsunsicherheit. Die OECD prognostiziert nun für 2023 ein BIP-Minus von 0,7%.

Renten: Keine Entspannung in Sicht

Es spricht viel dafür, dass sich in einem volatilen Umfeld der Anstieg der Renditen an den Anleihemärkten fortsetzt. Eine zentrale Rolle spielt dabei die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank.

In Italien hat erwartungsgemäß das Mitte-Rechts-Bündnis unter Führung von Giorgia Meloni und ihrer Partei Fratelli d'Italia (Brüder Italiens) die vorgezogenen Parlamentswahlen gewonnen. Meloni plant eine Koalition mit der ebenfalls rechtsgerichteten Lega von Ex-Innenminister Salvini und Forza Italia, Partei des früheren Ministerpräsidenten Berlusconi. Befürchtungen, der Wahlausgang könnte zu erheblichen Turbulenzen an den Kapitalmärkten führen, haben sich nicht bestätigt – auch das schwache Abschneiden von Salvinis Lega dürfte das Risiko einer unberechenbaren Politik reduzieren. Anders als 2011 und 2018 scheint eine Konfrontation einer rechtsgerichteten Regierung mit der Europäischen Union ohnehin eher unwahrscheinlich, weil die Parteien planen, den Konjunktur- und Abwicklungsfonds (RRF) sowie den NextGenerationEU-Fonds voll auszuschöpfen.

Die Kapitalmarktinzinsen in Italien legten am Tag nach der Wahl leicht zu, bei langen Laufzeiten aber weniger stark als in Deutschland. Dort kletterten 10-jährige Bundesanleihen bis auf 2,13% – und markierten den höchsten Stand seit 2011. Die italienischen Pendanten rentierten knapp unter 4,5%. Ihr Renditeabstand zu den Bundesanleihen verringerte sich auf rund 2,35% – und weitete sich erst in den Folgetagen in einem turbulenten Marktumfeld etwas aus. Angesichts der hohen Staatsverschuldung und struktureller Schwächen der italienischen Wirtschaft werden die Marktteilnehmer die weiteren Entwicklungen aber im Blick behalten.

Höhere Renditen. An den Anleihemärkten dürfte sich der Aufwärtstrend bei den Renditen in den nächsten Monaten fortsetzen. Angesichts der hohen Inflation sind weitere kräftige Leitzins-

Der Renditeanstieg in Europa hat sich fortgesetzt

Laufende Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream. Stand: 29.09.2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.

IN KÜRZE

- Der so auch erwartete Wahlausgang in Italien hat keine Turbulenzen an den Anleihemärkten ausgelöst.
- Ein Abbau des Staatsanleiheportfolios der EZB könnte am langen Ende zu steigenden Renditen beitragen.
- EU-Anleihen sind bonitätsstark und bieten eine höhere Rendite als vergleichbare Bundesanleihen.

erhöhungen der Europäischen Zentralbank (EZB) absehbar, die bei Staatspapieren kürzerer Laufzeit zu einem Renditeanstieg führen. Perspektivisch könnte die EZB aber auch für Aufwärtsdruck am langen Ende sorgen, sobald die Währungshüter mit dem Abbau ihrer Bilanz beginnen.

Das EZB-Staatsanleiheportfolio umfasst ein Volumen von 4,4 Billionen Euro. Zwar dürften die bis Ende 2024 fällig werden Papiere aus dem Pandemie-Nothilfeankaufprogramm PEPP durch neue ersetzt werden. Doch die meisten Staatsanleihen hat die EZB im Rahmen des regulären Anleiheprogramms gekauft – insgesamt wurden hier Papiere im Volumen von mehr als 2,74 Billionen Euro erworben. Dementsprechend groß ist mit bis zu 300 Milliarden Euro das potenzielle Volumen an Bonds, die pro Jahr fällig werden. Selbst eine schrittweise Reduzierung der EZB-Ankäufe dürfte mittelfristig den Markt belasten. Der Grund: Die Eurostaaten werden zur finanziellen Bewältigung der Energiekrise voraussichtlich mehr Anleihen emittieren.

Mögliche Alternativen. Unterdessen bekommen die Eurostaaten zunehmend Konkurrenz im Wettlauf um Gläubiger: Die EU ist zu einem der größten Teilnehmer am Markt für Staatsanleihen und andere Papiere aus dem öffentlichen Sektor in Europa aufgestiegen. Seit Juni 2021 hat sie zur Finanzierung des Wiederaufbaufonds Anleihen im Volumen von insgesamt knapp 145 Milliarden Euro begeben. Bis 2026 könnte das Marktvolumen über 800 Milliarden Euro erreichen, wenn die Hilfgelder aus dem Wiederaufbaufonds in geplanter Höhe abgerufen werden. Im Euroraum dürften dann nur noch Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien mehr Anleihen in Umlauf gebracht haben als die EU. Gemeinschaftspapiere mit 5 Jahren Laufzeit rentieren aktuell bei 2,6% – und damit rund 50 Basispunkte höher als Bundesanleihen gleicher Laufzeit. Für Zinsanleger eine interessante Option, denn die Bonität der EU-Anleihen ist ebenfalls erstklassig.

Aktien: Korrektur mit Perspektive

Die Kursschwankungen an den Aktienmärkten sind noch nicht ausgestanden. Die hohen Abschläge, mit denen europäische Titel gehandelt werden, könnten aber einen Einstieg interessant machen.

Die Erholung im Sommer entpuppte sich als Bullenfall. Es hatte den Anschein, als ob die Anleger – angefangen beim Krieg in der Ukraine bis zu Rezessionsszenarien – allen Risiken trotzen wollten. Doch seit für August eine überraschend hohe US-Inflation gemeldet wurde und die Notenbank Federal Reserve (Fed) absehbar ihre Leitzinsen stärker als bisher erwartet anhebt, hat die Anleger der Mut verlassen: Viele Leitindizes in Europa und den USA notierten zuletzt in der Nähe ihrer bisherigen Jahrestiefs oder darunter. Der STOXX Europe 600 büßte seit Jahresbeginn gut 20% ein. Zuletzt wurde der marktweite Leitindex mit einem Abschlag von über 20% gegenüber seinem langjährigen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) gehandelt. Noch deutlicher fällt der Vergleich mit dem US-Pendant S&P 500 aus: Hier beträgt der Abschlag sogar fast 40%. Darin spiegelt sich die Unsicherheit der Anleger über das Ausmaß der Energiekrise und die künftige wirtschaftliche Entwicklung in Europa wider.

Unterschiedliche Ansichten. Allerdings gehen die Einschätzungen der Analysten über europäische Aktien weit auseinander. Die eine Fraktion erwartet, dass erodierende Margen und eine sinkende Kaufkraft zu weiteren Kurskorrekturen führen könnten. Die andere Fraktion verweist auf die bereits historisch niedrigen Bewertungen und traut der europäischen Wirtschaft eine V-förmige Erholung zu. Die europäischen Regierungen ergreifen umfangreiche Maßnahmen, um die Folgen der hohen Energie- und Versorgungspreise einzudämmen. Deshalb könnte ein weiterer Rückgang der Aktienkurse ein zu trübes Bild europäischer Firmen zeichnen – und eine interessante Einstiegsgelegenheit bieten. Mit Ausnahme der Sommerrally haben Aktien insbesondere aus den defensiven Sektoren besser abgeschnitten als Zykliker. Für einen Einstieg in defensive Aktien ist es aber vermutlich zu spät. Viele Sektoren erscheinen gemessen an ihrem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der vergangenen 10 Jahre überbewertet – allen voran Basiskonsum, Gesundheitswesen, Nahrungsmittel und Getränke sowie Tabak. Auf der anderen Seite werden zyklische Branchen wie Banken, Energie, Automobile und Rohstoffe mit deutlich überdurchschnittlichen Abschlägen gehandelt. Langfristig orientierte Anleger könnten im weiteren Jahresverlauf beginnen, hier Positionen aufzubauen. Insbesondere Banken, in deren niedrige Bewertungen (KGV: 7) das Risiko steigender Kreditausfälle im Falle einer tiefen Rezession bereits ausreichend berücksichtigt sein dürfte, profitieren direkt von höheren Kapitalmarktrenditen: Die Nettozinseinnahmen der Geldinstitute steigen. Trotz der Pläne der EU-Kommission,

IN KÜRZE

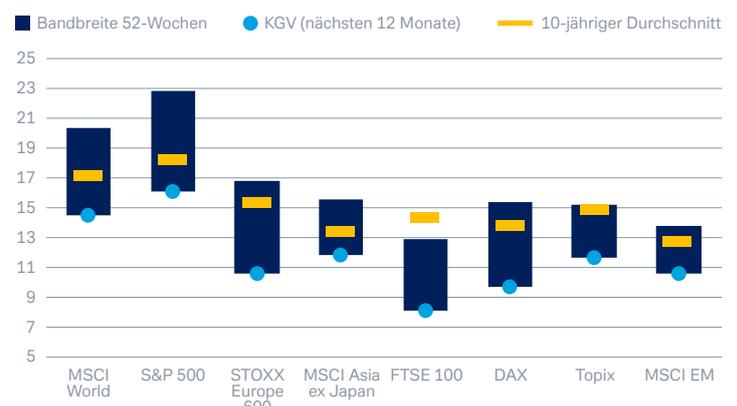
- Die deutlichen Kursverluste insbesondere bei europäischen Aktien sind auch Folge der Energiekrise.
- Für einen Einstieg in defensive Werte könnte es angesichts hoher Bewertungen zu spät sein. Zykliker dürften langfristig bessere Perspektiven bieten.
- Deutsche Mittelständler verfügen über solide Bilanzen.

sogenannte Übergewinne im Öl- und Gassektor vorübergehend steuerlich abzuschöpfen, dürften die Profite der Rohstoffkonzerne weiter sprudeln. Einen Großteil seiner Einnahmen generiert der Sektor außerhalb Europas – Doppelsteuerabkommen könnten den Ertragsrückgang je Aktie auf durchschnittlich 5% begrenzen.

Solide Bilanzen. Unterdessen ist im deutschen Mittelstand kein massenhafter Exodus infolge der hohen Energie- und Rohstoffpreise zu befürchten. Die Unternehmen verfügen über solide Bilanzen und dürften Ertragseinbußen dank einer moderaten Verschuldung sowie hoher Liquiditätsreserven eine Zeit lang verkraften. Auch sind viele Firmen Weltmarktführer in ihrer Branche und können Kostensteigerungen leichter an ihre Kunden weitergeben. Darüber hinaus dürfte der schwache Euro, der in letzter Zeit maßgeblich zu positiven Gewinnrevisionen beigetragen hat, die Auswirkungen eines Abschwungs auf die Aktienkurse abfedern und den EUR-Anlegern eine gewisse Inflationsabsicherung bieten.

Aktienmärkte preisen Zinsanhebungen und Wachstumschwäche ein

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)



Quelle: Bloomberg L.P., Stand 29.09.2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.

Rohstoffe: Von Wetterkapriolen und Nachfrageeffekten

Die vergleichsweise niedrigen Ölpreise könnten in den kommenden Monaten wieder deutlich anziehen. Die Renaissance der Kohle hat die Notierungen weltweit auf Rekordniveau gehievt.

Ein Faktor für die Entwicklung von Rohöl- und Benzinpreisen in den USA ist die alljährliche Hurrikan-Saison von 1. Juni bis 30. November. Historischen Zeitreihen zufolge entsteht rund die Hälfte der Stürme, die auf die US-Küsten treffen, bis Mitte September. Vor dem Hurrikan „Ian“ wurde die Öl- und Benzinproduktion nicht von Naturgewalten beeinträchtigt, die Raffinerien konnten bis Ende September ohne sturmbedingte Unterbrechung arbeiten und die Lagerbestände mussten nicht stark angezapft werden. Zudem wurden Kaufpositionen an den Terminmärkten aufgelöst, die zuvor aufgrund der Warnungen vor einer ungewöhnlich starken Hurrikan-Saison, die sich bis dahin nicht bewahrheitet hatten, erworben worden waren.

In der Folge fiel der Preis für US-Öl der Sorte WTI auf den tiefsten Stand seit Januar 2022. Auch die Differenz der Tankstellenpreise für Normalbenzin zu der WTI-Notierung verringerte sich je Gallone (3,79 Liter) von 2,35 USD Mitte Juni auf 1,58 USD Anfang September. Durch Hurrikan Ian sollte sich dies jedoch ändern: Erste Berechnungen deuten auf tägliche Produktionsausfälle in Höhe von 190.000 Barrel (1 Fass = 159 Liter) hin.

Außerdem laufen im Oktober die Verkäufe aus den strategischen Ölreserven der USA aus, und Ende des Jahres beginnt der Importstopp der meisten EU-Länder für russisches Öl. Auch Produktionsdrosselungen der OPEC-Staaten könnten wieder zu steigenden Ölnotierungen führen.

Mögliche Erholung. In der globalen Energiekrise erlebt die Nachfrage nach Kohle eine Renaissance – und hat im September die Notierungen auf Rekordniveau getrieben. Die verstärkte Substitution von Gas durch Kohle ist leicht erklärbar: Im Jahresdurchschnitt kostete europäische Kohle ein Viertel des Gaspreises. Die Drosselung und der Stopp der russischen Gaslieferungen nach Europa haben zu einem starken Anstieg der weltweiten Gasnotierungen – auch bei Flüssigerdgas (LNG) – geführt. Das EU-Importverbot für russische Kohle, die für 70% der Gesamteinfuhren stand, ist seit August in Kraft und hat hierzulande zusätzlich zu einem Anstieg der Preise beigetragen.

Die europäische macht zwar nur 5% der globalen Kohlenachfrage aus – doch der Wirkmechanismus „teures Gas, steigende Kohlenachfrage“ gilt auch für andere Regionen in der Welt. In Asien lagen die Kohlepreise in diesem Jahr durchschnittlich 50% unter denen für Gas. Die steigende Nachfrage bei einem im Vergleich zu Europa relativ knapperen Angebot hat im asiatisch-pazifischen Raum zu einem deutlichen Preisschub für Kohle geführt. Während China und Indien Zugriff auf die verbilligte russische

IN KÜRZE

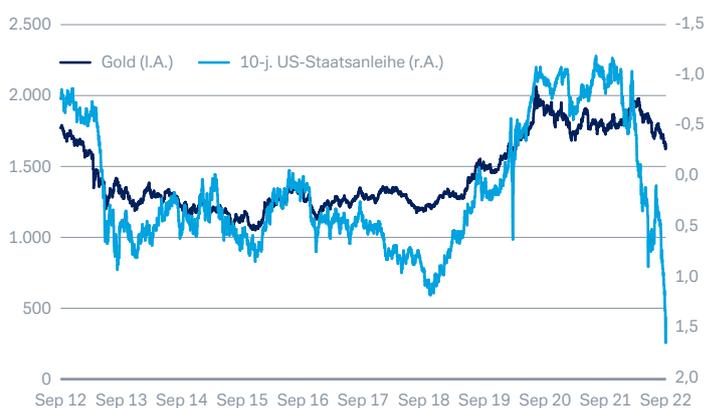
- Die bis Ende September milde Hurrikan-Saison hat zu fallenden Öl- und Benzinpreisen in den USA beigetragen.
- Teures Gas hat die weltweite Nachfrage nach Kohle angeheizt. Der Preis erreichte zuletzt ein Rekordhoch.
- Der Goldpreis könnte so lange unter Druck bleiben, bis ein Ende des Leitzinserhöhungszyklus absehbar ist.

Kohle haben, mussten andere wichtige Abnehmer wie Japan und Südkorea einen Rückgang der Einfuhren verkraften – die Zeit war zu kurz, um für Europa gedachte russische Kohle nach Asien umzulenken. Außerdem stockt das Angebot aus Australien, dem weltweit zweitgrößten Kohleexporteur. Das Wetterphänomen La Nina beeinträchtigt vorerst die Versorgung.

Geringere Nachfrage. Der Abwärtstrend beim Gold setzt sich fort. Die Feinunze (31,1 Gramm) notierte Ende September klar unter 1.650 US-Dollar. Dem Edelmetall setzt der Zinsanstieg in den USA zu: Der Leitzins dürfte 2022 und 2023 höher liegen als angenommen. Der kräftige Renditeanstieg 2-jähriger US-Staatsanleihen hält den Goldpreis ebenso im Zaum wie die hohen Realzinsen im 10-jährigen Laufzeitenbereich (1,2%). Das stützt den US-Dollar, der ebenfalls auf dem Preis für Gold lastet. Für einen nachhaltig höheren Goldpreis müssten die Märkte zunächst ein Ende des Zinserhöhungszyklus einpreisen.

Steigende Realrendite belastet Gold

linke Achse: in USD je Feinunze, rechte Achse: reale Rendite in Prozent



Quelle: Bloomberg L.P. Stand 29.09.2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.

Liquidität: Notenbanken straffen die Zügel

In den USA und in Europa müssen sich die Märkte für längere Zeit auf höhere Leitzinsen als bislang erwartet einstellen. Inzwischen haben auch die Schweizer Währungshüter umgesteuert.

Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) hat im September zum dritten Mal in Folge den US-Leitzinskorridor um 75 Basispunkte auf nun 3,00 bis 3,25% angehoben. Der einstimmige Beschluss des zuständigen Offenmarktausschusses FOMC war absehbar, nachdem die US-Inflationsrate im August überraschend hoch ausgefallen war. Nun muss sich der Markt auf eine stärkere und länger andauernde Straffung der US-Geldpolitik als bislang angenommen einstellen. Die Deutsche Bank rechnet für die nächste FOMC-Sitzung im Oktober mit einem weiteren Zinsschritt um 75 und im Dezember um 50 Basispunkte.

Höhere Zinsen. Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte der Fed im Oktober und Dezember mit Leitzinserhöhungen in gleicher Größenordnung folgen. Zum Jahreswechsel würde der Einlagesatz bei 2,0% und der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,5% liegen. EZB-Präsidentin Christine Lagarde bekräftigte kürzlich das 2%-Ziel, für den niederländischen Notenbankchef Klaas Knot

IN KÜRZE

- Die Fed und die EZB könnten bis zum Jahresende ihre Leitzinsen um weitere 125 Basispunkte anheben.
- Die Schweizerische Nationalbank hat ihre Negativzinspolitik beendet, dürfte aber nur moderat straffen.

kennt die EZB derzeit nur ein Problem: Inflation. Die Kernrate in der Eurozone lag im August bei 4,3%. Die EZB könnte daher bald beschließen, ihr Staatsanleiheportfolio abzubauen. Mit einer Zinsanhebung um ebenfalls 75 Basispunkte auf 0,50% hat sich im September auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) von ihrer Negativzinspolitik verabschiedet. Nur in Japan liegt der Leitzins jetzt noch im negativen Bereich. Die SNB dürfte aber einen moderaten Straffungskurs verfolgen.

Immobilien: Licht und Schatten

Die globalen Immobilienmärkte meistern die aktuellen makroökonomischen Herausforderungen je nach Region und Segment unterschiedlich erfolgreich.

Krieg in Europa, steigende Zinsen, hohe Inflation, drohende Rezession – das herausfordernde Umfeld belastet auch die globalen Immobilienmärkte. Die Regionen und Segmente sind aber unterschiedlich stark betroffen. Die lebhafteste Transaktionsaktivität im 1. Halbjahr 2022 ist dem US-Markt zuzurechnen. In Europa und Asien – allen voran in Deutschland und China – war das Transaktionsvolumen dagegen rückläufig. Die Performance globaler Immobilienfonds erreichte im 1. Quartal mit 19,9% gegenüber dem Vorjahresquartal die höchste Gesamttrendite seit 2006. Der Mietenanstieg hat sich seit Jahresbeginn vielerorts fortgesetzt.

Durchwachsene Aussichten. Strukturell bedingt könnten vorzugsweise Industrie- und Wohnimmobilien den Marktrisiken trotzen und bis 2024 leichte Wertsteigerungen verzeichnen. Ein robuster E-Commerce und die Bemühungen, Lieferketten zu stärken, dürften die Nachfrage nach Industrieimmobilien stützen. Im ohnehin defensiven Segment der Wohnimmobilien besteht in vielen Regionen weiterhin eine Angebotslücke. Die Aussichten für

IN KÜRZE

- Industrie- und Wohnimmobilien könnten sich strukturell bedingt weiter robust entwickeln.
- Die ökonomischen Folgen des Krieges in der Ukraine dürften europäische Immobilien belasten.

Büroimmobilien dürften sich dagegen eintrüben, ein Bewertungsabschlag ist wahrscheinlich. Auch für Einzelhandelsimmobilien wird eine unterdurchschnittliche Entwicklung erwartet. Kurz- bis mittelfristig wird aber wohl keine Region die aktuelle Konjunkturschwäche unbeschadet überstehen. Besonders anfällig für Wertverluste sind europäische Immobilien. Steigende Finanzierungskosten dürften die ohnehin geringen Renditen belasten. Gleichzeitig sind Wirtschaft und Immobilienmärkte stärker vom Krieg in der Ukraine betroffen als in anderen Regionen der Welt.

Im Umfeld hoher Teuerungsraten, steigender Zinsen und zunehmender Konjunktursorgen verzeichneten die globalen Aktienmärkte im September deutliche Kursrückgänge. Allen voran die Notenbanken in den USA und Europa bekämpfen konsequent die Inflation – und könnten ihre Leitzinsen schneller und stärker anheben als bislang angenommen. Das bleibt an den Anleihemärkten nicht ohne Wirkung: Turbulenzen nach der Wahl und dem Rechtsruck in Italien sind zwar ausgeblieben. Die Renditen langlaufender Staatspapiere haben zuletzt aber deutlich zugelegt. Angesichts dieser Entwicklung und der anhaltenden Stärke des US-Dollars ist der Goldpreis weiter unter Druck geraten. Dagegen dürften Energierohstoffe in den Wintermonaten weiter auf hohem Niveau notieren.

BIP-Wachstum

in %	2021	2022E	2023E
Welt	6,0	3,1	2,8
USA	5,7	1,9	0,7
Euroland	5,3	3,1	0,7
Deutschland	2,6	1,5	0,0
Japan	1,7	1,5	0,9
China	8,1	3,3	5,3

Inflation (CPI)

in %	2021	2022E	2023E
Welt	4,1	8,2	5,6
USA	4,7	4,8	3,3
Euroland	2,6	8,2	5,0
Deutschland	3,2	8,4	6,2
Japan	-0,2	2,1	1,7
China	0,9	2,3	2,5

Geldpolitik

Leitzinssätze in %	Aktueller Wert	12 Monate
Euroland (Einlagenzins)	0,75	2,00
UK	2,25	2,50
USA	3,25	3,75
Japan	0,00	0,00

Währungen

	Aktueller Wert	12 Monate
EUR/USD	0,99	1,05
EUR/GBP	0,87	0,88
EUR/JPY	143,21	137,00
EUR/CHF	0,98	1,05
EUR/NOK	10,46	9,50

Marktzinsen

10J-Bonds in %	Aktueller Wert	12 Monate
Deutschland	1,82	1,75
Italien	4,11	3,95
Spanien	2,97	2,85
USA	3,58	3,25
UK	3,82	2,25
Japan	0,19	0,20

Aktien

Indizes	Aktueller Wert	12 Monate
USA (S&P 500 in USD)	3.678	4.200
Europa (Stoxx Europe 600)	400	445
Euroland (Euro Stoxx 50)	3.453	3.750
Deutschland (DAX)	12.572	14.400
Japan (MSCI Japan in JPY)	1.126	1.250
Emerging Markets (MSCI in USD)	876	1.030
EM-Asien (MSCI in USD)	461	555
Lateinamerika (MSCI in USD)	2.206	2.200
China (MSCI in HKD)	57	70
Indien (MSCI in INR)	1.968	2.200

Rohstoffe

in USD	Aktueller Wert	12 Monate
Rohöl (Brent)	89,60	100,00
Gold	1.706,88	1.875,00
Silber	20,91	22,00

Quellen: Aktuelle Werte: Bloomberg LP, Stand: 04.10.2022; Prognosen: Deutsche Bank AG, Stand: 04.10.2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.

Liquidität



Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) hat im September den Leitzinskorridor erneut um 75 Basispunkte angehoben, um der Verbraucherpreisinflation entgegenzuwirken. Sollte in den kommenden Monaten die Rate wie erwartet stagnieren oder sinken, könnte die Fed ihren Zinsanhebungszyklus bald beenden. Dennoch dürften die Schwankungen am Anleihemarkt vorerst hoch bleiben, weshalb ein Liquiditätsaufbau weiterhin nur im Hinblick auf Kurskorrekturen und einen möglichen Einstieg am Kapitalmarkt interessant erscheint.

Renten



Die Renditen von Staatsanleihen mit guter und sehr guter Bonität sind angesichts der aktuell trüben Wachstumsaussichten und hoher Inflationsraten weiter gestiegen. Sobald in den USA aber die Inflationsraten sinken, könnte die Notenbank Federal Reserve (Fed) zurückhaltender mit weiteren Zinsanhebungen agieren. Das US-Zinsniveau dürfte dann seinen Höhepunkt erreichen. Das wird in Europa voraussichtlich noch länger dauern als in den USA – der hohe Preisdruck lässt der Europäischen Zentralbank kaum eine andere Wahl. Daher ist in den kommenden Monaten aufgrund weiterer Leitzinserhöhungen mit Schwankungen bei europäischen Staatsanleihen zu rechnen.

Rohstoffe



Die Leitzinserhöhungen wichtiger Zentralbanken rund um die Welt haben den Druck auf den Goldpreis abermals erhöht. Gleichzeitig profitierte der US-Dollar von den steigenden Zinsen in den USA – und brachte zusätzlichen Gegenwind für das Edelmetall. Mittelfristig könnten steigende Stagflationssorgen und ein andauernder Russland-Ukraine-Konflikt die Goldnotierung jedoch stützen. Die Ölpreise könnten sich im Zuge einer möglichen Verbesserung des wirtschaftlichen Ausblicks in den kommenden Monaten von ihrem jetzigen Niveau aus nach oben bewegen.

Immobilien



Die aktuelle Konjunkturschwäche wird kurzfristig keine Region unbeschadet überstehen. Besonders anfällig für Wertverluste sind europäische Immobilien. US-Immobilien sind einem ähnlichen Zinsdruck ausgesetzt. Interessant bleiben potenzielle Chancen durch den strukturellen Wandel im Bereich der Gewerbeimmobilien; Logistikimmobilien in guter Lage sollten dabei gefragt bleiben. Im aktuellen inflationären Umfeld oder auch bei einer Rezession könnten Immobilienstabilität ins Portfolio bringen und als Inflationsschutz dienen.

Aktien



Der Aufschwung am Aktienmarkt in den Sommermonaten erwies sich als kurzlebige Bärenmarkttraly. Auch in den kommenden Monaten dürften die Kurse an den wichtigsten Börsen weltweit volatil bleiben. Negative Gewinnrevisionen in der bevorstehenden Berichtssaison könnten weitere kräftige Kursschwankungen auslösen. Eine Reihe von Märkten wird bereits mit erheblichen Abschlägen gehandelt. Sollte sich die Konjunktur in Europa im kommenden Frühjahr dank fiskalpolitischer Hilfen besser entwickeln als bislang angenommen, könnte die Stimmung schnell umschlagen. In einem volatilen Marktumfeld sollten entsprechend risikobereite Anleger Kursrücksetzer als Einstiegschancen in Betracht ziehen.

Der Marktausblick gibt die Einschätzungen der Deutschen Bank zu den einzelnen Anlageklassen wieder. Die Texte beschreiben die Marktsegmente, die Farben stehen für die Gesamtheit der Anlageklasse: Ob für eine Anlageklasse ein positives oder negatives Performancepotenzial ausgewiesen wird, hängt von den zugrunde liegenden Marktsegmenten ab.

Quelle: Deutsche Bank AG; Stand: 04.10.2022. Detailinformationen zu einzelnen Anlageklassen sowie deren Chancen und Risiken gibt Ihnen gerne Ihr Berater.

UNINTERESSANT



INTERESSANT



— uninteressant — mehrheitlich uninteressant — neutral — mehrheitlich interessant — interessant

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Die Texte genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlage- und Anlagestrategieempfehlungen oder Finanzanalysen. Es besteht kein Verbot für den Ersteller oder für das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen, vor bzw. nach Veröffentlichung dieser Unterlagen mit den entsprechenden Finanzinstrumenten zu handeln.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageempfehlung, Anlageberatung oder Handlungsempfehlung dar, sondern dienen ausschließlich der Information. Die Angaben ersetzen nicht eine auf die individuellen Verhältnisse des Anlegers abgestimmte Beratung.

Allgemeine Informationen zu Finanzinstrumenten enthalten die Broschüren „Basisinformation über Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen“, „Basisinformationen über Finanzderivate“, „Basisinformationen über Termingeschäfte“ und das Hinweisblatt „Risiken bei Termingeschäften“, die der Kunde bei der Bank kostenlos anfordern kann.

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen. Obwohl sie aus Sicht der Bank auf angemessenen Informationen beruhen, kann sich in der Zukunft herausstellen, dass sie nicht zutreffend oder nicht korrekt sind.

Sofern es in diesem Dokument nicht anders gekennzeichnet ist, geben alle Meinungsäußerungen die aktuelle Einschätzung der Deutschen Bank wieder, die sich jederzeit ändern kann. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkenntnissetzung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen.

Die Deutsche Bank AG unterliegt der Aufsicht der Europäischen Zentralbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

© Deutsche Bank AG 2022 • Redaktionsschluss: 04.10.2022, 18 Uhr. Autor: Dr. Ulrich Stephan, Chief Investment Officer Private Bank Germany