

# Kapitalmarktausblick

August 2022

Von Dr. Ulrich Stephan

Chief Investment Officer Private Bank Germany



## Inhalt

- 02 VOLKSWIRTSCHAFT Die Risiken bleiben hoch
- 03 RENTEN Von Inflation, Notenbanken und Kriseninstrumenten
- 04 AKTIEN Der Einfluss der Verbraucher
- 05 ROHSTOFFE Schwächelnde Krisenwährung, aufgebrachte Verbraucher
- 06 LIQUIDITÄT Kampf gegen Inflation
- 06 IMMOBILIEN Die Folgen des Krieges
- 07 PROGNOSEN Finanzmarktkennzahlen im Überblick
- 08 MARKTAUSBLICK Anlageklassen in Kürze

## Volkswirtschaft: Die Risiken bleiben hoch

Auch ohne einen vollständigen Gaslieferstopp aus Russland könnte die Eurozone in eine Rezession abrutschen. Technisch gesehen ist die US-Wirtschaft dort bereits angekommen.

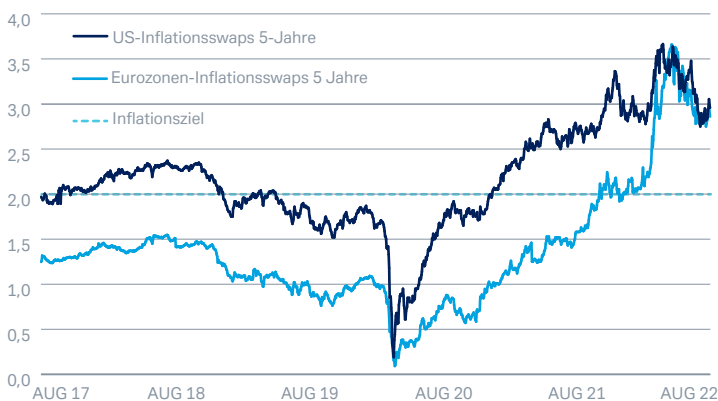
Die Erleichterung war groß: Als sich abzeichnete, dass Russland nach Ende der Wartungsarbeiten wieder Erdgas durch die Pipeline Nord Stream 1 nach Europa liefern würde, reagierten die globalen Aktienmärkte erleichtert. Ein Lieferstopp zum aktuellen Zeitpunkt würde eine Reihe von europäischen Volkswirtschaften mit hoher Wahrscheinlichkeit in die Rezession schicken. Doch die Lieferungen sind langfristig keinesfalls gesichert, das zeigt die erneute Drosselung Ende Juli. Nach Einschätzung vieler Beobachter bleibt das Risiko hoch, dass Wladimir Putin Erdgas als Waffe einsetzt und geopolitisch weiter eskaliert.

Modellrechnungen zeigen, dass die Wirtschaftsleistung in der Eurozone um 1% bis knapp 3% einbrechen könnte. In Deutschland würde der Rückgang aufgrund der hohen Abhängigkeit von russischem Erdgas mit bis zu 3% überdurchschnittlich stark ausfallen. Doch auch so bleibt das Rezessionsrisiko hoch. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Eurozone ist im Juli überraschend unter die Expansionsschwelle von 50 Punkten gesunken, was eine bevorstehende Schrumpfung der wirtschaftlichen Aktivität signalisiert. Deutlich eingetrübt hat sich der Konjunkturindikator für die deutsche Volkswirtschaft. Die PMIs für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor sind entgegen den Erwartungen auf jeweils 49,2 Punkte eingebrochen.

**Alte Probleme.** Unterdessen lässt die Trendwende bei den Inflationsraten weiter auf sich warten. Nach ersten Schätzungen erreichte die Inflation in der Eurozone im Juli mit 8,9% zum Vorjahr einen neuen Rekordwert. Bemerkenswert war vor allem

### Die Inflationserwartungen der Märkte sind wieder gefallen

Inflationserwartungen der Marktteilnehmer anhand 5-jähriger Inflationsswaps, Angaben in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream, Stand: 03.08.2022 – 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

- Russland könnte Erdgas noch stärker als Waffe einsetzen. Das würde das Wachstum in der Eurozone belasten.
- Bei der Inflationsentwicklung ist weder in Europa noch in den USA aktuell eine Trendwende erkennbar.
- Die Wachstumsdynamik der chinesischen Volkswirtschaft könnte sich im Juli abgeschwächt haben.

der Zuwachs der Kerninflationsrate, die auf 4% gestiegen ist. Ähnliches ist auch in den USA zu beobachten. Hier verzeichnete das für die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) wichtige Inflationsmaß PCE (Personal Consumption Expenditure) im Juni mit 6,8% zum Vorjahr ebenfalls einen neuen Jahreshöchststand. Die PCE-Kernrate (ohne Energie und Lebensmittel) stieg unerwartet wieder an und erreichte ein Niveau von 4,8%.

Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) könnte die Leitzinsen deshalb noch deutlich und vor allem weiter in großen Schritten anheben, um möglichst rasch ein neutrales Zinsniveau zu erreichen, mit dem die Wirtschaft nicht länger angekurbelt wird und der Preisauftrieb abebben kann. Ein Balanceakt – denn ein zu drastisches Vorgehen der Notenbanker würde aller Voraussicht nach in einer harten Landung der größten Volkswirtschaft der Welt münden. Ohnehin befinden die USA bereits in einer technischen Rezession. Damit sind zwei Quartale in Folge mit schrumpfender Wirtschaftsleistung gemeint. Da sich aber der US-Arbeitsmarkt und der Immobilienmarkt weiterhin in einer robusten Verfassung präsentieren, sollte dies zunächst ohne größere Folgen bleiben.

**Erneute Schwäche.** Chinas Wirtschaft ist im 1. Halbjahr wegen der strikten Pandemie-Maßnahmen nur um 2,5% gewachsen. Der BIP-Anstieg um 3,3% im Juni nährte zunächst die Hoffnung auf ein stärkeres 2. Halbjahr. Doch nun deuten die jüngsten Stimmungsindikatoren auf eine neuerliche Abschwächung der Erholung im Verarbeitenden Gewerbe im Juli hin. Insgesamt meldeten die befragten Unternehmen im Vergleich zu den dynamischen Juni-Werten schwächere Produktions- und Beschäftigungszahlen. Rückläufige Auftragseingänge aus dem In- und Ausland lassen infolge des nach wie vor schrumpfenden Immobiliensektors sowie eines schwächeren globalen Wachstums auch für den laufenden Monat eine, mit wenigen Ausnahmen insgesamt gedämpfte Aktivität der Industrieunternehmen erwarten.

## Renten: Von Inflation, Notenbanken und Kriseninstrumenten

Angesichts des aktuellen Preisdrucks in den USA dürfte die US-Notenbank Fed ihre Leitzinsen weiter anheben und maßgeblich die Entwicklung der US-Renditen beeinflussen.

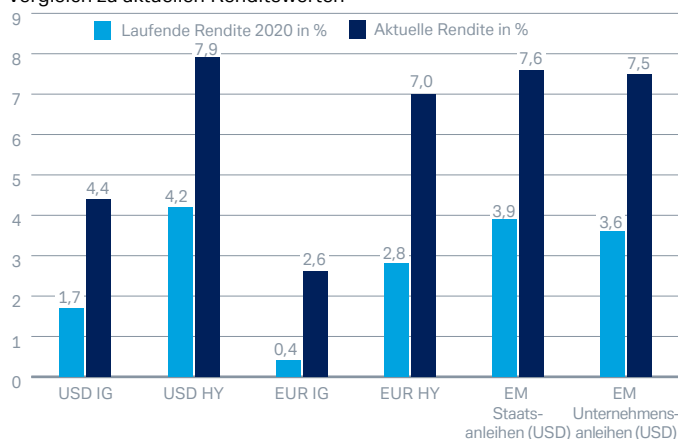
Mit Argusaugen dürften Anleger am US-Rentenmarkt aktuell das Verhalten der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) bei der Straffung der Geldpolitik verfolgen. Einige Investoren rechnen damit, dass die Fed nach den großen Leitzinsschritten der vergangenen Monate von bis zu 75 Basispunkten den Zinsanhebungszyklus noch 2022 auslaufen lassen könnte. Dafür müsste sich aber in den USA die Inflationsdynamik abschwächen. Immerhin: Die aus inflationsindexierten US-Staatsanleihen abgeleiteten Inflationserwartungen sind vor allem kurzfristig stark zurückgegangen. Die sogenannte Breakeven-Inflationsrate für die kommenden 2 Jahre gab von fast 5% Ende März auf zuletzt knapp 3% deutlich nach. Anleiheinvestoren gehen für die nächsten 2 Jahre von einer Preissteigerungsrate aus, die signifikant unter den für Juni gemeldeten 9,1% liegt. Auch die Privathaushalte erwarten mittelfristig nur noch 2,8% – ein 16-Monats-Tief.

Nach Einschätzung der Deutschen Bank sind aber noch nicht alle Bedingungen für ein Ende der Leitzinserhöhungen gegeben: Die Lohndynamik am US-Arbeitsmarkt ist weiter hoch und auch die Wohn- und Gesundheitskosten legen spürbar zu. Ein Kurswechsel der Fed ist daher zum jetzigen Zeitpunkt eher unwahrscheinlich – würde aber dazu führen, dass insbesondere die Renditen von US-Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit nachgeben könnten.

**Geringere Nachfrage.** Aufs Tempo drückt die Fed unterdessen beim Abbau ihrer während der Pandemie durch Anleihekäufe aufgeblähten Bilanzsumme. Bis 2024 könnte sich das Volumen der Staatsanleihen von aktuell 5,8 Billionen US-Dollar auf rund 4 Billionen US-Dollar reduzieren. Zusätzlich bauen die Wäh-

### Die Rendite kehrt zurück

Konsolidierte Rendite ausgewählter Anleihesegmente Ende 2020 im Vergleich zu aktuellen Renditewerten



Quelle: Refinitiv Datastream. Stand: 03.08.2022 – 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 Zinsanhebungszyklus in den USA dürfte sich auf Grund nach wie vor hoher Inflationsraten fortsetzen.
- Das neue Antifragmentierungs-Instrument der EZB soll die Transmission der Geldpolitik gewährleisten.
- Bonitätsstarke Unternehmensanleihen bieten wieder interessante Renditen.

rungshüter auch ihren Bestand an mit Hypotheken besicherten Schuldverschreibungen stark ab. Obwohl die Bilanzsumme der Fed 2024 immer noch gut ein Drittel größer sein dürfte als zu Beginn der Pandemie, ist ein derart schneller Portfolioabbau historisch einmalig. Weil die Notenbank als Nachfrager am Markt ausfällt, könnten die Kurse von US-Staatsanleihen unter Druck geraten. Wachsende Rezessionsorgen und perspektivisch sinkende Inflationsraten könnten sich zwar positiv auf die Nachfrage von US-Treasuries auswirken – dürften aber das Ankaufvolumen kaum kompensieren. Ein weiterer substanzieller Rückgang der US-Renditen ist daher nicht sehr wahrscheinlich.

Unterdessen kam bei den Investoren am europäischen Rentenmarkt das neue Antifragmentierungs-Instrument, das die Europäische Zentralbank (EZB) Ende Juli präsentiert hat, nicht übermäßig gut an. Das sogenannte Transmission Protection Instrument (TPI) ermöglicht der EZB Ankäufe von Anleihen einzelner Staaten, falls deren Renditen aus nicht nachvollziehbaren Gründen steigen und die Transmission der Geldpolitik gefährdet. Insbesondere Großanleger hatten auch mit Blick auf die Regierungskrise in Italien gehofft, dass das Programm an lockerere Bedingungen geknüpft sein würde.

**Interessante Aussichten.** Im Segment der Unternehmensanleihen machen sich ebenfalls die abnehmende Konjunkturdynamik und die sinkende Risikobereitschaft der Anleger bemerkbar. Die Risikoaufschläge gegenüber Staatsanleihen haben sich seit Kriegsbeginn sowohl in den USA als auch in Europa stark ausgeweitet. Sie liegen teilweise sogar über den höchsten Pandemie-Niveaus von Anfang 2020. Da ein Großteil der Korrektur in dem Segment vollzogen sein könnte, hat sich das Risiko-Ertrags-Verhältnis von Corporate Bonds mit guter und sehr guter Bonität (Investment Grade, IG) verbessert. In der Eurozone rentieren IG-Papiere bei fast 3% und könnten für Anleger interessant sein.

## Aktien: Der Einfluss der Verbraucher

Die Abwärtsrisiken für den US-Aktienmarkt durch einen deutlichen Rückgang der Verbraucherausgaben dürften begrenzt bleiben. Zyklische Aktien stehen aber unter Druck – auch in Europa.

Ein wichtige Rolle für die weitere Entwicklung am US-Aktienmarkt spielen die Verbraucher. Der private Konsum trägt mit knapp 70% zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA bei, gleichzeitig ist das Wirtschaftswachstum der wichtigste Faktor für Unternehmensgewinne. Außerdem halten die US-Haushalte rund drei Viertel der US-Aktien direkt oder indirekt über ETFs sowie Investment- und Pensionsfonds. Eine Verschlechterung ihrer finanziellen Lage birgt daher ein doppeltes Risiko für den Aktienmarkt: Höhere Lebenshaltungskosten könnten den Konsum belasten und die Haushalte dazu zwingen, Aktien zu verkaufen.

**Geringere Ausgaben.** Verfügbares Einkommen, Ersparnisse, Verschuldung, Inflation, Verbraucherstimmung und Vertrauen: Die Deutsche Bank hat eine Reihe von Faktoren für das Verbraucherverhalten analysiert – demnach sind die Risiken für eine deutliche Verlangsamung der gesamten Verbraucherausgaben begrenzt. Allerdings könnten die diskretionären Ausgaben sinken. Haushalte mit niedrigem Einkommen sind der Inflation überproportional ausgesetzt. Aber auch einkommensstärkere Verbraucher planen, ihre Ermessensausgaben zu kürzen. Unternehmen spüren diese Entwicklung bereits: Im Mai sind die US-Einzelhandelsumsätze erstmals seit Dezember 2021 gegenüber dem Vormonat gesunken. Mehrfach mussten Einzelhändler Gewinnwarnungen aussprechen, weil sie die Nachfrage in einigen Warengruppen überschätzt hatten. In diesem Umfeld sind zyklische Konsumgüteraktien anfällig. Der Sektor wird immer noch mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von mehr als dem knapp 24-fachen der erwarteten Gewinne in 12 Monaten gehandelt. Zum Vergleich: Der marktweite US-Leitindex S&P 500 weist aktuell ein KGV von rund 17 aus. Die Multiplikatoren für die Bereiche Automobile (27), Verbraucherdienstleistungen (24) und Einzelhandel (26) liegen ebenfalls über dem 20-fachen, während die Gruppe der langlebigen Konsumgüter aktuell bereits ein deutlich geringeres KGV von 11,7 und Bekleidung von 10,3 aufweisen. Vor dem Hintergrund der Ertragsrisiken und steigender Anleiherenditen erscheint ein KGV von über 20 als zu hoch. Dagegen dürften Aktienverkäufe der US-Haushalte zur Finanzierung des Lebensunterhalts auch künftig kaum ein Problem darstellen. Der Aktienbesitz ist auf die wohlhabendsten Haushalte konzentriert, die am wenigsten auf eine steigende Inflation reagieren. 10% besitzen fast 90% der gesamten direkten Aktienpositionen der Haushalte und verfügen zusätzlich über 12 Billionen US-Dollar Liquidität – ein Teil dieser Barmittel könnte in den kommenden Quartalen sogar zum Kauf von Aktien genutzt werden.

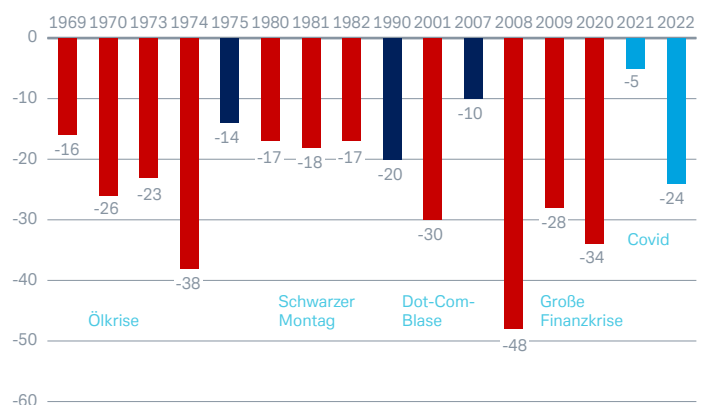
### IN KÜRZE

- In den USA halten die privaten Haushalte direkt oder indirekt rund drei Viertel der US-Aktien.
- Ausgabekürzungen im privaten Verbrauch belasten aktuell Konsumgüteraktien mit hoher Bewertung.
- Europäische Autobauer gelten inzwischen als günstig bewertet, die Kurse stehen aber weiter unter Druck.

**Niedrige Bewertung.** Auch in Europa stehen konjunktursensible Aktien unter Abgabedruck. Besonders tief sind die Bremsspuren bei den europäischen Autobauern. Seit Anfang Juni brachen die Kurse mit durchschnittlich 11% stärker ein als der Gesamtmarkt – die hohe Inflation und hohen Finanzierungskosten belasten allmählich die Pkw-Nachfrage. Im Gebrauchtwagensegment zeigt sich seit längerem eine rückläufige Teuerungsrate. In Deutschland lag sie zuletzt nur noch bei 0,2%, in anderen europäischen Märkten hat sie bereits den Rückwärtsgang eingelegt. Auf der Angebotsseite drosseln nach wie vor Halbleiterngüsse die Produktion in Europa. Zwar sollten die chipbedingten Ausfälle im Laufe des Jahres nachlassen. Allerdings dürfte die Produktionserholung in eine Zeit fallen, zu der viele Konsumenten größere Anschaffungen scheuen könnten. Trotz einer interessanten Bewertung der Autokonzerne dürften die Kurse so lange unter Druck bleiben, bis sich eine Verbesserung der Verbraucherlaune abzeichnet.

### Die Krisen der Vergangenheit

Historische maximale Kursrückgänge des S&P 500 in einem ausgewählten Zeitraum, Angaben in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Stand: 03.08.2022 – 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: Schwächelnde Krisenwährung, aufgebrachte Kreditkunden

Trotz geopolitischer Krisen und zunehmender Rezessions Sorgen hat sich Gold seit Jahresbeginn verbilligt. Proteste chinesischer Immobilienkäufer haben zuletzt den Preis für Eisenerz stark belastet.

Weder der Krieg in Europa noch die Inflation oder die wachsenden Rezessionsrisiken in den USA konnten zunächst den Abwärtstrend stoppen: Der Goldpreis ist im Juli vorübergehend auf ein 16-Monats-Tief von 1.681 US-Dollar je Feinunze (31,1 Gramm) gefallen. Die Gründe für die jüngste Entwicklung sind vielfältig: Infolge der starken Aufwertung des US-Dollars in den vergangenen Wochen wurde das Edelmetall für Schmucknachfrager und Anleger in Währungsräumen außerhalb der USA kostspieliger. Die Erhöhung der Importzölle auf Gold in Indien von 7,5% auf 12,5% Anfang Juli dürfte dort die Nachfrage weiter verringern.

Die Entwicklung an den Kapitalmärkten belastet die Notierungen ebenfalls: Das Interesse an börsengehandelten, mit Gold hinterlegten Produkten lässt weiterhin zu wünschen übrig. Insbesondere in den USA haben Anleger seit Ende Juni innerhalb von vier Wochen Zertifikate im Gegenwert von mehr als 100 Tonnen Gold abgezogen. Die Anbieter verzeichneten an 17 aufeinanderfolgenden Tagen Abflüsse. Zuvor hatten sich schon die globalen Bestände im Juni netto um 28 Tonnen und im Mai um 53 Tonnen verringert. Auch an den Terminbörsen suchten einige Anleger das Weite: Die Netto-Kaufpositionen spekulativ orientierter Investoren sanken in den vergangenen beiden Wochen um rund 5 Millionen Unzen und fielen somit auf das niedrigste Niveau seit etwa drei Jahren.

Nach Einschätzung der Deutschen Bank betrachteten viele Anleger offenbar wegen des gestiegenen Kapitalmarktzinsniveaus Staatsanleihen als Alternative zu Gold. Außerdem neigen viele Großinvestoren in Zeiten hoher Volatilität dazu, Positionen auch in Gold zunächst glattzustellen und Liquidität aufzubauen. Mittelfristig könnten diese Investoren aber wieder an den Goldmarkt zurückkehren und die Preise stützen. Immerhin wurde Ende Juli der Preisverfall gestoppt. Zuletzt stabilisierte sich die Goldnotierung wieder deutlich und notierte nahe der Marke von 1.770 US-Dollar. Nach schwachen Konjunkturdaten preisen die Marktakteure nun weniger robuste Leitzinsschritte der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) ein. Seit Jahresbeginn büßten Anleger mit ihren Goldinvestments in US-Dollar ein aber immer noch rund 3%.

**Geringer Anstieg.** Stark unter Druck steht auch der „kleine Bruder“ des Goldes: Mit gut 18 US-Dollar je Feinunze notierte Silber zuletzt auf einem 2-Jahrestief. Das Minus seit Jahresbeginn beträgt 19% in US-Dollar und 10% in Euro. Silber leidet ebenso wie Industriemetalle unter den Rezessionsängsten der Anleger, die deshalb insbesondere in den USA ihre Bestände abbauen. Mit der Aufhebung der Pandemiebeschränkungen in

### IN KÜRZE

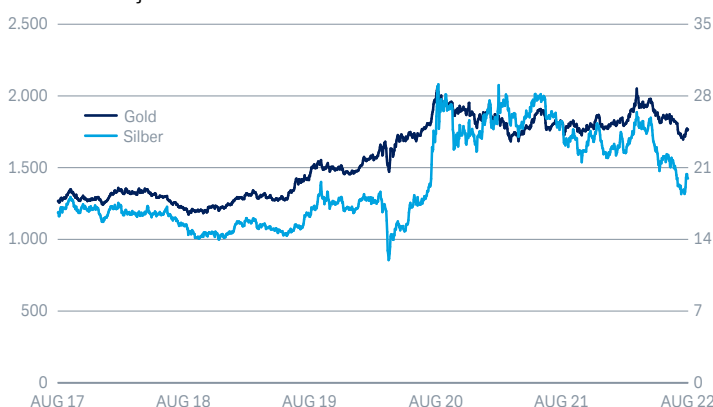
- Der starke US-Dollar bremst die physische Goldnachfrage in anderen Währungsräumen.
- Anleger haben in den vergangenen Monaten in erheblichem Umfang Kapital aus Goldzertifikaten abgezogen.
- Die chinesische Regierung dürfte den heimischen Immobilienmarkt mit Hilfspaketen stützen.

China und infolge einer vermutlich wachsenden Nachfrage nach Silber im Bereich Erneuerbare Energien könnte hier mittelfristig Aufwärtspotenzial bestehen.

**Kräftiges Minus.** Unterdessen haben im Juli Turbulenzen am Immobilienmarkt in China zu einem Kursrutsch bei Eisenerz geführt: Erstmals seit acht Monaten sanken die Preise vorübergehend unter die Marke von 100 US-Dollar je Tonne. Eisenerz ist ein Grundstoff in der Stahlerzeugung, die in China zuletzt auf ein 4-Monats-Tief gesunken war. Der Preiseinbruch erfolgte, nachdem sich Käufer von Immobilien in zahlreichen chinesischen Städten kollektiv geweigert hatten, Kredite zu bedienen, solange der Bau ihrer Wohnungen nicht fortgesetzt wird, der auch wegen Pandemiebeschränkungen stockte. Hilfsmaßnahmen der chinesischen Regierung für den Immobilienmarkt dürften aber die Nachfrage und damit auch die Preise für Eisenerz in den kommenden Wochen stützen.

### Gold und Silber zuletzt unter Druck

Preisentwicklung Gold in USD je Feinunze (linke Achse) und Silber in USD je Unze



Quelle: Bloomberg L.P., Stand: 03.08.2022 – 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: Kampf gegen die Inflation

Die US-Notenbank Fed hat die Leitzinsen kräftig angehoben, möchte künftig aber flexibel je nach Datenlage agieren. Darauf verzichtet künftig auch die EZB, die ebenfalls die Geldpolitik deutlich strafft.

Die Fed hat im Juli erneut die Leitzinsen um 75 Basispunkte angehoben. Mit einer Spanne von 2,25%-2,75% ist der Leitzinskorridor nun auf das Niveau vor Beginn der Pandemie zurückgekehrt. Die Entscheidung war von den Marktakteuren überwiegend erwartet worden – sie interessierte deshalb insbesondere der Ausblick, den Fed-Chef Jerome Powell anschließend gab. Zwar wiederholte Powell die Bereitschaft der US-Notenbank, rigoros gegen die hohen Inflationsraten vorzugehen. Künftige Zinsschritte dürften aber voraussichtlich kleiner ausfallen. Wie die Europäische Zentralbank (EZB) will nun auch die Fed die Lage von Sitzung zu Sitzung neu bewerten.

**Höhere Zinsen.** Wie erwartet hat die EZB im Juli die Leitzinswende gestartet – und dabei überraschend deutlich alle drei Leitzinssätze um jeweils 50 Basispunkte angehoben: den Einlagesatz auf 0%, den Hauptrefinanzierungssatz auf 0,5% und die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 0,75%. Die Währungshüter fokussie-

### IN KÜRZE.

- Die Fed hat wegen der anhaltend hohen Inflation erneut die US-Leitzinsen um 75 Basispunkte angehoben.
- Die EZB hat mit einer überraschenden Erhöhung um 50 Basispunkte die Leitzinswende vollzogen.

ren sich offenbar auf die Bekämpfung der hohen Inflationsraten. Im Gegensatz zu früheren Sitzungen gab die EZB diesmal keine Hinweise auf den künftigen Zinspfad, sie will von Fall zu Fall entscheiden. Außerdem stellte die EZB das neue Antifragmentierungs-Instrument vor, das ein Auseinanderlaufen der Renditen europäischer Staatsanleihen verhindern soll, falls die Transmission der Geldpolitik gefährdet ist. Das Transmission Protection Instrument (TPI) ist an zahlreiche Bedingungen geknüpft.

## Immobilien: Die Folgen des Krieges

Höhere Kosten und Materialengpässe haben die Bauaktivität am deutschen Wohnimmobilienmarkt deutlich eingeschränkt. Immerhin hat sich der Personalmangel etwas verringert.

Der Krieg in der Ukraine beeinflusst auch die Entwicklung am Immobilienmarkt in Deutschland. Energie-, Transport- und Baustoffkosten sind seit Ende Februar deutlich gestiegen, Material- und Personalengpässe haben Baufortschritte gebremst, Bauvorhaben wurden wegen des Preisschocks storniert. Außerdem haben sich die Finanzierungsbedingungen mit den anziehenden Zinsen verschlechtert und Immobilienentwickler veranlasst, reihenweise Projekte aufzuschieben.

Eine anhaltend hohe Nachfrage nach Wohnraum, die sich wegen des Zuzugs ukrainischer Geflüchteter verstärken dürfte, könnte die Bauaktivität wieder ankurbeln. So zeichnete sich im Juni bei einer ifo-Umfrage eine leichte Entspannung bei Material- und Personalengpässen ab. Während im Mai noch rund 50% der befragten Bauunternehmen über fehlende Materialien klagten, fiel der Wert im Juni auf unter 40%. Einen Personalmangel bejahten nur rund 23%, zuvor waren es noch fast 40% gewesen. Der Auftragsbestand verharrte mit einer Reichweite von 4,6 Monaten in der Nähe des Allzeithochs vom 1. Quartal dieses Jahres.

### IN KÜRZE

- Immobilienentwickler mussten in den vergangenen Monaten eine Reihe von Projekten vorläufig stoppen.
- Die Nachfrage nach Wohnimmobilien in Deutschland dürfte auch künftig das Angebot übersteigen.

**Hohes Niveau.** Unter diesen Vorzeichen hält es die Deutsche Bank für möglich, dass die Bauaktivität bald wieder anziehen und den Preisdruck am Immobilienmarkt begrenzen könnte. Das Ziel der Bundesregierung, jährlich 400.000 Wohnungen zu bauen, dürfte wegen des zwischenzeitlichen „Bauschocks“ allerdings in weite Ferne gerückt sein, weswegen eine Ausweitung der Leerstände bis ins Jahr 2023 nicht zu erwarten ist. Unter dem Strich scheint damit eine moderate Immobilienpreisentwicklung am wahrscheinlichsten.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat den erwarteten Kurswechsel in der Geldpolitik eingeleitet – und überraschend im Juli die Leitzinsen gleich um 50 Basispunkte angehoben. Auch die Federal Reserve legt ihren Fokus weiter konsequent auf die Bekämpfung der hohen Inflationsraten, die in den USA auch im Juni einen neuen Höchststand erreicht haben. Der erneut kräftige Zinsschritt um 75 Basispunkte dürfte nicht der letzte in diesem Jahr gewesen sein. Auch wenn Staats- und Unternehmensanleihen für Anleger wieder interessanter geworden sind, dürften die Kurse schwankungsanfällig bleiben. Das gilt auch für Aktien. Die drohende Rezession in den USA und der Eurozone belastet insbesondere konjunktursensible Werte. Vereinzelt könnten sich für mutige Anleger Einstiegskurse bieten.

### BIP-Wachstum

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

### Inflation (CPI)

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

### Geldpolitik

Leitzinssätze in %	Aktueller Wert	12 Monate
Euroland (Einlagenzins)	0,00	2,00
UK	1,25	2,50
USA	2,50	3,50
Japan	0,00	0,00

### Währungen

	Aktueller Wert	12 Monate
EUR/USD	1,02	1,10
EUR/GBP	0,84	0,92
EUR/JPY	135,86	143,00
EUR/CHF	0,98	1,05
EUR/NOK	9,88	9,50

### Marktzinsen

10J-Bonds in %	Aktueller Wert	12 Monate
Deutschland	0,88	2,25
Italien	3,09	4,05
Spanien	2,01	3,35
USA	2,78	3,25
UK	1,93	2,70
Japan	0,19	0,20
Brasilien	13,01	11,50

### Aktien

Indizes	Aktueller Wert	12 Monate
USA (S&P 500 in USD)	4.091	4.200
Europa (Stoxx Europe 600)	437	430
Euroland (Euro Stoxx 50)	3.703	3.650
Deutschland (DAX)	13.477	13.900
Japan (MSCI Japan in JPY)	1.181	1.150
Emerging Markets (MSCI in USD)	984	1.060
EM-Asien (MSCI in USD)	530	582
Lateinamerika (MSCI in USD)	2.101	2.150
China (MSCI in HKD)	65	78
Indien (MSCI in INR)	2.026	1.915

### Rohstoffe

in USD	Aktueller Wert	12 Monate
Rohöl (Brent)	101,02	110,00
Gold	1.764,88	1.950,00
Silber	20,01	25,00

Quellen: Aktuelle Werte: Bloomberg LP, Stand: 03.08.2022; Prognosen: Deutsche Bank AG, Stand: 03.08.2022 – 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 überraschend starke Reaktion der EZB auf die hohen Inflationsraten könnte die Wirtschaft in der Eurozone bremsen. Dem Zinsschritt vom 50 Basispunkten dürften weitere folgen, denn der Preisanstieg in der Eurozone erreichte zuletzt neue Rekordhochs und ist weit vom 2%-Ziel der EZB entfernt. Die Notenbanker erwarten aber, dass die Inflationsrate mittelfristig wieder in Richtung 2% fällt. Angesichts weiterhin negativer Realrenditen könnte Liquidität lediglich in Hinblick auf weitere mögliche Kursverluste interessant sein.

## Renten



Die Europäische Zentralbank fokussiert sich auf die Bekämpfung der hohen Inflationsraten und hat im Juli überraschend deutlich alle drei Leitzinssätze um jeweils 50 Basispunkte erhöht. Im Gegensatz zu früheren Sitzungen gab die EZB keine Hinweise mehr auf den zukünftigen Zinspfad und will von Fall zu Fall entscheiden. Auch von der US-Notenbank Fed werden weitere Zinserhöhungen erwartet. Dennoch könnte der Zinsanhebungszyklus in den USA noch dieses Jahr enden. Obwohl Anleihen vor dem Hintergrund steigender Zinsen wieder interessanter werden könnten, bleibt die Unsicherheit in Hinblick auf geopolitische Risiken und die weitere Geldpolitik hoch. Die Folge dürften volatile Kurse sein.

## Rohstoffe



Seinem Absicherungscharakter, den turbulenten Märkten und hohen Inflationsraten zum Trotz: Der Goldpreis stand auch wegen des starken US-Dollars zuletzt spürbar unter Druck. Nach dem Anstieg der US-Renditen investieren Anleger offenbar wieder in Staatsanleihen als Alternative zu Gold. Mittelfristig könnten Investoren aber an den Goldmarkt zurückkehren und die Preise stützen. Aufgrund begrenzter Lieferungen durch die Pipeline Nord Stream 1 sind die Gaspreise erneut leicht gestiegen und dürften wie auch die anderer Energierohstoffe vorerst auf hohem Niveau verharren.

## Immobilien



Die Mietpreise für Wohnimmobilien in Deutschland spiegeln noch nicht den Anstieg der Kaufpreise wider. Sie bieten daher Aufwärtspotenzial – zumal das Wohnraumangebot in vielen Städten und Regionen vorerst knapp bleiben dürfte. Das wiederum – plus höhere Rohstoffpreise – könnte weitere Wertsteigerungen unterstützen. Unter Renditegesichtspunkten dürften Wohnimmobilien daher interessant bleiben – und könnten, wie auch Logistikobjekte, im aktuell inflationären Umfeld das Portfolio stabilisieren.

## Aktien



Eine Reihe von Faktoren bestimmt aktuell die Entwicklung an den schwankungsanfälligen Börsen: der Krieg in der Ukraine, die Zwischenwahlen in den USA, hohe Kosten für Energie, Transport, Arbeitskräfte und Rohstoffe sowie eine maue Verbraucherstimmung und sinkende Unternehmensgewinne. Immerhin: An den meisten Aktienmärkten sind die Bewertungen deutlich zurückgegangen, in vielen Kursen ist bereits eine leichte Rezession in den USA eingepreist. Außerdem dürften die jüngsten Daten aus China Anleger wieder optimistischer stimmen. Aktien bleiben daher insgesamt weiterhin ein wichtiger Bestandteil für ein ausgewogenes sowie regional und sektoral diversifiziertes Portfolio.

*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: 03.08.2022. 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: 03.08.2022, 18 Uhr. Autor: Dr. Ulrich Stephan, Chief Investment Officer Private Bank Germany