

Kapitalmarktausblick

Mai 2023

Von Dr. Ulrich Stephan

Chief Investment Officer Private Bank Germany



Inhalt

- 02 VOLKSWIRTSCHAFT Von Rezession und hohen Preisen
- 03 RENTEN Vorsichtige Anleger
- 04 AKTIEN Balance zwischen Value und Growth
- 05 ROHSTOFFE Von Kartellen und Korrelationen
- 06 LIQUIDITÄT Vor der Zinswende
- 06 IMMOBILIEN Bürosegment unter Druck
- 07 PROGNOSEN Finanzmarktkennzahlen im Überblick
- 08 MARKTAUSBLICK Anlageklassen in Kürze

Volkswirtschaft: Von Rezession und hohen Preisen

Der Preisdruck dürfte der Konjunktur in den USA und in den Ländern der Eurozone noch längere Zeit zusetzen. Von einer wirtschaftlichen Erholung in China könnte die deutsche Wirtschaft profitieren.

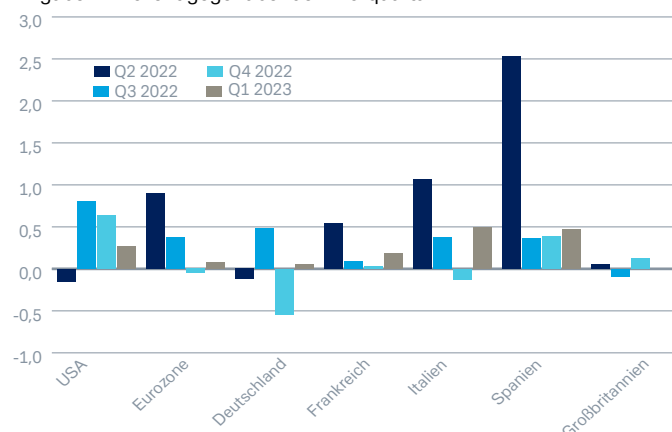
In den USA mehren sich die Anzeichen für eine Konjunkturabschwächung. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) stieg im 1. Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 1,1% – erwartet worden waren 2%. Der vom Forschungsinstitut Conference Board ermittelte Leading Economic Index (LEI) ist im März den zwölften Monat in Folge gesunken. Der Indikator, der die Konjunkturzyklen anhand von zehn Faktoren aus dem Verarbeitenden Gewerbe, der Arbeitslosigkeit, den Baugenehmigungen und den Zinsdifferenzen abbildet, sank um 1,2% auf 108,4. Derzeit prognostiziert der LEI, dass die US-Wirtschaft ab Mitte 2023 in eine Rezession abrutschen dürfte. Immerhin zeigte sich der Frühindikator S&P Global Flash US PMI für die wirtschaftliche Aktivität in den USA zuletzt solide. Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe ist im April von 49,2 auf 50,4 gestiegen und befindet sich damit wieder im expansiven Bereich. Der Index für Dienstleistungen kletterte von 52,6 auf 53,7.

Stärker als erwartet lässt in den USA der Inflationsdruck nach. Die Verbraucherpreisinflation (CPI) fiel von 6,0% im Februar auf 5,0% im März. Erstmals seit zwei Jahren liegt aber die Kerninflationsrate (ohne Energie und Lebensmittel) über der Gesamtinflationsrate. Der Anstieg auf 5,6% lässt befürchten, dass die hohe Teuerung die US-Wirtschaft längerfristig belasten könnte.

Starker Basiseffekt. Das gilt auch für die Eurozone. Dort sank die Inflationsrate von 8,5% im Februar auf 6,9% noch deutlicher als in den USA – wenn auch auf einem höheren Niveau. Allerdings war es im März 2022 wegen des im Februar begonnenen Angriffskriegs Russlands gegen die Ukraine zu einem sprunghaften Anstieg der Energiepreise gekommen. Dass dieser Basiseffekt

BIP-Wachstum ausgewählter Regionen

Angabe in Prozent gegenüber dem Vorquartal



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 30.04.2023 – 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 US-Wirtschaft könnte in der zweiten Jahreshälfte in eine leichte Rezession abrutschen.
- Die hohe Inflation könnte die konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone längerfristig belasten.
- Die deutsche Wirtschaft dürfte im 1. Quartal 2023 stagniert haben, eine Rezession könnte aber ausbleiben.

nicht zu unterschätzen ist, zeigen der Anstieg im April auf 7,0% und die hohe Kerninflationsrate, die nach dem Rekordhoch von 5,7% im März, zuletzt nur leicht auf 5,6% gesunken ist.

Inzwischen haben sich die Energiepreise wieder signifikant verbilligt – das stützt die Konjunktur. Tatsächlich erweist sich die Eurozone auch zu Beginn des 2. Quartals als überaus widerstandsfähig. Darauf deutet die Schätzung des branchenübergreifenden Einkaufsmanagerindex hin, der für April mit einem überraschenden Anstieg um 0,7 auf 54,4 Punkte die Analystenerwartungen übertrifft. Werte über 50 Punkte signalisieren eine Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität. Die Kehrseite: Insbesondere die im historischen Vergleich weiterhin hohe Preiskomponente des Service-PMI lässt darauf schließen, dass die Kerninflationsrate wohl nur langsam sinken wird. Damit steigt die Gefahr für Zweit-rundeneffekte, die eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen.

Während sich der Aufschwung bei den Dienstleistern – die immerhin rund 70% der Wirtschaftsleistung der Eurozone ausmachen – beschleunigt, setzt sich der Produktionsrückgang im Verarbeitenden Gewerbe fort. Eine weitere Erholung der Konjunktur in Asien und dort insbesondere in China würde allerdings der Eurozone zugutekommen – und das Rezessionsrisiko senken.

Wenig Dynamik. Das gilt allen voran für Deutschland, Europas größte Volkswirtschaft. Hierzulande hat sich der wichtigste Konjunkturfrühindikator den sechsten Monat in Folge verbessert. Der ifo Geschäftsklimaindex kletterte im April um 0,4 auf 93,6 Punkte. Damit blieb der Anstieg aber leicht hinter den Markterwartungen zurück. Die Sorgen der deutschen Unternehmen lassen nach Einschätzung des Münchener Instituts zwar nach, gleichzeitig fehle es der Konjunktur jedoch an Dynamik. Die befürchtete Winter-Rezession dürfte wie in der Eurozone ausgeblieben sein. Nach der Erstschtzung aber stagnierte das deutsche BIP im 1. Quartal.

Renten: Vorsichtige Anleger

Die Turbulenzen im Bankensektor in den USA und Europa haben zu einem Rückgang der Renditen bonitätsstarken Staatsanleihen geführt. Euro-Unternehmensanleihen könnten interessant bleiben.

Die Renditen für Staatsanleihen aus den USA, Deutschland und Großbritannien scheinen sich im laufenden Zyklus langsam ihrem Höhepunkt zu nähern. Im Mai beschloss die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) auf Basis ihres datenbezogenen Ansatzes eine weitere Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte auf die Spanne von 5,0% bis 5,25%. Der bislang eingepreiste US-Zinsspitzen ist damit erreicht. Im 2. Halbjahr erwarten die Märkte bereits potenzielle Leitzinssenkungen von zwischen 50 und 75 Basispunkten. Die Deutsche Bank bleibt diesbezüglich aber skeptisch und sieht im Gesamtjahr 2023 keinen Spielraum für Zinssenkungen.

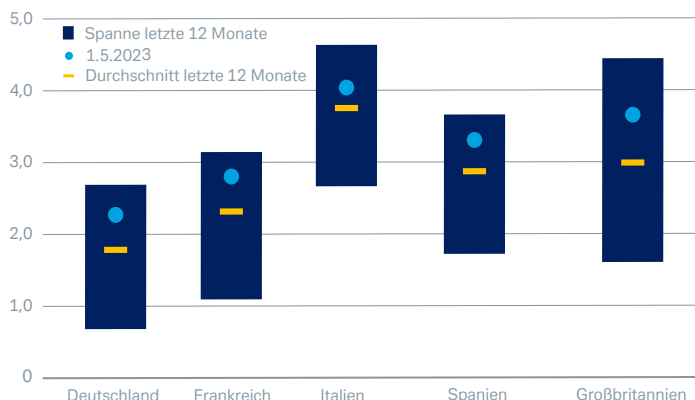
Im Zusammenhang mit den Liquiditätsproblemen am US-Bankenmarkt, die im März dazu geführt hatten, dass die Anleger in den „Risk-off-Modus“ wechselten, schnellte die Nachfrage nach US-Staatsanleihen in die Höhe. Die Flucht in den „sicheren Hafen“ drückte die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen innerhalb weniger Wochen um mehr als 70 Basispunkte bis auf rund 3,3%.

Inzwischen hat sich die Lage an den Finanzmärkten entspannt, Investoren sind wieder aus der Deckung gekommen. Treasuries mit 10 Jahren Laufzeit rentierten zuletzt zeitweise über 3,5% – und die Renditen könnten nach Prognosen der Deutschen Bank in sechs Monaten mit 3,65% noch etwas höher liegen. Ein weiterer Anstieg wäre nur wahrscheinlich, wenn die Fed ihre Leitzinsen stärker erhöht als aktuell am Markt eingepreist.

Niedrigere Renditen. Auch in der Eurozone haben die Turbulenzen im Bankensektor zu einem Rückgang der Staatsanlei-

Renditen ausgewählter 10-jähriger Staatsanleihen

Angabe in Prozent



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 30.04.2023 – 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 Renditen von Staatsanleihen aus den USA und Europa könnten sich ihrem zyklischen Höhepunkt nähern.
- Anleger preisen aktuell nur noch geringe Leitzinserhöhungen der Notenbanken in den USA und Europa ein.
- Vorrangige Bankanleihen sind in risikoaversen Zeiten bei Investoren besonders gefragt.

herenditen geführt. Mit Blick auf die bestehenden Unsicherheiten im Markt könnte die Vorsicht der Anleger zunächst andauern. Die laufende Verzinsung 10-jähriger Bundesanleihen sank von 2,75% Anfang März über 1,92% zur Monatsmitte auf 2,40% Mitte April. Auf Sicht von sechs Monaten könnte sie wieder etwas höher bei 2,70% notieren, falls die Europäische Zentralbank (EZB) ihren Zinserhöhungszyklus robust fortführt.

Die Währungshüter aus der Eurozone haben die Leitzinssenkung später als ihre US-Kollegen vollzogen – und dürften mit entsprechender zeitlicher Verzögerung den Zinsspitzen erreichen. Der Höhepunkt des laufenden Zyklus wird derzeit von den Marktteilnehmern bei einem Einlagensatz von 3,75% (aktuell: 3%) eingepreist; eine erste Senkung ist vor 2024 kaum zu erwarten.

Gefragte Anleihen. Die Kurse von bonitätsstarken Euro-Unternehmensanleihen (Investment Grade, IG) gaben 2022 um knapp 14% nach (Bloomberg Euro Corporate Bond Index). Grund waren die stark steigenden Kapitalmarktzinsen. Während der jüngsten Finanzmarkturbulenzen zeigten sich diese Anleihen hingegen bemerkenswert resistent. Seit Anfang März legte der Index um 2,2% zu – obwohl Bankanleihen etwa ein Drittel des Index ausmachen.

Etwa 90% dieser Bankanleihen entfallen allerdings auf Senior Bonds: Diese vorrangigen Anleihen bieten den Anlegern höhere Sicherheit und sind daher in risikoaversen Zeiten besonders gefragt. Die deutlich gestiegenen Kapitalmarktzinsen stellen zwar eine höhere Kostenbelastung für die Unternehmen dar, die sich über Neuemissionen am Anleihemarkt refinanzieren. Die Auswirkungen auf das Anlagesegment der Euro-IG-Anleihen dürften aber zumindest bis Ende 2024 überschaubar sein. Der Anteil der bis dahin fälligen Papiere liegt bei nicht einmal 10%. Mit einer Rendite von über 4% könnten Euro-IG-Unternehmensanleihen auch künftig interessant bleiben.

Aktien: Balance zwischen Value und Growth

Die Entwicklung an den Aktienmärkten lässt keinen klaren Trend erkennen. Da sowohl Substanz- als auch Wachstumstitel Vor- und Nachteile aufweisen, spricht einiges für eine Mischstrategie.

Die Bilanz des 1. Quartals 2023 kann sich sehen lassen: Trotz der Turbulenzen im März verzeichneten insbesondere die breiter gefassten Aktienmärkte in den Industrieländern Kursgewinne. Aus sektoraler Sicht zeigten IT-Aktien die stärkste Performance. Wachstumstitel profitierten vom sinkenden Zinsniveau und der Hoffnung auf ein vorzeitiges Ende des Zinserhöhungszyklus – allen voran bei der US-Notenbank Federal Reserve. Nach Einschätzung der Deutschen Bank bieten die Aktienmärkte in vielen Regionen auf Sicht von zwölf Monaten aber nur ein geringes Potenzial. Attraktive Renditen von festverzinslichen Anlagen dürften Bewertungsausweitungen insbesondere bei US-Aktien begrenzen. Außerdem könnte die geldpolitische Straffung in den Industriestaaten in den nächsten Monaten ihre volle Wirkung entfalten.

Rückläufige Gewinne. Eine Standortbestimmung liefert die beginnende Berichtssaison für das 1. Quartal 2023. Aufgrund des schwächeren Absatzes und höherer Produktionskosten hat die Analystengemeinde die Erwartungen an das Gewinnwachstum in den USA und Europa kontinuierlich nach unten korrigiert. Die Erosion der aggregierten Nettomargen gegenüber den Rekordwerten des letzten Jahres dürfte sich fortsetzen. Für den marktbreiten US-Leitindex S&P 500 werden derzeit ein mageres Umsatzplus von 1,8% und ein Gewinnrückgang um 6,8% gegenüber dem Vorjahr prognostiziert. Es wäre das zweite Quartal in Folge mit negativem Gewinnwachstum und gleichzeitig der stärkste Gewinnrückgang seit dem 2. Quartal 2020. Die stärkste Performance wird zyklischen Konsumgütern und Industrierwerten zugetraut. Grundstoffe und Gesundheitswesen repräsentieren den unteren Rand der Erwartungen. Für das Gesamtjahr belaufen sich die Gewinnschätzungen im S&P 500 nun auf -0,6%. Etwas besser könnte es in Europa für den STOXX Europe 600 laufen: bei leicht steigenden Umsätzen (+1,7%) ein marginaler Rückgang der Gewinne gegenüber dem Vorjahr (-2,5%). Die Sektoren Finanzwerte und IT könnten das stärkste Gewinnwachstum verzeichnen, Grundstoffe und zyklische Konsumgüter das schwächste. Über alle vier Quartale trauen die Analysten den europäischen Unternehmen ein aggregiertes EPS-Plus von 1,0% zu.

Unklare Lage. Nachdem 2022 Substanzwerte (Value) sowohl in den USA als auch in Europa deutlich besser abgeschnitten haben als Wachstumstitel (Growth), hat sich das Blatt inzwischen gewendet. Insbesondere der Rückgang der Anleiherenditen spielt Wachstumstiteln in die Karten. Dagegen schneiden Substanzwerte in Zeiten steigender Renditen wie 2022 in der Regel besser ab.

Quelle: Refinitiv Datastream; Stand: 30.04.2023 – 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

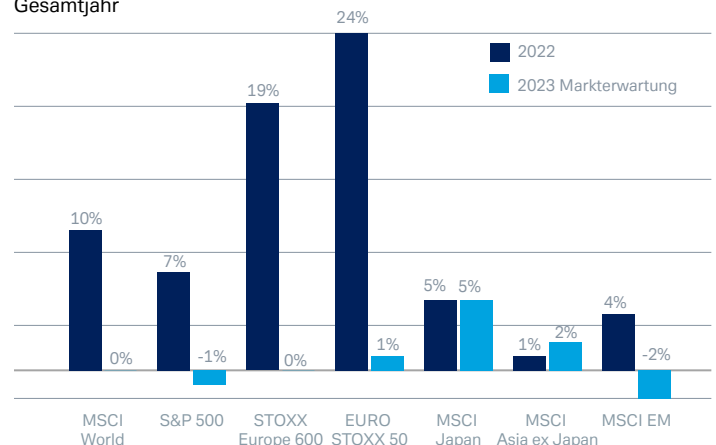
- Nach den Kursgewinnen im 1. Quartal 2023 dürfte das Potenzial vieler Aktienmärkte vorerst begrenzt bleiben.
- Die Berichtssaison in den USA und Europa dürfte den Trend rückläufiger Unternehmensgewinne bestätigen.
- Aktuell könnte sich für Anleger eine Mischung aus Wachstums- und Substanzaktien anbieten.

So weisen in Europa Value-Sektoren wie Banken, Versicherungen, Energie und Automobile die höchste positive Korrelation mit den Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen auf. Eine weitere Stabilisierung des Finanzmarktes könnte zwar zu einem erneuten Renditeanstieg führen und Value-Aktien etwas unterstützen – aber kaum in einem vergleichbaren Ausmaß wie 2022.

Auf der anderen Seite sind Substanzaktien vergleichsweise interessant bewertet und werden weiterhin mit einem Abschlag zu Growth gehandelt. Angesichts des unklaren Makroszenarios könnte sich für Anleger die sogenannte Hantelstrategie (Barbell Strategy) anbieten: Value auf der einen, Growth auf der anderen Seite der Hantel. Interessant dürften weiterhin europäische Banken (Value) sein, deren Risikoabschläge gegenüber dem breiten Markt übertrieben erscheinen. Für Kommunikationsdienstleister (Growth) spricht, dass der Sektor Wachstumsmerkmale mit defensiven Qualitäten (z. B. Dividenden) verbindet. Das gilt auch für Bereiche des Gesundheitswesens und der Technologiebranche.

Gewinnerwartungen ausgewählter Aktienindizes

Angabe in Prozent zum Vorjahr, Basis: Markterwartungen für das jeweilige Gesamtjahr



Rohstoffe: Von Kartellen und Korrelationen

Mit Förderkürzungen versuchen die OPEC und ihre Partnerstaaten den Ölpreis zu stützen. Unterdessen haben gleich mehrere Faktoren der Goldnotierung Rückenwind verliehen.

Der kräftige Rückgang der Rohölpreise im Zusammenhang mit den Finanzmarkturbulenzen Mitte März blieb nicht folgenlos: Die erdölproduzierenden Länder und ihre Partnerstaaten (OPEC+) haben Anfang April überraschend erhebliche Produktionskürzungen beschlossen, um die Notierungen zu stützen. Von Mai bis Dezember plant die Gruppe, die tägliche Förderung um insgesamt 1,67 Millionen Barrel (159 Liter pro Fass) zu drosseln. Das Öl-Kartell ist offenbar nicht gewillt, einen Preis für die Nordseesorte Brent von unter 80 US-Dollar je Barrel zu tolerieren. Das scheint zu gelingen – in den Wochen nach der Ankündigung verteuerte sich das Fass Brent-Öl von rund 72 US-Dollar vorübergehend sogar bis auf 87 US-Dollar. Zuletzt gerieten die Notierungen aufgrund aufkeimender Rezessionsorgen aber wieder unter Druck.

Vorsichtige Produzenten. Auch die Preise für US-Öl der Sorte WTI haben sich zeitweise erholt. Es spricht wenig dafür, dass die US-Produzenten die von der OPEC+ geschaffene Angebotslücke schließen. Seit Anfang März sind die Lagerbestände in Cushing/Oklahoma, der größten Öllagerstätte der USA, deutlich gesunken. Obwohl Bohrungen ab einem Ölpreis von 64 US-Dollar rentabel werden, halten die US-Produzenten an ihrer Kostendisziplin fest und scheuen weiterhin die höheren Investitionskosten einer Angebotsausweitung. Das dürfte an den Erfahrungen liegen, die die Branche zwischen 2010 und 2014 gemacht hat, als der Sektor trotz hoher Ölpreise nur ein geringes Wachstum verzeichnete.

Die Internationale Energieagentur (IEA) geht davon aus, dass im 2. Halbjahr die globale Nachfrage das Angebot deutlich übertreffen dürfte – nach Schätzungen von Bloomberg womöglich um rund 2 Millionen Barrel pro Tag im 4. Quartal. Die IEA erwartet den größten relativen Anstieg der Nachfrage innerhalb eines Jahres seit 2010. Fast die Hälfte davon dürfte der Konjunkturerholung in China geschuldet sein.

Hohe Preise. Im Gegensatz zu den meisten Energierohstoffen sowie den anderen Edelmetallen weist Gold für das 1. Quartal 2023 eine positive Entwicklung auf. Die Notierungen für die Feinunze (31,1 Gramm) kletterten von 1.825 US-Dollar zu Beginn des Jahres auf 1.985 US-Dollar Ende März. Im April wurde Gold sogar auf einem 13-Monats-Hoch von knapp 2.050 US-Dollar je Feinunze gehandelt.

Vier Faktoren haben die Erholung begünstigt: Der Status des Goldes als „sicherer Hafen“, die erhöhte Nachfrage von Zentralbanken, institutionellen Anlegern und privaten Käufern, die

IN KÜRZE

- Die OPEC+ versucht, den Preis für das Barrel Rohöl bei über 80 US-Dollar zu stabilisieren.
- Die globale Öl-Nachfrage könnte im zweiten Halbjahr deutlich anziehen und das Angebot übertreffen.
- Gold hat zuletzt von Finanzmarkturbulenzen profitiert. Rückschläge drohen im Fall steigender Zinsen.

sich abzeichnende Schwäche des US-Dollars aufgrund einer nachlassenden Konjunkturpolitik der US-Wirtschaft sowie die negative Korrelation mit der Renditeentwicklung bei 2-jährigen US-Staatsanleihen. Letztere war im März sehr ausgeprägt, als die laufende Verzinsung unter dem Eindruck der Finanzmarkturbulenzen deutlich nachgab. Ähnlich stark, nur in die entgegengesetzte Richtung, reagierte der Goldpreis im Januar und Februar, als die laufende Verzinsung bis auf das 16-Jahres-Hoch von 5,08% stieg.

Inzwischen erwarten die Anleger, dass die US-Notenbank Federal Reserve ihren laufenden Leitzinszyklus beendet und noch in der zweiten Jahreshälfte erste Zinssenkungen beschließt. Dieses Szenario dürfte aber wohl nur eintreten, wenn die US-Wirtschaft wie von einigen Marktteilnehmern erwartet tatsächlich in eine Rezession rutscht. Kommt es nicht dazu, könnte die Goldnotierung nachgeben und in einem Korridor zwischen 1.900 und 1.950 US-Dollar je Unze pendeln.

Entwicklung des Goldpreises

Angabe in US-Dollar je Feinunze



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 30.04.2023 – 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: Vor der Zinswende

In den USA hat die Notenbank ihren möglichen Zinsgipfel erreicht, aber keine Zinspause beschlossen. Auch die Europäische Zentralbank setzt ihren Kampf gegen die Inflation mit gedrosseltem Tempo fort.

Die Europäische Zentralbank (EZB) und die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) stecken beide in einem geldpolitischen Dilemma: Sie müssen die Kerninflation eindämmen, ohne dabei die Konjunktur abzuwürgen. In beiden Währungsräumen liegen die Teuerungsraten ohne Berücksichtigung der Energie- und Lebensmittelkosten höher als die Gesamtinflation. Dennoch hat die EZB ihr Tempo gedrosselt und Anfang Mai Ihre Leitzinsen nicht um 50, sondern um 25 Basispunkte erhöht. Aktuell erwarten die Marktteilnehmer, dass der Zinsgipfel im Euroraum bei einem Einlagenzinssatz von 3,75% erreicht wird. Dafür wären zwei weitere Zinsschritte der EZB von jeweils 25 Basispunkten erforderlich. Mit einer Zinssenkung ist vorerst nicht zu rechnen.

Hartnäckige Inflation. Dagegen hat die Fed ihren Zinserhöhungszyklus mit der Mai-Sitzung möglicherweise beendet. Wie erwartet setzten die US-Währungshüter den Leitzinskorridor um 25 Basispunkte auf 5,00% bis 5,25% rauf. Einen offiziellen

IN KÜRZE

- Die Notenbanken in den USA und Europa beschäftigt weiterhin eine hohe Kerninflation.
- Fed und EZB haben mit kleinen Zinsschritten ihre Geldpolitik weiter gestrafft.

Beschluss über eine Zinspause gibt es nicht. Allerdings wurde in der Pressemitteilung der Satz, dass weitere Zinserhöhungen angemessen sein können, gestrichen. Die seien aber datenabhängig weiterhin möglich, so Fed-Chef Jerome Powell. In der Vergangenheit begann im Schnitt bereits drei Monate nach dem Erklimmen des Zinsgipfels ein Zinssenkungszyklus. Das wäre spätestens im September. Die Deutsche Bank bleibt skeptisch – und rechnet 2023 nicht mit einer Zinswende.

Immobilien: Bürosegment unter Druck

Sinkende Preise, schwaches Mietenwachstum und steigende Ausfallraten belasten das Segment der US-Büroimmobilien. Moderate Beleihungsquoten verringern die Risiken von Zwangsverkäufen.

In den USA kam es zuletzt vermehrt zu Kreditausfällen bei Gewerbeimmobilien, insbesondere bei Bürogebäuden. Das Office-Segment weist aktuell die schwächsten Fundamentaldaten auf. Die Leerstandsquote für Büroflächen stieg von 9,5% zu Beginn der Pandemie auf 13% – nur knapp unter dem Höchststand während der Weltfinanzkrise 2008. Die Preise für Büroflächen sanken zuletzt bereits auf das Niveau des Vorjahres. Der Rückgang kommt mit einiger Verzögerung, da sich die Preisfindung aufgrund des gesunkenen Transaktionsvolumens – Februar 2023: minus 66% gegenüber dem Vorjahr – verlangsamt hat. Mit einem Plus von nur 1,1% im 4. Quartal 2022 ist auch das Mietwachstum träge. Inflationsbereinigt sind die Mieten im Jahresvergleich sogar um 5% gesunken.

Reale Risiken. Mit dem Zinsanstieg steigen auch Ausfallraten bei Krediten für Büroimmobilien. Bis Ende 2024 wird ein Volumen von rund 250 Milliarden US-Dollar fällig. Ein weiterer Anstieg der Verzugs- und Ausfallraten ist daher wahrscheinlich.

IN KÜRZE

- Büroimmobilien in den USA weisen vergleichsweise schwache Fundamentaldaten auf.
- Das mögliche Ende des Zinsanhebungszyklus in den USA könnte auch Büroimmobilien stützen.

Allerdings liegen die Beleihungsquoten der Objekte nur noch bei 60% bis 70%. Das reduziert einerseits das Risiko von Zwangsverkäufen und dürfte andererseits im Falle einer erforderlichen Liquidation ein Polster gegen Preisrückgänge bieten. Nach Einschätzung der Deutschen Bank könnten die schwächeren Fundamentaldaten dem Bürosegment noch länger zusetzen. Das nun möglicherweise erreichte Ende des Zinsanhebungszyklus in den USA dürfte aber den breiten Immobilienmarkt stabilisieren. Mittelfristig ist eine Erholung möglich.

In den USA mehren sich die Anzeichen einer Konjunkturabschwächung – eine Rezession der US-Wirtschaft im Sommer ist zuletzt wahrscheinlicher geworden. Unterdessen konnte die Eurozone eine mögliche Winterrezession vermeiden – die deutsche Wirtschaft ist im 1. Quartal aber nur stagniert. Europäische Unternehmen dürften allerdings von einer zunehmenden Wachstumsdynamik in China profitieren, die im weiteren Jahresverlauf auch die Nachfrage nach Rohöl deutlich verstärken sollte. Die Inflation scheint sich insgesamt abzuschwächen, dennoch verharrt die Kernrate auf hohem Niveau. Die Notenbanken in Europa und den USA stehen vor einer komplexen Herausforderung. Auch deshalb sind an den Anleihe- und Aktienmärkten künftig wieder größere Kursschwankungen möglich.

BIP-Wachstum

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

Inflation (CPI)

in %	2022	2023E	2024E
USA	8,0	3,9	2,4
Euroland	8,4	5,7	2,7
Deutschland	8,7	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)	3,00	4,00
UK	4,25	4,25
USA	5,25	5,50
Japan	0,00	0,10

Währungen

	Aktueller Wert	12 Monate
EUR/USD	1,10	1,10
EUR/GBP	0,88	0,89
EUR/JPY	148,73	138,00
EUR/CHF	0,98	1,05

Marktzinsen

10J-Bonds in %	Aktueller Wert	12 Monate
Deutschland	2,27	2,90
Italien	4,16	5,10
Spanien	3,35	3,90
USA	3,37	4,30
UK	3,72	3,60
Japan	0,42	0,75

Aktien

Indizes	Aktueller Wert	12 Monate
USA (S&P 500 in USD)	4.091	4.100
Europa (Stoxx Europe 600)	460	480
Euroland (Euro Stoxx 50)	4.291	4.350
Deutschland (DAX)	15.758	16.300
Japan (MSCI Japan in JPY)	1.264	1.250
Emerging Markets (MSCI in USD)	970	1.020
EM-Asien (MSCI in USD)	521	565
Lateinamerika (MSCI in USD)	2.191	2.225
China (MSCI in HKD)	63	71
Indien (MSCI in INR)	1.997	2.075

Rohstoffe

in USD	Aktueller Wert	12 Monate
Rohöl (Brent)	73,09	100,00
Gold	2.034,90	1.940,00
Silber	25,55	22,00

Liquidität



Der Preisdruck in den USA und der Eurozone lässt insgesamt nach. Die Kerninflationen sind aber weiterhin hoch – und könnten es angesichts von Zweitrundeneffekten durch tarifliche Lohnsteigerungen sowie Preiserhöhungen auf Unternehmensseite vorerst auch bleiben. Solange der Zinsanhebungszyklus der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) und der Europäischen Zentralbank (EZB) noch nicht beendet ist, müssen Anleger mit volatilen Kapitalmärkten rechnen. Das könnte das Vorhalten von etwas Liquidität rechtfertigen.

Renten



Die laufende Verzinsung von Staatsanleihen mit guter Bonität hat sich nach den starken Marktschwankungen im März wieder erholt. Die Renditen der US-Staatsanleihen signalisieren aber, dass der Markt seither mit einem früheren Ende der Leitzinsanhebungen in den USA (und etwas später in Europa) rechnet. Eine Leitzinssenkung noch 2023, wie sie von einigen Marktteilnehmern inzwischen erwartet wird, ist aber eher unwahrscheinlich, selbst wenn die US-Wirtschaft im Sommer in eine leichte Rezession rutschen sollte. Das aktuelle Zinsniveau macht den Anleihemarkt interessant, allerdings bleibt ein Restrisiko für unerwartete Entwicklungen, die erneut zu einer höheren Volatilität führen könnten.

Rohstoffe



Mit der Produktionskürzung ab Mai bis Ende des Jahres versucht das Ölkartell OPEC+ den Preis der Nordseesorte Brent oberhalb der 80-US-Dollar-Marke zu etablieren. Sollte, wovon auszugehen ist, die Konjunkturerholung in China anhalten, könnte der Ölpreis weiter zulegen. Als Risiko bleibt allerdings eine mögliche Rezession in den USA bestehen. Sie würde sich mutmaßlich negativ auf die Nachfrage und den Preis auswirken. Unterdessen scheint Gold seinen vorläufigen Höchststand erreicht zu haben. Als Portfolioabsicherung gegenüber Marktrisiken könnte das Edelmetall aber hilfreich sein.

Immobilien



Das Transaktionsvolumen am deutschen Wohnimmobilienmarkt ist im Zuge gestiegener Finanzierungskosten deutlich gesunken. Ein starker Preiseinbruch dürfte aber ausbleiben: Die Realzinsen sind weiterhin negativ, die hohe Inflation begünstigt die Anlageklasse. Die starke Nachfrage bei einem knappen Angebot stützt das Mietwachstum und sollte die Preise in Ballungszentren stabilisieren. Immobilien könnten dort bald wieder interessant werden – insbesondere wenn der Zinsanhebungszyklus der EZB sich dem Ende nähert.

Aktien



Nach den Marktturbulenzen im März haben sich die marktbreiten Aktienindizes zuletzt wieder erholt. Im Spannungsfeld zwischen hartnäckiger Inflation und restriktiver Geldpolitik zeichnet sich aber eine komplexe Gemengelage ab: Die Kernrate der Verbraucherpreis-inflation könnte sowohl in Europa als auch in den USA hoch bleiben. Auch die Gefahr einer schärferen Rezession der US-Wirtschaft im Sommer bleibt bestehen. Anleger sollten deshalb erwägen, einerseits auf günstige Value-Werte (z. B. europäische Banken) zu setzen, andererseits Wachstumstitel im Blick zu behalten. So könnten in einem Umfeld mit schwächerem Wachstum und niedrigem Zins beispielsweise US-Kommunikationsdienstleister gut performen.

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

Quelle: Deutsche Bank AG; Stand: 04.05.2023. 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: 04.05.2023, 18 Uhr. Autor: Dr. Ulrich Stephan, Chief Investment Officer Private Bank Germany