

Kapitalmarktausblick

Juni 2023

Von Dr. Ulrich Stephan

Chief Investment Officer Private Bank Germany



Inhalt

- 02 VOLKSWIRTSCHAFT Erwarteter Deal, überraschend schwache Daten
- 03 RENTEN Gleichlauf der Anleiherenditen
- 04 AKTIEN Solide Gewinne, anfällige Märkte
- 05 ROHSTOFFE Angebotsdefizit voraus
- 06 LIQUIDITÄT Geringer Spielraum
- 06 IMMOBILIEN Wohnungen bieten Inflationsschutz
- 07 PROGNOSEN Finanzmarktkennzahlen im Überblick
- 08 MARKTAUSBLICK Anlageklassen in Kürze

Volkswirtschaft: Erwarteter Deal, überraschend schwache Daten

Die Einigung auf eine Aussetzung der US-Schuldenobergrenze dürfte die Konjunktur belasten. Die hat in Europa zuletzt deutlich an Fahrt verloren – insbesondere das Verarbeitende Gewerbe schwächtelt.

Rituale gehören zum politischen Geschäft – und so war zu erwarten, dass der Streit um die Schuldenobergrenze in den USA erst in letzter Minute von den Verhandlungsführern beigelegt werden würde. Bereits am 19. Januar 2023 hatte die Biden-Administration das ihr vom US-Kongress zugebilligte Schuldenlimit von 31,4 Billionen US-Dollar erreicht, für den 1. Juni drohte der Zahlungsausfall. Die US-Regierung um Präsident Joe Biden und die Republikaner um Mehrheitsführer im Repräsentantenhaus Kevin McCarthy einigten sich schließlich auf eine Aussetzung der Schuldenobergrenze bis 2025. Das Gesetz enthält keine Kürzungen bei verpflichtenden Sozialleistungen wie Gesundheitszuschüssen oder Pensionszahlungen. Allerdings müssen viele staatliche Programme mit weniger Mitteln auskommen. Die Verteidigungsausgaben steigen um 3,3%. Genehmigungsverfahren von Energieprojekten sollen beschleunigt, Gelder, die für die Steuerbehörden vorgesehen waren, in andere Projekte umgeleitet werden.

Hohe Inflation. Die Ausgabenkürzungen dürften die Konjunktur schwächen. Ohnehin befürchten Marktbeobachter, dass die US-Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte in eine Rezession gleiten könnte. Im 1. Quartal schwächte sich die Wachstumsdynamik zwar ab. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) legte aber mit annualisiert 1,3% gegenüber dem Vorquartal noch robust zu. Die Inflation in den USA hält sich aber hartnäckig und könnte die Notenbank Federal Reserve (Fed) bewegen, die Leitzinsen noch ein weiteres Mal zu erhöhen und länger als vom Markt erwartet auf dem Niveau zu belassen. So stieg der Preisindex für die persönlichen Konsumausgaben (PCE) – das von der Fed bevorzugte Inflationsmaß – im April gegenüber dem Vorjahr um 4,4% nach

USA: Inflation vs. Verbraucherstimmung



Quelle: Refinitiv Datastream, Stand: 26.05.2023 – 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

- Die drohende Zahlungsunfähigkeit der US-Regierung wurde in letzter Minute bis 2025 abgewendet.
- Trotz der hartnäckigen Inflation in den USA entwickelte sich der Konsum zuletzt robust.
- Die deutsche Wirtschaft ist im 1. Quartal 2023 in eine technische Rezession gerutscht.

4,2% im März und im Monatsvergleich sogar um 0,4%. Die Kernrate – ohne Preise für Nahrung und Energie – legte um 0,4% auf Monats- und um 4,7% auf Jahressicht zu.

Doch noch verderben die jüngste Inflationsbeschleunigung, hohe Zinsen und verschärfte Kreditvergabestandards den Konsumenten in den USA nicht die Kauflaune. Verglichen mit dem Vormonat erhöhten sie ihre Ausgaben im April um 0,8%. Auch die Einzelhandelsumsätze sind gegenüber März um 0,4% gestiegen. Besonders stark profitierten Gesundheits- und Körperpflegeanbieter, Kaufhäuser, Online-Anbieter sowie Restaurants und Bars von der höheren Ausgabenbereitschaft.

Gedämpftes Wachstum. In Europa hat die Konjunkturerholung an Dynamik verloren. Deutschland als größte Volkswirtschaft des Kontinents ist im 1. Quartal in eine technische Rezession gerutscht. Auf das rückläufige BIP im 4. Quartal 2022 (-0,5%) folgte in den Monaten Januar bis März erneut ein Minus – dieses Mal um 0,3% gegenüber dem Vorquartal. Der Rückgang des öffentlichen (-4,9%) und privaten Konsums (-1,2%) haben das Wachstum maßgeblich gedämpft. Vor allem die Industrie ist von der konjunkturellen Abkühlung betroffen, wie auch der ifo Geschäftsklimaindex bestätigt. Der als zuverlässig geltende Frühindikator für die deutsche Wirtschaft ging nach sechs Anstiegen in Folge von 93,4 Punkten im April auf 91,7 Punkte im Mai stärker als erwartet zurück.

Harte Konjunkturdaten bestätigen die Stimmungsindikatoren. Die Industrieproduktion in der Eurozone ist im März um 4,1% gegenüber dem Vormonat gesunken. Analysten hatten hier im Schnitt nur einen Rückgang um 2,7% erwartet. Gegenüber dem Vorjahresmonat war die Herstellung im März mit -1,4% ebenfalls rückläufig. Auch hier wurden die Markterwartungen (+0,1%) klar verfehlt. Besonders deutlich büßte die Produktion von Investitionsgütern (-15,4%) ein. Die Herstellung von Vorleistungs- und Verbrauchsgütern sowie von Energie schwächelte nur leicht.

Renten: Gleichlauf der Anleiherenditen

An den Terminmärkten haben die Anleger zuletzt US-Leitzinssenkungen wieder ausgepreist. Die positive Korrelation zwischen Anleihen und Aktien des vergangenen Jahres könnte sich fortsetzen.

Die Märkte haben ihre Erwartungen an die US-Geldpolitik zuletzt deutlich korrigiert. Die Federal Reserve (Fed) hat im Juni zum ersten Mal seit 15 Monaten zwar eine Zinspause eingelegt – gleichzeitig aber prognostizieren die US-Notenbanker nun einen Zinsgipfel von durchschnittlich 5,6%. Bis Jahresende könnten damit weitere Leitzinserhöhungen um insgesamt 50 Basispunkte folgen. Über die künftige Geldpolitik der Fed entscheidet der Offenmarktausschuss (FOMC) auf seinen turnusmäßigen Sitzungen datenabhängig – das hat US-Notenbankpräsident Jerome Powell jüngst noch einmal betont. Nach Einschätzung der Deutschen Bank sprechen die Daten aktuell weiter gegen Leitzinssenkungen noch in diesem Jahr. Das robuste Wirtschaftswachstum, die hohe Kerninflation und der starke Arbeitsmarkt könnten die Fed dazu zwingen, die finanziellen Rahmenbedingungen noch länger straff zu halten. Mit einer ersten Zinssenkung wäre demnach frühestens im 2. Quartal 2024 zu rechnen.

Positive Korrelation. In diesem Zusammenhang stellt sich auch die Frage, wie Aktien- und Anleihemarkt reagieren, wenn die Investoren Zinssenkungen weiter oder vollständig auspreisen. In der Vergangenheit haben starke Anstiege der Anleiherenditen tendenziell zu einer positiven Korrelation zwischen Aktien und Anleihen geführt. Der Gleichlauf der Anlageklassen hat 2022 insbesondere die Anleger belastet, die auf ein klassisches Portfolio mit 60% Aktien und 40% festverzinslichen Wertpapieren setzen. Historisch betrachtet ist eine positive Korrelation zwischen Anleihe- und Aktienrenditen nicht die Ausnahme, sondern die Norm. In den vergangenen 100 Jahren waren die Korrelationen nur in den

S&P 500 KGV und laufende Verzinsung 10-jähriger US-Staatsanleihen im Vergleich

I.A.: Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), erwartete Gewinne für die kommenden 12 Monate; r.A.: in Prozent, invertiert



Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 16.05.2023 – 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

- Die Deutsche Bank erwartet, dass die US-Notenbank erst im 2. Quartal 2024 die Leitzinssenkung einleitet.
- Die positive Korrelation von Anleihen und Aktien hat 2022 klassische Portfolios belastet.
- Niedrigere Inflationsraten könnten Anlegern wieder interessante Diversifikationsmöglichkeiten eröffnen.

1920er-, 1950er- und 1960er-Jahren sowie von Ende der 1990er-Jahre bis 2020 durchgehend negativ. Die Faktoren, die eine positive Korrelation zwischen beiden Assetklassen begünstigen, sind vielfältig – und könnten durchaus noch für eine längere Phase bestehen bleiben. Dazu gehören geopolitische Krisen, die die Lieferketten belasten, Sorgen um die Nachhaltigkeit öffentlicher Finanzen oder die Unsicherheit über den Kurs der Geldpolitik.

Bedeutender Faktor. Studien legen nahe, dass Angebotschocks zu einer höheren positiven Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherenditen führen. Das reale Wachstum und die Inflation bewegen sich dann tendenziell in eine entgegengesetzte Richtung. Da die Kupons fest sind, belastet eine höhere Inflation die laufenden Anleiherenditen. Ein geringeres Wachstum wirkt sich unterdessen negativ auf die erwarteten Renditen und Dividenden und somit auf die Aktienkurse aus.

Außerdem kann eine hohe Inflation auch über andere Kanäle wie den Diskontsatz die Vermögenspreise beeinflussen. Empirische Untersuchungen deuten aber darauf hin, dass die Auswirkungen der Inflation auf die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen nicht linear sind. Generell ist das Inflationsniveau für die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen von Bedeutung. Hohe Inflationsraten, wie sie in den 1970er- und 1980er-Jahren zu beobachten waren, haben zu einer positiveren Korrelation zwischen Aktien und Anleihen geführt. Am geringsten waren die Auswirkungen, wenn die Preissteigerungsrate nahe 2 % liegt.

Das spricht dafür, dass die aktuelle positive Korrelation länger anhalten könnte. Gelingt es den Notenbanken – allen voran der Fed – die Kontrolle über die Preisentwicklung wiederzuerlangen und die Kerninflation nachhaltig in Richtung 2% zu drücken, steigt die Wahrscheinlichkeit auf eine negative Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherenditen. Das würde Anlegern wieder bessere Diversifizierungsmöglichkeiten verschaffen.

Aktien: Solide Gewinne, anfällige Märkte

Die Berichtssaison in den USA und Europa ist überraschend positiv ausgefallen. Die Outperformance europäischer Aktien könnte sich fortsetzen. US-Tech-Titel dürften von sinkenden Zinsen profitieren.

Der Konjunkturdynamik in den USA und Europa verliert zunehmend an Fahrt, die Rezessionsorgen nehmen zu. Noch aber halten die Aktienmärkte dies- und jenseits des Atlantiks gegen – im Mai markierte der deutsche Leitindex DAX mit rund 16.300 Punkten sogar ein neues Allzeithoch. Der konjunkturellen Abkühlung stehen der – wenn auch holprige – Aufschwung in China, stark gesunkene Erzeugerpreise und eine überraschend gute Berichtssaison für das 1. Quartal 2023 gegenüber.

Die Quartalsberichte in Europa fielen besser aus als erwartet. Das Gewinnwachstum der im marktbreiten STOXX 600 gelisteten Unternehmen lag deutlich oberhalb der Analystenschätzungen. Das Gewinnwachstum betrug im Schnitt knapp 6% gegenüber dem Vorjahresquartal, die Prognosen wurden um 12% übertroffen. Auch die US-Unternehmen aus dem S&P 500 überraschten positiv und schlugen die Gewinnerwartungen um 7%. Dennoch haben die Aktienmärkte ihre von zum Teil starken Kursschwankungen geprägte Seitwärtsbewegung der vergangenen Monate fortgesetzt.

Enge Korrelation. Das höhere Gewinnwachstum im STOXX 600 ist ein Grund, warum europäische Aktien ihre US-Pendants bei der Kursentwicklung seit Oktober 2022 auf Eurobasis um rund 20%-Punkte übertroffen haben. Diese Outperformance wurde allerdings weitgehend bis Mitte Januar erzielt – das Ende der Null-COVID-Politik in China, sinkende Gaspreise und nachlassende Rezessionsängste waren in den ersten Wintermonaten die Kurstreiber. Europäische Aktien korrelieren eng mit dem globalen Wachstum – 60% der Umsätze werden außerhalb Europas erwirtschaftet. Die künftige Outperformance hängt daher auch von der Entwicklung der US-Wirtschaft ab. Historisch gesehen schneidet der STOXX 600 bei einer scharfen Korrektur des US-Aktienmarktes unterdurchschnittlich ab.

Im Vergleich zu den US-Titeln bleiben europäische Aktien aber attraktiv bewertet. Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV, 12 Monate) wird der STOXX 600 mit einem Abschlag von 30% gegenüber dem S&P 500 und mit 11% (S&P 500: 7%) gegenüber seinem 10-Jahres-Median gehandelt. Auch auf Sektorebene ergibt sich ein ähnliches Bild. Hinzu kommt die massive Konzentration der Kursgewinne auf wenige Unternehmen im S&P 500. Dessen fünf größte Konzerne, allesamt Tech-Giganten, machen über 90% der Jahresperformance des Index aus – ein Warnsignal für die Risikobereitschaft im Allgemeinen.

In Europa ist die Gesamtperformance auf mehr Schultern verteilt. Hier stehen die 15 größten Unternehmen für 40% der Indexgewinne. Eine Branche aber sticht hervor: Luxusgüterhersteller. Sie

IN KÜRZE

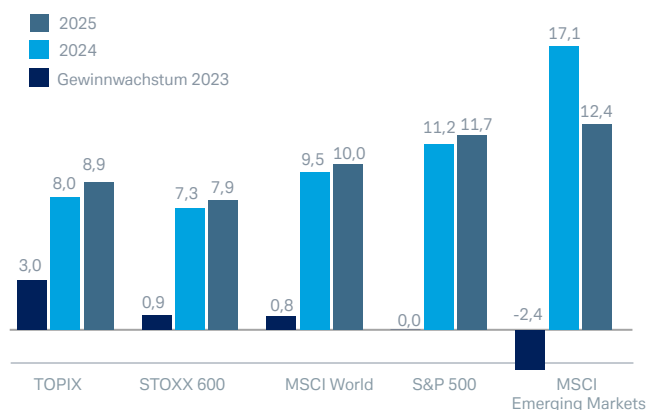
- Das Gewinnwachstum der Unternehmen aus den USA und Europa lag im 1. Quartal 2023 über den Erwartungen.
- Eine US-Rezession ist ein Risikofaktor für die Outperformance europäischer Aktien.
- Nach der Konsolidierung 2022 könnten Bewertungsaufschläge für US-Tech-Titel nun wieder gerechtfertigt sein.

stehen für 20% der Jahres-Performance des STOXX 600 und weisen Merkmale von US-Tech-Werten auf. Mit knapp 17% liegen ihre Margen deutlich über dem Indexdurchschnitt von rund 10%. Gleiches gilt für das Gewinnwachstum, das mit jährlich 15% bis 2025 den Durchschnitt von 5% merklich übersteigt. Zudem ist ihr Geschäftsmodell vergleichsweise wenig konjunktursensibel.

Geringere Belastung. Die Kurse der US-Tech-Giganten haben seit Jahresbeginn im Vergleich zum Gesamtmarkt überproportional zugelegt. 2022 hatten stark steigende Zinsen und eine Verlangsamung des Gewinnwachstums zu einer scharfen Kurskorrektur geführt. Die Aktien großer Technologieunternehmen werden in der Regel mit einem Bewertungsaufschlag von etwa 50% im Vergleich zum breiten Markt gehandelt, was sie anfälliger für Zinsschwankungen macht. Mit dem erwarteten Ende des Zinserhöhungszyklus der Fed stehen die Chancen jedoch gut, dass sich die Zinssätze stabilisieren und die Bewertungen nicht weiter belasten.

Gewinnerwartungen für ausgewählte Indizes

Angabe in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream, Stand 30.05.2023 – 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: Angebotsdefizit voraus

Noch steht der Ölpreis trotz nachhaltiger Produktionskürzungen der OPEC+ unter Druck. Die Nachfrage könnte aber bald das Angebot übertreffen. Steigende Renditen belasten erneut den Goldpreis.

Das Kalkül der Organisation der erdölproduzierenden Länder und ihrer Partnerstaaten (OPEC+) ist vorerst nicht aufgegangen. Das Kartell hatte freiwillige Kürzungen bei der Förderung beschlossen, um einen höheren Preis für die Rohölsorte Brent zu erzielen. Seit Anfang des Quartals haben die Notierungen aber mehr als 10% verloren – Rezessionsorgen trüben aktuell die Nachfrageaussichten ein. Ein Indikator dafür ist der sogenannte „Crack-Spread“, der Aufschlag, den ein raffiniertes Produkt gegenüber dem Rohölpreis erzielen würde.

Tatsächlich ist der für das globale Wachstum besonders aussagekräftige Crack-Spread für Diesel seit Ende 2022 um mehr als 65% gesunken. Nach Einschätzung der Deutschen Bank haben dazu aber weniger eine Konjunkturabkühlung, sondern vor allem der Aufbau hoher Lagerbestände geführt. Im Vorfeld des Embargos, das die EU im Februar gegen die russische Raffinerieproduktion verhängte, hatten die Einfuhren von Diesel aus Russland in die EU spürbar zugenommen. Die erwarteten größeren Versorgungstörungen blieben aber aus. Außerdem sind trotz Embargo die russischen Exporte nicht eingebrochen. Kaum Einfluss auf den Diesel-Crack-Spread hatte dagegen das Hochfahren von Raffineriekapazitäten in den letzten beiden Quartalen. Dies dürfte eine Reaktion auf die steigende Nachfrage in China und auf den wieder zunehmenden internationalen Reiseverkehr gewesen sein.

Sinkende Vorräte. Mit dem Abbau europäischer Lagerbestände könnte der Druck auf die Crack-Spanne und damit auf die Rohölpreise nachlassen. Daran dürften auch Signale einer rückläufigen Dieselnachfrage in den USA nichts ändern. Dort ist der Lkw-Tonnage-Index der American Trucking Association 2022 um 3% gesunken – 70% der US-Dieselnachfrage entfällt auf den Lkw-Verkehr. Trotz derzeit schwacher Produktionsdaten stieg in China die Ölnachfrage im März um 9,5% gegenüber dem Vorjahr auf ein Rekordhoch von 16 Millionen Barrel pro Tag. 2023 könnte etwa die Hälfte des globalen Ölnachfragewachstums auf die Volksrepublik entfallen.

Der Markt könnte nun sogar auf ein Angebotsdefizit zusteuern. So meldet die Internationale Energie Agentur (IEA), dass sich die kommerziellen Ölvorräte der OECD-Länder im Februar um 14 Millionen und im März um 56 Millionen Barrel (159 Liter je Fass) verringerten. Kurz vor Beginn der Reisesaison markierten die US-Benzinvorräte den niedrigsten Mai-Wert seit 2014. Steigt die Ölnachfrage im 2. Halbjahr wie erwartet auf 102 Millionen Barrel pro Tag, rechnet die IEA mit einem Angebotsdefizit in Höhe von 2 Millionen Barrel täglich.

Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 16.05.2023 – 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

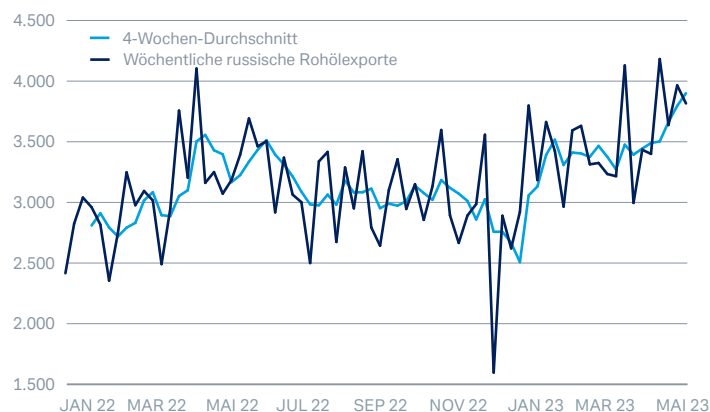
- Die OPEC+ hat ihrer Absicht, den Ölpreis wieder auf über 80 US-Dollar zu heben, Nachdruck verliehen.
- Trotz Embargo der EU sind die russischen Exporte von Rohöl und raffinierten Produkten nicht eingebrochen.
- Der Goldpreis ist wieder unter Druck geraten. Steigende Zinsen setzten der Krisenwährung zuletzt zu.

Hinzu kommt, dass Saudi-Arabien seine Ölfördermenge ab Juli für mindestens einen Monat um eine Million Barrel pro Tag reduzieren will. Ziel ist, die Ölpreise oberhalb von 80 US-Dollar pro Barrel zu stabilisieren. Außerdem einigten sich die 23 Länder der OPEC+ Anfang Juni darauf, die im April beschlossenen Kürzungen von 1,6 Millionen Barrel pro Tag bis 2024 fortzusetzen.

Weniger Glanz. Die Aussichten für Gold haben sich zuletzt eingetrübt. In der Phase der harten Auseinandersetzung zwischen der US-Regierung und den Republikanern um die Schuldenobergrenze und einer drohenden Zahlungsunfähigkeit der USA, war Gold als Krisenwährung noch gefragt – doch schon als sich der Kompromiss abzeichnete, rutschte die Notierung des Edelmetalls wieder deutlich unter die Marke von 2.000 US-Dollar je Feinunze (31,1 Gramm). Dazu beigetragen hat auch der erneute Renditeanstieg von US-Staatsanleihen. Die Anleger erwarten inzwischen eine weitere Leitzinserhöhung in den USA.

Russische Ölexporte

Angabe in 1000 Fass pro Tag



Liquidität: Geringer Spielraum

Die Europäische Zentralbank strafft weiter ihre Geldpolitik. Angesichts bestehender Aufwärtsrisiken für die Inflation könnte der Zinsgipfel in Europa später erreicht werden als bislang vom Markt erwartet.

Die Europäische Zentralbank (EZB) und die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) haben die wirtschaftliche Entwicklung im Blick – entscheidend für die Geldpolitik ist aber die Preisstabilität. Dafür müssen sie die Kerninflation weiter eindämmen. In beiden Währungsräumen liegen die Teuerungsraten ohne Berücksichtigung der Energie- und Lebensmittelpreise höher als die Gesamtinflation. Im Juni erhöhte die EZB denn auch Ihre Leitzinsen erwartungsgemäß um 25 Basispunkte und revidierte die Inflationsprognosen nach oben. Außerdem teilte die Notenbank mit, dass fällige Anleihen, die sie im Rahmen ihres Ankaufprogramms APP in die Bilanz genommen hat, ab Juli nicht wieder angelegt würden.

Klarer Kurs. Im Anschluss an die Entscheidung stimmte EZB-Präsidentin Christine Lagarde die Marktteilnehmer auf weitere Zinsschritte ein – den nächsten „sehr wahrscheinlich“ im Juli. Im Vorfeld der Notenbanksitzung war der Chef der französischen Zentralbank, Francois Villeroy de Galhau, noch davon ausgegan-

IN KÜRZE

- Die Europäische Zentralbank beendet im Juli ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP).
- Eine Zinspause ist für die EZB aktuell offenbar keine Option, der nächste Zinsschritt dürfte im Juli erfolgen.

gen, dass die EZB bis August den Zinsgipfel erreichen werde, und hatte sogar eine Zinspause ins Gespräch gebracht. Darüber sei laut Lagarde aber nicht nachgedacht worden. Die EZB-Chefin will bei der Inflationsbekämpfung nicht lockerlassen und ist der Meinung, dass die aktuellen Wirtschaftsdaten keine Pause rechtfertigen. Im Gegenteil: Die Aufwärtsrisiken für die Inflation könnten die EZB zu bisher nicht antizipierten geldpolitischen Straffungen veranlassen. Mit einer Zinssenkung ist vorerst nicht zu rechnen.

Immobilien: Wohnungen bieten Inflationsschutz

Langjährige Preisindizes der OECD legen nahe, dass Hauspreise durchschnittlich stärker steigen als die Inflation. Extremwetterereignisse in den USA werden bei den Versicherungsprämien unterschätzt.

Die niedrigen Zinssätze haben in der vergangenen Dekade auf Investoreseite maßgeblich zu einem Anstieg der Immobilienquoten beigetragen. Der Zinsschock 2021 hat diese Entwicklung sogar noch verstärkt. Inzwischen allerdings könnten verschärfte regulatorische Anforderungen und wieder deutlich interessantere Anleiheinvestments institutionelle Anleger dazu bewegen, ihre Portfolios umzuschichten. Trotz des möglichen Gegenwinds spricht aber einiges dafür, dass Wohnimmobilien in einem Umfeld hoher Inflationsraten weiterhin interessant bleiben. Nur in Ausnahmefällen könnten die Preise stagnieren oder sogar fallen. Materielle Werte gewinnen tendenziell an Attraktivität, wenn die Kaufkraft des Geldes sinkt. Der Anstieg der Immobilienpreise in der Vergangenheit lag sehr oft weit über der Inflationsrate, wie die OECD-Preisindizes von 1970 bis 2022 für die Wohnungsmärkte in 16 Ländern belegen. Dort kletterten die Hauspreise durchgängig stärker als die Inflation. Auch die Betrachtung aller 41 OECD-Länder bestätigt, dass Wohnungsmärkte im Allgemeinen einen Inflationsschutz für Anleger bieten.

IN KÜRZE

- Regulatorische Anforderungen und hohe Kapitalmarktzinsen belasten zunehmend die Immobilienmärkte.
- Der Klimawandel und die daraus resultierenden Naturkatastrophen gefährden US-Wohnimmobilien.

Erhebliche Risiken. Unterdessen kommt es infolge des Klimawandels häufiger zu Naturkatastrophen und Extremwetterereignissen. In diesem Zusammenhang sind Überschwemmungen ein wichtiges Thema für den US-Wohnungsmarkt. Dort stehen Schätzungen zufolge rund 10% der Häuser in einem gefährdeten Gebiet. In einigen Regionen spiegeln die Versicherungsprämien und Marktpreise die Risiken aber nicht angemessen wider – auch weil viele überschwemmungsgefährdete Häuser außerhalb der behördlich ausgewiesenen Gefährdungszonen liegen.

Die Beilegung des Streits um die US-Schuldenobergrenze hat vorübergehend zur Entspannung an den Kapitalmärkten beigetragen – der Kompromiss dürfte aber die Konjunktur belasten. Noch trotz der US-Konsum und der Arbeitsmarkt der nachlassenden Wachstumsdynamik. Doch die Anzeichen mehren sich, dass die US-Wirtschaft noch dieses Jahr in eine Rezession abrutschen könnte. Dort ist Deutschland nach zwei Minus-Quartalen technisch gesehen bereits angekommen. Dennoch entwickeln sich europäische Aktien weiterhin robust – und halten ihre Outperformance gegenüber US-Titeln aktuell aufrecht. Trotz zuletzt sinkender Raten hält sich die Inflation hartnäckig auf hohem Niveau. In den USA wird inzwischen eine weitere Leitzinserhöhung am Markt eingepreist, für die Eurozone sind es derer zwei.

BIP-Wachstum

in %	2022	2023E	2024E
Welt	3,3	3,0	2,1
USA	2,1	1,0	0,8
Euroland	3,5	0,8	0,9
Deutschland	1,8	0,0	1,2
Japan	1,0	1,0	0,9
China	3,0	6,0	5,0

Inflation (CPI)

in %	2022	2023E	2024E
USA	8,0	4,3	2,5
Euroland	8,4	5,7	2,5
Deutschland	8,7	6,0	3,2
Japan	2,5	2,9	1,9

Geldpolitik

Leitzinssätze in %	Aktueller Wert	12 Monate
Euroland (Einlagenzins)	3,25	4,00
UK	4,50	5,00
USA	5,25	5,00
Japan	-0,10	0,10

Währungen

	Aktueller Wert	12 Monate
EUR/USD	1,07	1,12
EUR/GBP	0,86	0,86
EUR/JPY	149,00	147,00

Marktzinsen

10J-Bonds in %	Aktueller Wert	12 Monate
Deutschland	2,29	2,80
USA	3,65	4,20
UK	4,19	3,90
Japan	0,44	0,75

Aktien

Indizes	Aktueller Wert	12 Monate
USA (S&P 500 in USD)	4.168	4.200
Europa (Stoxx Europe 600)	452	480
Euroland (Euro Stoxx 50)	4.213	4.450
Deutschland (DAX)	15.643	17.000
Japan (MSCI Japan in JPY)	1.326	1.400
Emerging Markets (MSCI in USD)	970	1.040
EM-Asien (MSCI in USD)	625	680

Rohstoffe

in USD	Aktueller Wert	12 Monate
Rohöl (Brent)	73,00	85,00
Gold	1.972,00	2.200,00

Liquidität



Die Wahrscheinlichkeit, dass die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) im Juli ihre Leitzinsen ein weiteres Mal anhebt, sind gestiegen. Einige Fed-Mitglieder haben sich entsprechend geäußert, und eine anhaltend hohe Kerninflationsrate würde einen solchen Schritt rechtfertigen. Davon abgesehen scheint sich der Zinsanhebungszyklus seinem Ende zu nähern. Das Zinsumfeld macht den Geldmarkt zunehmend interessant. Das Halten von etwas Liquidität könnte auch aus taktischer Sicht momentan durchaus sinnvoll sein.

Renten



Unternehmensanleihen mit guter Bonität aus den USA und insbesondere Europa bieten eine interessante Mischung aus Verzinsung und Ausfallrisiken. Anleger könnten im Umfeld gestiegener Zinsen profitieren. Ein Einstieg in den Rentenmarkt scheint daher greifbar. Die Aussetzung der US-Schuldenbremse dürfte die Lage für US-Staatsanleihen aber nur vorübergehend entspannt haben. Mittelfristig zeichnet sich bereits wieder Handlungsbedarf ab. Das US-Defizit ist strukturell zu hoch ist, weitere Anpassungen sind hier erforderlich. Auch in Europa bleibt abzuwarten, wie die Marktteilnehmer die hohen Schuldenständen in einigen Ländern im aktuellen Zinsumfeld bewerten.

Rohstoffe



Der Ölpreis der Sorte Brent ist vorübergehend etwas unter Druck geraten, dennoch bleiben die Aussichten für die weitere Preisentwicklung positiv. Zum einen scheint die beschlossene Angebotsreduktion der OPEC+-Förderländer umgesetzt zu werden, zum anderen sollte die Nachfrage – insbesondere aus China – im weiteren Jahresverlauf deutlich anziehen. Das Kurspotenzial für Gold dürfte moderat bleiben. Als Risikoabsicherung hat die Krisenwährung zuletzt aber funktioniert. Angesichts zu erwartender Marktschwankungen in den kommenden Monaten empfiehlt sich etwas Gold im Portfolio.

Immobilien



Der Zinsanstieg hat vielerorts zu einem Rückgang der Hauspreise geführt. Inzwischen verzeichnen Länder mit fortgeschrittenem oder beendetem Zinsanhebungszyklus aber wieder steigende Transaktionsvolumina und Preise. Ein Grund für die Resilienz der Märkte dürfte das geringe Wohnraumangebot sein. In den USA stützen wachsende Realeinkommen der privaten Haushalte die Preisdynamik, in Deutschland eine Zuwanderung auf Vor-Corona-Niveau. Trotzdem kann es auf den Immobilienmärkten zu weiteren Rücksetzern kommen.

Aktien



Europäische Aktien werden weiterhin mit einem deutlichen Abschlag zu US-Aktien gehandelt. Sollte die Erholung in China an Schwung gewinnen und die USA nur in eine leichte Rezession rutschen, dürften europäische Zykliker aus dem Bereich Banken, Industrie oder Luxusgüter davon profitieren. Interessant könnten weiterhin auch Wachstumstitel aus den USA sein, die vor allem im Technologiebereich und unter den Kommunikationsdienstleistern zu finden sind. Die günstigen Bewertungen chinesischer Aktien sollten Anleger ebenfalls im Blick behalten. Außerdem könnten kurzfristige Kursrückschläge an der Börse als Kaufgelegenheit genutzt werden. So weist der Gesundheitssektor ein langfristiges Wachstumspotenzial auf.

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: 20.06.2023. 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 2023 • Redaktionsschluss: 20.06.2023, 18 Uhr. Autor: Dr. Ulrich Stephan, Chief Investment Officer Private Bank Germany