

# Kapitalmarktausblick

März 2023

Von Dr. Ulrich Stephan

Chief Investment Officer Private Bank Germany



## Inhalt

- 02 VOLKSWIRTSCHAFT Risikofaktor Inflation
- 03 RENTEN Eine Frage des Timings
- 04 AKTIEN Europa als Profiteur
- 05 ROHSTOFFE Zinsanstieg belastet Märkte
- 06 LIQUIDITÄT Weitere Zinserhöhungen
- 06 IMMOBILIEN Preise unter Druck
- 07 PROGNOSEN Finanzmarktkennzahlen im Überblick
- 08 MARKTAUSBLICK Anlageklassen in Kürze

## Volkswirtschaft: Risikofaktor Inflation

Konjunkturdaten aus der Eurozone signalisieren eine leichte Erholung der Wirtschaft. Der weiterhin hohe Preisdruck gefährdet aber den Aufschwung. Auch in den USA hält sich die Inflation hartnäckig.

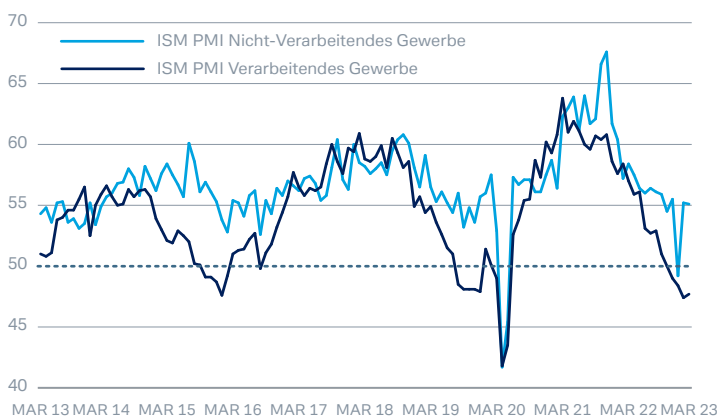
Die Erholung der europäischen Wirtschaft nimmt Konturen an – die Stimmung in den Unternehmen hat sich zuletzt weiter aufgehellt. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Eurozone stieg im Februar gegenüber dem Vormonat um 2,0 auf 52,3 Zähler. Es ist der höchste Wert seit 9 Monaten. Damit hat sich der wichtige Konjunkturfrühindikator vorerst wieder im expansiven Bereich etabliert. Werte ab 50 Punkten signalisieren eine zunehmende Wirtschaftsaktivität. Die Stimmungsaufhellung geht aber ausschließlich auf den Dienstleistungssektor zurück.

Dagegen hat sich in der Industrie die Stimmung leicht eingetrübt, obwohl sich die pandemiebedingten Lieferverzögerungen, mit denen die Hersteller in den vergangenen zwei Jahren zu kämpfen hatten, zunehmend auflösen. Außerdem zeigen die jüngsten Geschäftsberichte europäischer Industrieunternehmen, dass die Nachfrage Ende 2022 zwar nachgelassen hat – jedoch weniger stark als befürchtet. Allerdings resultierte das überraschend robuste Umsatzwachstum im 4. Quartal 2022 insbesondere aus hohen Auftragsbeständen. Überdies gelang es den Firmen vielfach, höhere Kosten auf ihre Kunden abzuwälzen. Künftig könnten die Margen aber stärker als bisher unter Druck geraten.

**Positive Erwartungen.** Ein ähnliches Bild wie auf europäischer Ebene zeichnet sich auch für die deutsche Wirtschaft ab. Der Einkaufsmanagerindex für den Servicesektor ist besser ausgefallen als vom Markt prognostiziert, der für das Verarbeitende Gewerbe rutschte entgegen den Erwartungen weiter ab. Trotz der durchwachsenen Aussichten arbeitet sich die deutsche Wirtschaft nach Einschätzung des ifo Instituts allmählich aus ihrer Schwächepha-

### US-Einkaufsmanagerindizes im Zeitverlauf

Angabe in Indexpunkten; Werte über 50 deuten auf positive Aussichten



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 06.03.2023 – 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 Stimmung in der europäischen Wirtschaft hellt sich auf. Treibende Kraft ist der Dienstleistungssektor.
- Die deutsche Wirtschaft zeigt Erholungstendenzen, könnte aber in die technische Rezession rutschen.
- In den USA nehmen die Aufwärtsrisiken für Lohnwachstum und Dienstleistungspreise zu.

se heraus. Der von den Münchnern monatlich veröffentlichte ifo Geschäftsklimaindex stieg im Februar von 90,1 auf 91,1 Punkte. Der vierte Anstieg in Folge des recht zuverlässigen Konjunkturbarometers basiert auf den Erwartungen der Unternehmen, die sich für die kommenden 6 Monate zunehmend optimistischer zeigen.

**Geringere Dynamik.** Ein großer Risikofaktor für die Konjunkturerholung ist die Inflation. So haben bereits im Schlussquartal 2022 die starken Preissteigerungen und die anhaltende Energiekrise die privaten Konsumausgaben um 1,0% im Vergleich zum Vorquartal gedrückt, meldet das Statistische Bundesamt. Deshalb hat sich die Dynamik der deutschen Wirtschaft zum Jahresende deutlich abgeschwächt. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) fiel von Oktober bis Dezember im Vergleich zum Vorquartal um 0,4%. Sollte das BIP auch im laufenden Vierteljahr sinken, würde Europas größte Volkswirtschaft in eine technische Rezession rutschen. Besorgniserregend ist dabei die Beschleunigung der Kerninflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise von 5,2% auf 5,6% im Februar. Offenbar lösen die Lohnerhöhungen im Service-Sektor erste Zweitrundeneffekte aus. Das ist auch in anderen Ländern zu beobachten. Deshalb könnten die Inflationsraten länger auf einem hohen Niveau verharren – und weitere Straffungen der Geldpolitik seitens der Europäischen Zentralbank (EZB) begünstigen. Hartnäckig hält sich auch die Inflation in den USA. Die US-Verbraucherpreise stiegen im Januar um 6,4% gegenüber dem Vorjahresmonat – nur leicht weniger als im Dezember und deutlich über den erwarteten 6,2%. Auch die Kerninflation blieb mit 5,6% gegenüber dem Vorjahresmonat hoch. Dabei scheint die Disinflation bei Waren, die den Inflationsrückgang bisher vorangetrieben hat, an Kraft zu verlieren, während die Stärke des US-Arbeitsmarktes sowie die verbesserte Konsumentenstimmung Aufwärtsrisiken für Lohnwachstum und Dienstleistungspreise bergen.

## Renten: Eine Frage des Timings

Eine Reihe von Argumenten spricht für einen möglichen Einstieg in US-Unternehmensanleihen mit guter Bonität. In der Eurozone reagieren die Anleiherenditen aktuell sensibel auf Signale der EZB.

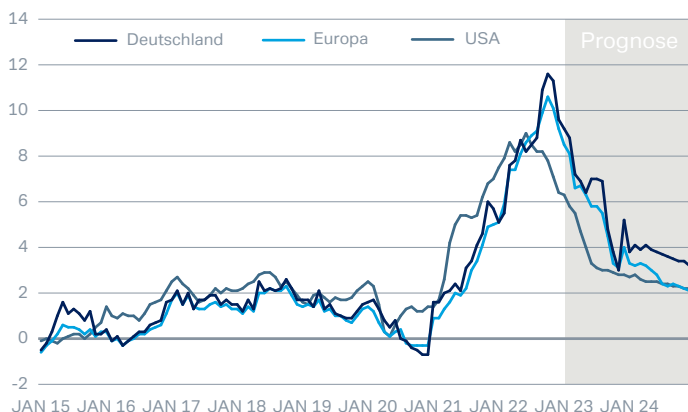
Die Risikoaufschläge für bonitätsstarke US-Unternehmensanleihen (Investment Grade, IG) sind in den vergangenen drei Monaten spürbar gesunken. Nach der Weltfinanzkrise von 2007/2008 erreichten die Spreads bis heute nur an etwa 30% der Handelstage ein vergleichbares oder ein niedrigeres Niveau. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war eine veränderte Markteinschätzung, die zu einer geringeren Zinsvolatilität beigetragen hat. Angesichts einer weiterhin hohen Inflation und eines robusten Arbeitsmarktes in den USA sind dort aber mehr Zinsschritte der Notenbank Federal Reserve (Fed) absehbar als lange Zeit vom Markt erwartet. Der nimmt inzwischen starke Konjunkturdaten wieder zum Anlass, einen restriktiveren Fed-Kurs einzupreisen.

**Sinkende Risiken.** Tatsächlich dämpfen die jüngsten Wirtschaftsdaten die Sorgen vor einer harten Rezession in den USA. Die Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft und das Ausbleiben einer Energiekrise in Europa haben zudem die Aussicht für das globale Wachstum verbessert. In einem Umfeld sinkender Extremrisiken haben die rückläufigen Risikoaufschläge also einen handfesten wirtschaftlichen Hintergrund. Nach Einschätzung der Deutschen Bank könnte das aktuelle Renditeniveau der US-Unternehmensanleihen von rund 5,1% ein guter Einstiegszeitpunkt sein. Seit der Weltfinanzkrise rentierten die Papiere nur an 4% der Handelstage höher.

Die Nachfrage dürfte auch durch Lebensversicherer gestützt werden. Die Unternehmen haben 2022 den Absatz von Rentenpolen auf über 111 Milliarden US-Dollar hochgeschraubt –

### Inflation ausgewählter Regionen und Deutsche Bank Prognose

Angabe in Prozent zum Vorjahresmonat



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank, DWS, Stand: März 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

- Geringere Risikoaufschläge und hohe Renditen könnten aktuell den Einstieg in bonitätsstarke US-Unternehmensanleihen interessant machen.
- Notenbanker der Europäischen Zentralbank haben zuletzt durch ihre Kommentare die Anleiherenditen in der Eurozone nach oben getrieben.

ein Plus von 38% gegenüber dem Rekordjahr 2002. Den Großteil des Beitragsvolumens investieren die Versicherer in festverzinsliche Wertpapiere. Auch Pensionsfonds dürften die aktuellen Renditen für eine höhere Deckungsquote garantierter Zusagen nutzen. Gleichzeitig könnten verstärkt europäische und japanische Anleger am US-Anleihemarkt investieren, weil sich die Absicherungskosten gegenüber dem US-Dollar günstig entwickeln.

Vielleichtversprechend ist auch die Angebotsseite: Der Nachfrage nach US-Unternehmensanleihen steht aufgrund der gestiegenen Kreditkosten voraussichtlich nur ein begrenztes Angebot an Neuemissionen entgegen. Das und die unsicheren Aussichten für die Weltwirtschaft haben allerdings zu einer höheren Kapitaldisziplin bei den Unternehmen beigetragen. Entsprechend dürften sich die Verschuldungsquoten als stabil erweisen.

Allerdings sollten Anleger nicht aus dem Blick verlieren, dass der künftige Leitzins der Fed höher ausfallen dürfte als bislang vom Markt prognostiziert. Eine positive Konjunkturentwicklung spricht aber zunächst einmal für US-IG-Unternehmensanleihen.

**Steigende Renditen.** Unterdessen treiben in Europa auch die Kommentare von Ratsmitgliedern der Europäischen Zentralbank (EZB) die hiesigen Anleiherenditen. 10-jährige Bundesanleihen markierten im Februar einen neuen Mehr-Jahreshöchststand von 2,72% und rentierten zuletzt über 2,70%. Zur Einordnung: Anfang des Monats war die laufende Verzinsung bis auf rund 2,00% gesunken. Die Renditen 2-jähriger Restlaufzeiten sprangen mit 3,19% erstmals seit 2008 über die 3%-Marke. Bundesbankpräsident und EZB-Ratsmitglied Joachim Nagel sagte, er könne nicht erkennen, „dass wir uns derzeit in einem restriktiven Bereich befinden“. Der Renditeanstieg von Euro-Anleihen dürfte daher noch nicht zu Ende sein.

## Aktien: Europa als Profiteur

Europäische Aktien bieten aktuell eine interessante Perspektive – das gilt insbesondere für Qualitätstitel. Die hohe Konjunktur­dynamik spricht auch für Investments in asiatischen Schwellenländern.

Die Erholung an den globalen Aktienmärkten ist etwas ins Stocken geraten. Zinsängste haben zuletzt zu Korrekturen geführt. Noch aber weisen Aktien aus Europa, den USA und den Schwellenländern eine positive Performance seit Jahresbeginn auf. Der europäische Index STOXX 600 legte um 9%, sein US-Pendant S&P 500 um 3% und der MSCI Emerging Markets um 1% zu. Auch künftig könnten sich Anlegern interessante Perspektiven eröffnen. In diesem Umfeld bekräftigt die Deutsche Bank ihre Präferenz für „Value“. Die Märkte dürften sich weiterhin eher auf die aktuellen als auf die künftigen Erträge konzentrieren. Mit Blick auf die Ertragsrenditen spricht das für Aktien aus Europa und Japan sowie insbesondere aus den Schwellenländern Asiens.

**Günstig bewertet.** In Europa hat der Winter die Gasversorgung kaum vor Probleme gestellt. Die Gasspeicher in Deutschland sind zu mehr als 70% gefüllt und zwei LNG-Terminals in Betrieb. Das verringert auch das Risiko einer Mangellage im nächsten Winter – und erhöht die Chance, dass Europa 2023 eine Rezession erspart bleibt. Europäischen Aktien dürfte gerade in expansiven Zeiten ihre Konjunktursensitivität zugutekommen. Da rund 60% der Erträge außerhalb der Region erwirtschaftet werden, könnte Europa also überproportional profitieren. Inzwischen spricht auch einiges für wieder steigende Kapitalzuflüsse in europäische Aktienfonds. Der Abbau von Short-Positionen, der vergangenen Sommer ein erhebliches Ausmaß angenommen hatte, aber auch Zuflüsse von Vermögensverwaltern, die China für „uninvestierbar“ erklärt haben und nun über Europa ein „latentes“ China-Engagement aufbauen könnten, dürften hier helfen.

Der STOXX 600 wird aktuell mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13 gehandelt, was 5% unter seinem langjährigen Median und 30% unter dem des S&P 500 liegt. Dieser Abschlag erscheint angesichts eines günstigeren Marktumfelds und einer geringeren Zinssensitivität nicht gerechtfertigt. Allerdings könnte das Lohnwachstum die aggregierten Gewinne pro Aktie der Unternehmen im STOXX 600 in diesem Jahr um 10% drücken.

Besonders betroffen sind Konzerne mit hohen Lohnkosten und gleichzeitig niedrigen Margen, die wenig Raum lassen, Kostensteigerungen zu absorbieren. Unternehmen der Sektoren Industrie, Reisen und Freizeit sowie Bauwesen und -materialien schneiden hierbei vergleichsweise schlecht ab. Nach dem guten Jahresstart von Aktien dieser Sektoren könnte die weitere Kursentwicklung moderater ausfallen.

Quelle: Deutsche Bank AG, Refinitiv Datastream. Stand: 6. März 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

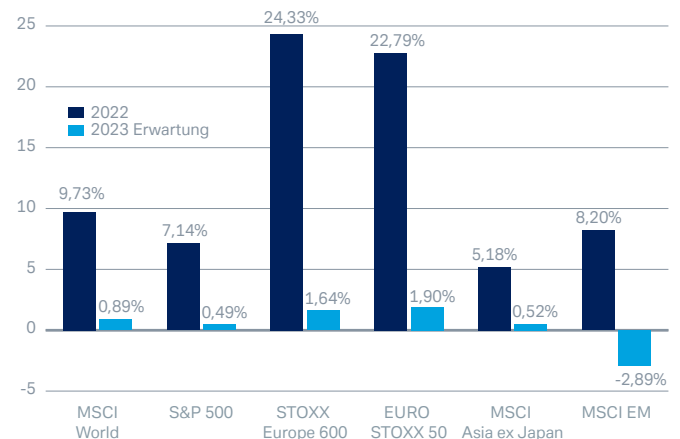
- Aktien aus Europa, Japan und den asiatischen Schwellenländern könnten für Investoren interessant bleiben.
- Deutsche und europäische Unternehmen dürften von einer Konjunkturerholung in China besonders profitieren.
- Die besseren Perspektiven für die chinesische Wirtschaft sind noch nicht vollständig in den Kursen eingepreist.

**Stärkeres Wachstum.** Schwellenländeraktien haben sich seit Jahresbeginn etwas schwächer entwickelt als ihre Pendanten aus den Industriestaaten. Das könnte sich aber ändern. Die Papiere dürften nicht nur überproportional von einer stärkeren Wachstum­dynamik in China profitieren, sondern auch von strukturell höheren Wachstumsraten der Emerging Markets – allen voran in Asien. Der MSCI Emerging Markets, der den Gesamtmarkt der Schwellenländeraktien abdeckt, wird aktuell mit einem KGV von 11,9 bewertet und bietet weiteres Kurspotenzial.

Nach dem Ende der Null-COVID-Politik könnte Chinas Wirtschaft 2023 um 5,5% zulegen. Das würde den angeschlagenen Immobiliensektor stützen, die geopolitisch bedingt höheren Risikoprämien abmildern und zu positiven Gewinnrevisionen beitragen. Mit einem KGV von 10,9, das dem historischen Durchschnitt entspricht, scheint der MSCI China die verbesserten Aussichten noch nicht voll eingepreist zu haben. Allerdings hat der Index seit Oktober stark zugelegt, und die weitere Erholung könnte holprig verlaufen.

### Erwartetes Gewinnwachstum großer Indizes

Angabe in Prozent ggü. Vorjahr



## Rohstoffe: Zinsanstieg belastet Märkte

In der US-Ölindustrie ist eine Produktionsausweitung aktuell nicht in Sicht. Die Perspektiven für Gold und Silber dürften sich erst aufhellen, wenn die Realzinsen sinken.

Anders als die Organisation erdölexportierender Länder und ihre Partnerstaaten (OPEC+) haben die US-Produzenten die Ölförderung nicht wie erwartet erhöht. Zuletzt lag die Tagesproduktion um rund 800.000 Barrel (je 159 Liter) unter den Höchstständen, die vor der Pandemie erreicht wurden. Erstaunlich, denn die US-Rohölsorte WTI notiert seit Anfang 2021 im Durchschnitt um etwa 40% über dem Durchschnittspreis von 2017 bis 2019. Gleichzeitig ist die Förderung in den USA nach wie vor wirtschaftlich. In diesem Jahr wird WTI im Durchschnitt mit 78 US-Dollar je Fass gehandelt, der Break-Even-Preis beträgt 64 US-Dollar. Besonders rentabel ist Schieferöl, wichtigster Wachstumsmotor der US-Rohölproduktion der letzten 10 Jahre. Dessen Förderung rechnet sich Schätzungen zufolge aktuell ab 59 US-Dollar.

Obwohl die Produzenten, die seit einigen Jahren eine starke Kostendisziplin an den Tag legen, über genügend freien Cashflow verfügen, ist nicht mit einer massiven Produktionsausweitung zu rechnen. Die Unternehmen konzentrieren sich auf Produktivitätssteigerungen. Da dieser Ansatz von Anlegern und Investoren belohnt wird, dürften sie sich auch künftig kaum von höheren Ölpreisen beeindrucken lassen. Hinzu kommen die abnehmende Qualität der Bohrlöcher sowie spürbar mehr Gegenwind für fossile Brennstoffe.

**Weniger Exporte.** Der deutliche Anstieg der Kapitalmarktzinsen setzt dem Goldpreis mächtig zu – die als „sichere Anlage“ geltende US-Staatsanleihe steht in direkter Konkurrenz zum zinslosen „sicheren Hafen“ Gold. Hatte das Edelmetall am 2. Februar noch ein 9-Monats-Hoch bei rund 1.960 US-Dollar je Feinunze (31,1 Gramm) erklommen, rutschte die Notierung zuletzt bis auf rund 1.810 US-Dollar ab. Für eine neue Kursrally müssten vermutlich zunächst die Realzinsen – also die Nominalzinsen abzüglich der erwarteten Inflation – sinken. Das ist kurzfristig jedoch nicht in Sicht.

Unter Druck geraten sind auch die Silberpreise. Seit Veröffentlichung der starken US-Arbeitsmarktdaten Anfang Februar gab das Edelmetall knapp 17% nach – Folge der zuletzt deutlich steigenden US-Realzinsen und des festeren US-Dollars. Mittelfristig könnten sich die Preise jedoch erholen: In Indien wurden Ende 2021 erstmals börsennotierte, mit physischem Silber hinterlegte Produkte aufgelegt, von denen 2022 bereits Zertifikate im Volumen von rund acht Millionen Feinunzen (31,1 Gramm) verkauft wurden.

Perspektiven bietet auch die industrielle Nutzung: Vergangenes Jahr fragte die Solarindustrie 127 Millionen Feinunzen nach; der

### IN KÜRZE

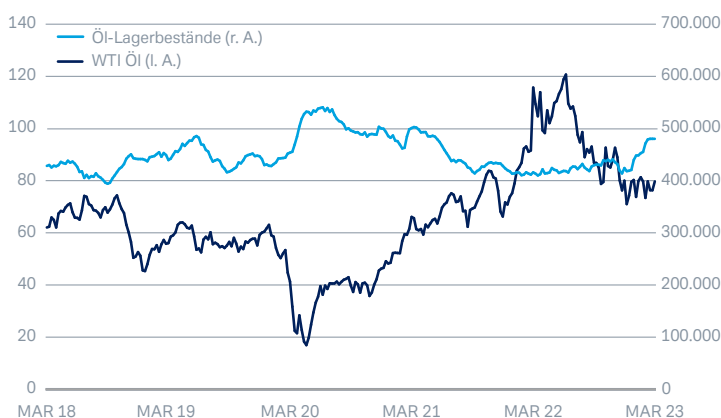
- Die US-Ölproduzenten halten das Angebot knapp und fokussieren sich auf Produktivitätssteigerungen.
- Steigende Realzinsen haben seit Anfang Februar die Notierungen für Gold und Silber stark belastet.
- Lithiumcarbonat könnte von einer in China wieder anziehenden Nachfrage nach Elektroautos profitieren.

Bedarf dürfte 2023 ein Rekordniveau erreichen. Bei gleichbleibendem Wachstum der Fotovoltaik könnte die Solarindustrie bis zum Jahr 2027 rund 20%, bis 2050 gar 85% bis 98% der globalen Silberproduktion abrufen – so eine australische Studie.

**Niedriges Niveau.** Der Preis für Lithiumcarbonat ist in China von seinem Anfang November erreichten Höchststand um 30% gefallen. Ein Grund hierfür dürfte die vorübergehend schwächere Nachfrage nach Elektroautos in China sein. Das chinesische Neujahrfest und das Auslaufen staatlicher Subventionen für den Kauf von „New Energy Vehicles“ haben im Januar 2023 zu einem Rückgang um 48% gegenüber Dezember und um 6,3% gegenüber dem Vorjahr geführt. Obwohl Lithiumcarbonat aktuell rund 140% über dem 5-Jahresdurchschnitt gehandelt und 2023 ein Angebotswachstum von bis zu 40% erwartet wird, könnten die Notierungen mittelfristig steigen. Voraussetzung hierfür ist eine stark wachsende globale Nachfrage nach Elektroautos.

### WTI-Ölpreis und US-Öllagerbestände

Linke Skala: USD/Fass; rechte Skala: Tsd. Fässer invertiert



Quelle: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Stand: 6. März 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.

## Liquidität: Weitere Zinserhöhungen

Die hohe Inflation zwingt die US-Notenbank Federal Reserve und die Europäische Zentralbank, ihre Geldpolitik stärker zu straffen als dies vom Markt zuletzt erwartet wurde.

Auf beiden Seiten des Atlantiks hält sich die hohe Inflation hartnäckig und die Wirtschaft läuft besser als befürchtet. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone erscheint der Weg in Richtung des von der Federal Reserve (Fed) und der Europäischen Zentralbank (EZB) jeweils angestrebten Inflationsziels von 2% nur mit einer weiteren Verschärfung der Finanzierungsbedingungen vorstellbar. Nachdem die US-Notenbank zuletzt den Leitzins um weitere 25 Basispunkte auf eine Spanne von 4,50% bis 4,75% erhöht hatte, verschärfte Fed-Chef Jerome Powell nun die Tonalität: Falls erforderlich, werde man das Tempo der Zinserhöhungen wieder steigern. Auch dürfte der Zinsgipfel höher liegen als vor den Arbeitsmarkt- und Verbraucherpreisdaten für Januar angenommen. Der Markt erwartet nun eine Leitzinserhöhung um 50 Basispunkte im März und preiste den Zinsgipfel bei rund 5,6% ein.

**Höhere Inflation.** Nicht besser sieht es in der Eurozone aus. Die zuletzt gestiegenen langfristigen Inflationserwartungen liegen

### IN KÜRZE

- In den USA hat der Markt inzwischen seine Erwartungen an die Projektionen der US-Notenbank angepasst.
- In der Eurozone könnten Zweitrundeneffekte die EZB veranlassen, die geldpolitischen Zügel stärker zu straffen.

bei 2,41% und damit so deutlich über der EZB-Zielmarke wie seit Mai 2022 nicht mehr. Besorgniserregend ist der Preisschub im Januar im Dienstleistungssektor um 4,5% in Deutschland. Dort sind Löhne die wichtigste Kostenkomponente – offenbar lösen die jüngsten Lohnerhöhungen bereits Zweitrundeneffekte aus. Da diese auch in anderen Ländern zu beobachten sind, könnte auch die EZB die Leitzinsen stärker als erwartet anheben und sie länger auf hohem Niveau belassen.

## Immobilien: Preise unter Druck

Die europäischen Immobilienmärkte durchlaufen voraussichtlich noch bis zum Sommer eine Korrekturphase. Die Perspektiven für Wohn- und zukunftsweisende Büroimmobilien sind interessant.

Im Umfeld hoher Inflationsraten, steigender Zinsen und nachlassender Wachstumsdynamik sind die europäischen Immobilienmärkte seit Sommer 2022 unter Druck geraten. Die Gesamterträge diversifizierter Immobilienfonds mit Objekten in bevorzugter Lage rutschte ins Minus und fiel im 3. Quartal mit -2,4% auf den schlechtesten Wert seit der Weltfinanzkrise 2007/2008. Immerhin war die 12-Monats-Performance mit 8,4% immer noch deutlich positiv, dürfte aber im Schlussquartal weiter gesunken sein.

Das volle Ausmaß der Preiskorrektur könnte bis Mitte dieses Jahres erreicht sein. Für die anschließenden Monate werden Wohnimmobilien aller Art die besten Perspektiven eingeräumt. Die gestiegenen Bau- und Finanzierungskosten machen die Objekte für Käufer zwar weniger erschwinglich. Und auch das Risiko regulatorischer Eingriffe zur Stabilisierung von Mieten ist nicht zu unterschätzen. Dennoch dürfte die Nachfrage hoch bleiben. Zu den leistungsstärksten europäischen Märkten im privaten Mietwohnungssektor gehören neben Kopenhagen und Dublin die führenden spanischen und britischen Standorte.

### IN KÜRZE

- Wohnungen bleiben ein knappes Gut. Entsprechend hoch dürfte mittel- und langfristig die Nachfrage ausfallen.
- Büros, die den Anforderungen moderner Arbeitswelten standhalten, könnten Wertsteigerungen bieten.

**Mögliche Erholung.** Dagegen werden Büros voraussichtlich auch künftig unterdurchschnittlich abschneiden. Zentral gelegene und bereits auf moderne Arbeitswelten ausgelegte Bestandsimmobilien der „Next-Generation“ könnten aber in Metropolen wie London, Paris, Amsterdam und den wichtigsten deutschen Städten ein überdurchschnittliches Mietwachstum bieten. Investoren, die ihren Bestand fit für Next-Generation machen, dürften signifikante Wertsteigerungen erzielen. Mittelfristig könnte die schwächere Bautätigkeit zur Erholung des Gesamtmarktes beitragen.

Die überraschend störrische Inflation bleibt ein gewichtiger Risikofaktor für die konjunkturelle Erholung in der Eurozone. Die Europäische Zentralbank könnte sich gezwungen sehen, ihre restriktive Geldpolitik länger als von den Marktteilnehmern erhofft aufrecht zu erhalten. Auch in den USA sind die Verbraucherpreise zuletzt stärker gestiegen als erwartet. Insbesondere der robuste Arbeitsmarktbericht bereitet der US-Notenbank Federal Reserve Sorgen. Der Zinsgipfel in den USA dürfte höher liegen als bislang von den Märkten prognostiziert. Der Renditeanstieg an den Anleihemärkten in den USA und der Eurozone könnte sich noch fortsetzen und kurzfristig auch Kursrücksetzer an den Aktienmärkten auslösen. An den Rohstoffmärkten leiden insbesondere Gold und Silber unter den höheren Realzinsen.

## BIP-Wachstum

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

## Inflation (CPI)

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

## Geldpolitik

Leitzinssätze in %	Aktueller Wert	12 Monate
Euroland (Einlagenzins)	2,50	4,00
UK	4,00	4,25
USA	4,75	5,50
Japan	0,00	0,10

## Währungen

	Aktueller Wert	12 Monate
EUR/USD	1,06	1,10
EUR/GBP	0,89	0,89
EUR/JPY	143,76	138,00
EUR/CHF	0,99	1,05

## Marktzinsen

10J-Bonds in %	Aktueller Wert	12 Monate
Deutschland	2,69	2,90
Italien	4,49	5,10
Spanien	3,71	3,90
USA	3,99	4,30
UK	3,81	3,60
Japan	0,51	0,75

## Aktien

Indizes	Aktueller Wert	12 Monate
USA (S&P 500 in USD)	3.992	4.100
Europa (Stoxx Europe 600)	458	480
Euroland (Euro Stoxx 50)	4.261	4.350
Deutschland (DAX)	15.550	16.300
Japan (MSCI Japan in JPY)	1.248	1.250
Emerging Markets (MSCI in USD)	978	1.020
EM-Asien (MSCI in USD)	527	670
Lateinamerika (MSCI in USD)	2.254	2.225
China (MSCI in HKD)	66	71
Indien (MSCI in INR)	1.959	2.075

## Rohstoffe

in USD	Aktueller Wert	12 Monate
Rohöl (Brent)	82,62	100,00
Gold	1.817,54	1.940,00
Silber	20,12	22,00

Quellen: Aktuelle Werte: Bloomberg LP, Stand: 09.03.2023; Prognosen: Deutsche Bank AG, Stand: 06.03.2023 – 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.

## Liquidität



Die Notenbanken und insbesondere die Federal Reserve (Fed) in den USA zeigten sich in den vergangenen Monaten hinsichtlich der weiteren Inflationsentwicklung skeptischer als viele Anleger, die einen schnelleren Rückgang des Preisdrucks erwarten hatten. Die jüngsten Daten zur Inflation und dem Arbeitsmarkt scheinen der Fed recht zu geben. Noch ist nicht klar, wie hoch der US-Leitzins steigen wird. Die Unsicherheit könnte daher Schwankungen am Kapitalmarkt auslösen. Das spricht in der kurzen Frist weiterhin für Liquidität.

## Renten



Die hartnäckige Inflation und robuste Arbeitsmärkte erfordern in vielen Industriestaaten weiterhin eine restriktive Geldpolitik. Weder in den USA noch in der Eurozone ist ein Ende des laufenden Leitzinszyklus absehbar. Allerdings dürfte bereits der größte Teil der Erhöhungen umgesetzt sein. An den Rentenmärkten sind die Renditen zuletzt wieder gestiegen und kurzfristig dürften die Schwankungen hoch bleiben. Im weiteren Jahresverlauf könnte der Preisdruck aber abnehmen und die Zinsentwicklung stabilisieren. Insbesondere Unternehmensanleihen aus dem Euroraum mit guter Bonität würden dann interessante Chancen bieten – vorausgesetzt, die Konjunkturdynamik gewinnt weiter an Fahrt.

## Rohstoffe



Steigende Zinsen und ein etwas stärkerer US-Dollar haben zuletzt den Goldpreis belastet. Für die künftige Wertentwicklung dürfte neben der Inflation vor allem die weitere Zinsentwicklung entscheidend bleiben. Unterdessen zeigt sich der Ölpreis zuletzt richtungslos. Die Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft verbessert die Aussichten auf eine höhere Nachfrage, Rezessionsorgen in den USA – ausgelöst durch eine straffe Geldpolitik – bewirken das Gegenteil. Sollte die weltweite Konjunktur hingegen an Dynamik gewinnen, dürfte auch der Preis von Öl davon profitieren.

## Immobilien



Die Immobilienmärkte in den Industriestaaten verzeichneten in der zweiten Jahreshälfte 2022 rückläufige Bewertungen auf breiter Front. Allerdings könnten die Preise in Europa bis zur Jahresmitte ihren Boden finden – insbesondere die für Wohn- und Logistikimmobilien, deren langfristiger Aufwärtstrend in Takt ist. Für Anleger gilt bei Investitionsentscheidungen aber weiterhin, eine regionale Auswahl des Immobilienportfolios im Auge zu behalten und auf die sektorale Ausrichtung zu achten.

## Aktien



Nach dem soliden Jahresauftakt an den Aktienmärkten fehlt es aktuell an Impulsen für weitere starke Kurszuwächse auf breiter Front. Die mit dem Ende der Null-COVID-Politik in China verbundenen Hoffnungen der Anleger müssen sich erst noch in harten Konjunkturdaten bestätigen. Enttäuschungen können hier zu Rücksetzern an der Börse führen – aber nur temporär, solange keine Sorgen um die weltweite Konjunkturerholung aufkeimen. Auf Indexebene scheint das weitere Kurspotenzial überschaubar. In der mittleren bis langen Frist empfiehlt es sich daher, auf bestimmte Sektoren wie Nebenwerte zu setzen. Diese könnten über Zweitrundeneffekte von einer Konjunkturerholung in Europa profitieren.

*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: 10.03.2023. 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: 10.03.2023, 18 Uhr. Autor: Dr. Ulrich Stephan, Chief Investment Officer Private Bank Germany