



# Kapitalmarktausblick

November 2022

Von Dr. Ulrich Stephan

Chief Investment Officer Private Bank Germany



## Inhalt

- 02 VOLKSWIRTSCHAFT Im Bann steigender Zinsen und hoher Inflation
- 03 RENTEN Fokus auf Notenbanken
- 04 AKTIEN Über den Erwartungen
- 05 ROHSTOFFE Edelmetalle – der Schein trägt
- 06 LIQUIDITÄT Währungshüter im Straffungsmodus
- 06 IMMOBILIEN Stockender Wohnungsbau
- 07 PROGNOSEN Finanzmarktkennzahlen im Überblick
- 08 MARKTAUSBLICK Anlageklassen in Kürze



## Volkswirtschaft: Im Bann steigender Zinsen und hoher Inflation

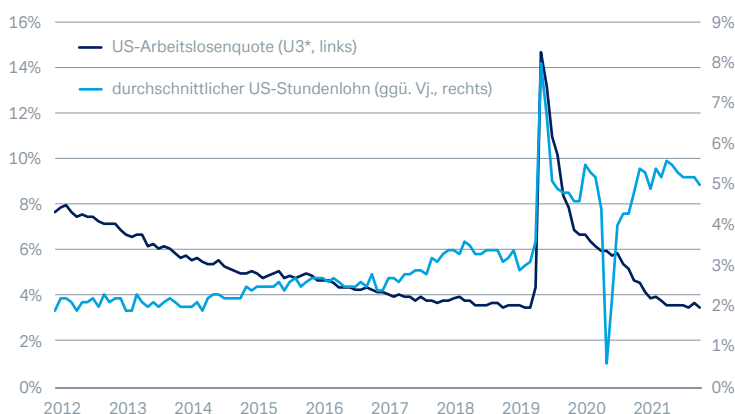
Die US-Notenbank hat unerwartet ihren Zinsausblick angepasst – und Anleger verschreckt. Unterdessen belasten hohe Inflationsraten in Europa und den USA die globale Konjunktur.

Schlechter Start in den November: Die jüngste Erholung an den globalen Aktienmärkten hat im Anschluss an die turnusmäßige Sitzung der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) ein jähes Ende gefunden. Fed-Chef Jerome Powell stellte klar, dass der Leitzins wohl weiter angehoben werden müsste als zunächst gedacht. Besonders zinssensible Aktienindizes wie der NASDAQ-100 setzten ihre Korrektur fort. Infolge des angepassten Zinsausblicks notierte die US-Technologiebörse nahe ihres Jahrestiefstand. Zwar erwarten die Marktteilnehmer aktuell, dass die Fed im Dezember ihre Leitzinsen nur noch um 50 statt erneut um 75 Basispunkte anheben wird, – dies könnte sich allerdings auch schnell wieder ändern: Sollten Daten zum Arbeitsmarkt oder insbesondere die Inflationsrate negativ überraschen, dürfte auch die Wahrscheinlichkeit für einen erneut „außergewöhnlich kräftigen“ Leitzinsschritt wieder steigen.

**Steigende Löhne.** Tatsächlich erweist sich der US-Arbeitsmarkt als sehr widerstandsfähig. So wurden im Oktober außerhalb des Agrarsektors 261.000 neue Stellen geschaffen. Das waren weniger als im September, erwartet worden waren aber nur 200.000. Die Arbeitslosenquote kletterte zwar etwas überraschend von 3,5% auf 3,7%, gleichzeitig beschleunigte sich aber die Lohn-dynamik. Die durchschnittlichen Stundenlöhne legten um 0,4% gegenüber dem Vormonat stärker zu als prognostiziert (0,3%). Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor in den USA gab im Oktober hingegen kräftiger nach als erwartet. Das Stimmungsbarometer signalisiert mit 54,4 Punkten aber

### US-Arbeitsmarkt zeigt sich robust

U3-Arbeitslosenquote\* und Anstieg der Stundenlöhne in den USA ggü. Vj.  
\* U3 umfasst alle Arbeitslosen in Prozent der zivilen Erwerbspersonen (offizielle Quote)



Quelle: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Stand: 26. Oktober 2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.

### IN KÜRZE

- Die Aussicht auf einen höheren US-Ziel-Leitzins als bislang angenommen, hat die Anleger kalt erwischt.
- Die Verbraucherpreis-inflation in Europa und in den USA ist zuletzt höher ausgefallen als erwartet.
- Die Arbeitslosenquote in der Eurozone ist zuletzt gesunken. Der Euro bleibt gegenüber dem US-Dollar schwach.

immer noch eine Ausweitung der wirtschaftlichen Tätigkeit. Der Schwellenwert beträgt 50 Punkte. Wichtiger aber unter Inflationsgesichtspunkten ist die Preiskomponente des Index. Die stieg nach fünf Monaten mit Rückgängen in Folge im Oktober nun um 2,0 auf 70,7 Punkte – ein Indiz dafür, dass vor allem die Kerninflation weiter erhöht bleiben könnte. Im September hatte die Rate mit einem Plus von 6,6% statt der prognostizierten 6,3% ein 40-Jahreshoch erklommen.

**Hohe Inflation.** Noch schwieriger erscheint die Lage in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Dort beschleunigte sich einer ersten Schätzung zufolge die Verbraucherpreis-inflation im Oktober auf den Rekordwert von 10,7%. Auch die Kerninflation rate verzeichnete mit 5% gegenüber dem Vorjahr ein Allzeithoch. Die anschließende Reaktion an den Staatsanleihemärkten war programmiert: Die Renditen zogen wieder moderat an, obwohl zuvor der Rat der Europäischen Zentralbank vorsichtigere Schritte bei den kommenden Zinsentscheidungen angedeutet hatte. Für den weiteren Leitzinspfad dürfte entscheidend sein, ob die Verbraucherpreis-inflation im November gegenüber Vorjahr erneut höher liegt oder ob die Spitze des Preisdrucks inzwischen erreicht wurde.

Unterdessen sank die Arbeitslosenquote in der Eurozone von 6,7% im August auf 6,6% im September. Unter den größeren Mitgliedsstaaten in der Eurozone ging die Arbeitslosigkeit in Frankreich mit rund 60.000 Menschen am stärksten zurück, während sie in Deutschland, Italien und Spanien nahezu unverändert blieb. Spanien verzeichnet weiterhin mit 12,7% eine Arbeitslosenquote, die über dem Niveau anderer EU-Länder liegt. Die Gemeinschaftswährung verlor zuletzt gegenüber der US-Währung wieder an Boden und notierte unterhalb der Marke von 0,98 Euro je US-Dollar. Unter anderem stützte die Aussicht auf einen höher als zuvor erwarteten Ziel-Leitzins in den USA den Greenback.



## Renten: Fokus auf die Geldpolitik

Nach den jüngsten Notenbank-Entscheidungen in Europa und den USA dürften sich Staats- und Unternehmensanleihen vorerst volatil entwickeln. Die Renditen über alle Laufzeiten könnten weiter steigen.

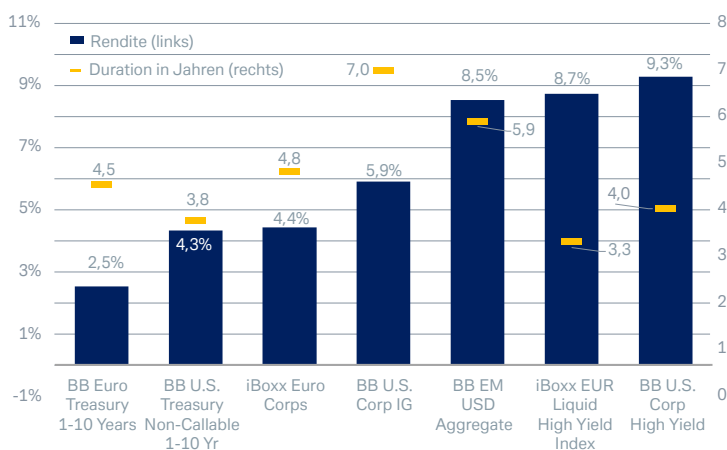
Die Briten bleiben speziell: Während in den USA Jerome Powell, Chef der Notenbank Federal Reserve (Fed), die Märkte davor warnt, das Ausmaß weiterer Leitzinserhöhungen zu unterschätzen, sendet die Bank of England (BoE) die gegenteilige Botschaft aus. Die Währungshüter von der Insel erhöhten zwar wie erwartet ihren Leitzins ebenfalls um 75 Basispunkte auf 3%. Gleichzeitig erklärten sie jedoch ungewöhnlich explizit, dass sie die Markterwartungen zum Ausmaß zukünftiger Erhöhungen für deutlich zu hoch halten. Das ist insofern erstaunlich, weil diese bereits von rund 6% Anfang Oktober auf 4,75% gesunken waren. Zum Vergleich: Zum Zeitpunkt der Fed-Warnung hatten die Märkte einen US-Zielzinssatz von 5% eingepreist.

Die BoE sorgt sich um die Refinanzierung von Immobilienkrediten. Etwa zwei Millionen Haushalte müssen eine Anschlussfinanzierung bis Ende 2023 abschließen, weshalb die Währungshüter offenbar moderatere Zinsschritte erwägen – die aus Sicht der Märkte langfristig höhere Inflationsraten zur Folge haben könnten. Angesichts dieses Szenarios legten die Renditen 30-jähriger Staatsanleihen um rund 20 Basispunkte auf zuletzt rund 3,8% zu.

**Höhere Renditen.** Unterdessen bleibt die US-Notenbank Fed auf Kurs (s.a. Kapitel Liquidität). In ihrem Statement zu den geldpolitischen Entscheidungen Anfang November räumten die Fed-Vertreter aber ein, dass es einige Zeit dauern könnte, bis sich die 2022 beschlossenen Leitzinserhöhungen in der Realwirtschaft niederschlagen. Der Offenmarktausschuss werde diese Verzögerungen berücksichtigen. Die Marktakteure werteten dies als

### Wieder attraktive Renditen im Anleihemarkt

Renditen und Duration in verschiedenen Anleihemarktsegmenten in Prozent



Quelle: Deutsche Bank AG, Refinitiv Datastream; Stand: 26. Oktober 2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.

### IN KÜRZE

- Die Aussicht auf eine moderatere Geldpolitik hat die Kurse britischer Staatsanleihen unter Druck gesetzt.
- Die US-Notenbank hat bei US-Staatspapieren einen Renditeanstieg ausgelöst.
- Bonitätsstarke Unternehmensanleihen aus der Eurozone könnten interessante Perspektiven bieten.

Hinweis darauf, dass die Fed die Zinssätze künftig in kleineren Schritten anheben könnte. Am Geldmarkt wurde in einer ersten Reaktion eine Leitzinserhöhung von nur noch 50 Basispunkten im Dezember eingepreist. Die Renditen der US-Staatsanleihen gaben aber nur kurzzeitig nach. Die Aussicht auf einen höheren finalen Leitzinssatz als bislang erwartet, trieb die US-Renditen über alle Laufzeiten wieder nach oben.

**Bessere Perspektiven.** Im Gegensatz zur Fed-Sitzung werteten die meisten Analysten die der Europäischen Zentralbank (EZB) Ende Oktober als „taubenhaft“. Die deutliche Leitzinserhöhung um 75 Basispunkte wurde rhetorisch entschärft. Außerdem sparten die Währungshüter überraschend das Thema quantitative Straffung aus: Es bleibt vorerst unklar, wann die EZB mit dem Abbau ihrer Bilanz beginnen wird. Viele Marktteilnehmer rechnen nun mit einer Ankündigung Anfang nächsten Jahres und einem Beginn im 2. Quartal 2023. Ungeachtet der Verschiebung belasten die Unsicherheit bezüglich der Ausgestaltung des Straffungsprogramms sowie Rezessionsängste die Aussichten für Euro-Unternehmensanleihen mit guter und sehr guter Bonität (Investment Grade, IG): Der Zinsaufschlag für entsprechende Euro-Unternehmensanleihen gegenüber Bundesanleihen liegt beinahe auf Corona-Niveau.

Damit könnten die Anleger aber zu pessimistisch liegen. Zum einen dürfte die EZB nicht aktiv Unternehmensanleihen verkaufen, sondern nur fällig werdende Beträge nicht vollständig reinvestieren. Die Nachfrage nach IG-Unternehmenspapieren würde nach Einschätzung der Deutschen Bank um rund 25 Milliarden Euro sinken – das sollte aber nicht ausreichen, um den Zinsaufschlag maßgeblich anzutreiben. Außerdem dürfte auch das Angebot an Unternehmensanleihen infolge der gestiegenen Kreditkosten sinken. Sobald die Unsicherheit am Markt nachlässt, könnte bei diesen Papieren eine Kurserholung einsetzen.



## Aktien: Über den Erwartungen

In den USA und Europa ist der Großteil der Berichtssaison zum 3. Quartal 2022 gelaufen. Für die kommenden Quartale könnten die Gewinnprognosen der Analysten zu optimistisch sein.

Globale Rezessionssorgen, hohe Inflationsraten, geopolitische Risiken: Das Auf und Ab an den internationalen Aktienmärkten setzt sich fort. Auch die ausklingende Berichtssaison in den USA und Europa konnte keine richtungsweisenden Impulse geben, sondern bestätigt nach Einschätzung der Deutschen Bank den durchwachsenen Ausblick für Aktien.

**Solide Bilanzen.** Der Großteil der Unternehmen, die im marktbreiten US-Leitindex S&P 500 gelistet sind, haben inzwischen ihre Bilanzen zum 3. Quartal vorgelegt. Demnach lag der Gewinn je Aktie (EPS) insgesamt 4% über den Erwartungen, während der Umsatz um 1,5% positiv überraschte. Der Anteil der Unternehmen, die die Schätzungen übertrafen, lag bei soliden 73% (EPS) und 67% (Umsatz). Wichtig für die Einordnung: Die Analysten hatten ihre Prognosen im Vorfeld der Berichtssaison bereits merklich gesenkt.

Im Vorjahresvergleich sind die berichteten Gewinne vorläufig um durchschnittlich 2,2% gestiegen. Bleibt es dabei, wäre es das fünfte Quartal in Folge mit einer Verlangsamung beim EPS-Wachstum gegenüber dem Vergleichszeitraum im Vorjahr. Neben Energie- und Finanzunternehmen haben insbesondere Vertreter defensiver Sektoren wie Gesundheitswesen, Immobilien und Basiskonsum mit mehr als 5% Gewinnplus positiv überrascht. Der Energiesektor hat erneut überproportional zum aggregierten Gewinnwachstum des S&P 500 beigetragen. Industrie- und Kommunikationskonzerne verfehlten die Erwartungen hingegen deutlich.

Seit Beginn der Berichtssaison haben die Analysten ihre Schätzungen sowohl für das 4. Quartal 2022 als auch für das kommende Jahr gesenkt. Für 2023 erwarten sie nun noch ein Gewinnwachstum von 6,4% gegenüber dem Vorjahr. Doch auch die angepasste Konsensprognose könnte vor dem Hintergrund einer wahrscheinlichen Rezession in den USA noch zu hoch gegriffen sein. Ein Rückgang der US-Wirtschaftsleistung hat in der Vergangenheit im S&P 500 zu einem durchschnittlichen EPS-Minus von 15% geführt.

**Verhaltener Ausblick.** In Europa haben bislang rund 60% der berichtenden STOXX Europe 600-Unternehmen die Erwartungen übertroffen. Auf dieser Basis beträgt die durchschnittliche Gewinnsteigerung vorläufig fast 31%. Neben dem Energiesektor dürften auch Versorger und Industriewerte überdurchschnittlich zum Gewinnwachstum des marktbreiten Index beitragen. Die Sektoren zyklische Konsumgüter, Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen könnten ebenfalls ein hohes Gewinnwachstum

### IN KÜRZE <sup>w</sup>Das Gewinnwachstum im US-Aktienindex S&P 500

dürfte sich das fünfte Quartal in Folge verlangsamen.

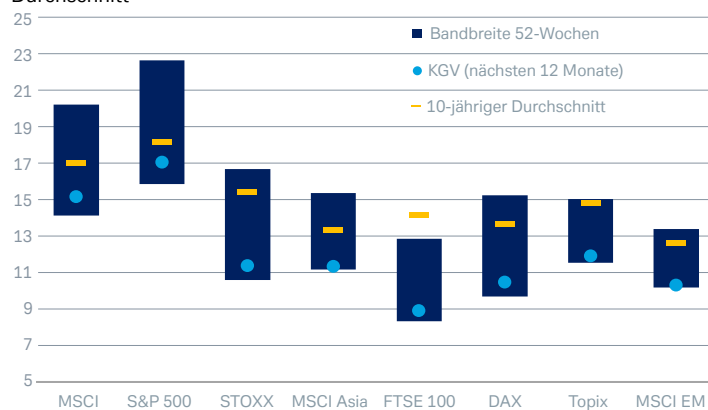
- Die Analysten senken sowohl für US-Aktien als auch für europäische Papiere die Gewinnerwartungen für 2023.
- Eine Rezession in Europa und ein stärkerer Euro könnten zu sinkenden Gewinnen im Index STOXX 600 führen.

aufweisen, während die Gewinne in den Sektoren Finanzwerte und Werkstoffe am stärksten unter Druck stehen.

Die Analysten gehen davon aus, dass das Gewinnwachstum in Europa mit rund 20% im 4. Quartal 2022 robust bleibt, bevor es sich zunächst abschwächt und im 3. Quartal 2023 stagniert. Für das Gesamtjahr wird weiterhin ein Gewinnwachstum erwartet – wie schon in den USA könnten auch in Europa die Annahmen zu optimistisch sein: Eine Rezession in den großen europäischen Volkswirtschaften ist wahrscheinlich. In diesem Szenario ist es kaum vorstellbar, dass die hohen Margen und der robuste EPS aufrecht gehalten werden können. Außerdem könnte die Unterstützung des Gewinnwachstum durch den Euro entfallen, der seinen Abwärtstrend 2023 kaum fortsetzen dürfte. Auch die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe deuten bereits auf negative EPS-Korrekturen in den kommenden Quartalen hin. Ein Rückgang im hohen einstelligen bis niedrigen zweistelligen Prozentbereich erscheint durchaus realistisch.

### Aktienbewertungen unter langfristigem Durchschnitt

KGV (nächsten 12 Monate) – Bandbreite 52 Wochen, aktuell und 10-jähriger Durchschnitt



Quelle: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Stand: Stand: 26. Oktober 2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.



## Rohstoffe: Edelmetalle – der Schein trügt

Der starke US-Dollar und hohe Kapitalmarktinzinsen belasten die Gold- und Silbernotierungen. In vielen anderen Währungen weisen beide Edelmetalle aber eine positive Performance auf.

Sieben Monate in Folge sind die Notierungen für Gold gesunken – und waren dabei erheblichen Schwankungen ausgesetzt. Ende September notierte das Edelmetall bei 1.672 US-Dollar je Feinunze (31,1 Gramm). Um den Monatswechsel herum markierte der Goldpreis mit 1.615 US-Dollar ein 2-Jahres-Tief, erholte sich innerhalb weniger Handelstage um mehr als 100 US-Dollar, um anschließend einen Großteil des Zugewinns wieder abzugeben. Nach einem weiteren Verlaufstief im Anschluss an die US-Notenbanksitzung Anfang November zogen die Notierungen wieder auf rund 1.685 US-Dollar (04.11.) an. Für eine Trendwende ist es aber wohl noch zu früh: Der deutliche Anstieg der Nominal- und Realzinsen sowie die anhaltende Stärke des US-Dollars belasten den Preis des zins- und dividendenlosen Edelmetalls.

Im Vergleich zu anderen Anlageklassen wie Aktien, Anleihen oder auch vielen Rohstoffen ist Gold seit Jahresbeginn zwar ein Outperformer – nicht aber die Krisenabsicherung, die es in der Vergangenheit oft war. Das allerdings gilt vor allem für Anleger aus dem US-Dollarraum. Die Stärke des Greenbacks hat einer Reihe von Währungen mehr zugesetzt als dem Gold: Euro-Anleger verbuchten ein Plus von knapp 5% seit Jahresbeginn. Im britischen Pfund notierte Gold 8,6% und im japanischen Yen 15,6% höher (alle Stand 04.11.2022). Außerhalb den USA hat Gold somit gute Dienste bei der Portfoliodiversifizierung geleistet.

**Mögliche Alternative.** Einen nachhaltigen Anstieg der Notierungen in US-Dollar dürfte das Edelmetall aber vermutlich erst dann verzeichnen, wenn der Anstieg der Realzinsen und die Stärke der US-Währung ein Ende finden. Dies könnte sich 2023 abzeichnen und Erholungspotenzial für den Goldpreis bieten. Anleger sollten die Entwicklung genau im Blick haben.

Ihnen stellt sich dabei die Frage, ob sie direkt in Gold oder in Goldminenaktien investieren sollten. Bei einem mittel- bis langfristigen Anlageinteresse ist zu beachten, dass Goldminenaktien historisch betrachtet den Goldnotierungen meist hinterherlaufen. Auch in einer Wertbetrachtung über fünf oder zehn Jahre schneiden Goldminenaktien oft schlechter ab – auch weil in den vergangenen Jahren die Förderkosten stärker gestiegen sind als der Goldpreis selbst. Viele Minen haben Schwierigkeiten, ausreichend Arbeitnehmer zu finden oder müssen im Zeitverlauf höhere Löhne zahlen. Steigende Strompreise oder Probleme mit der Stromversorgung wie in Südafrika erhöhen die Kosten zusätzlich. Für eine kurzfristige, taktische Position kann eine Anlage in Goldminenaktien jedoch interessant sein. In Phasen, in denen der Goldpreis dynamisch und stark ansteigt – wie zum Beispiel

### IN KÜRZE

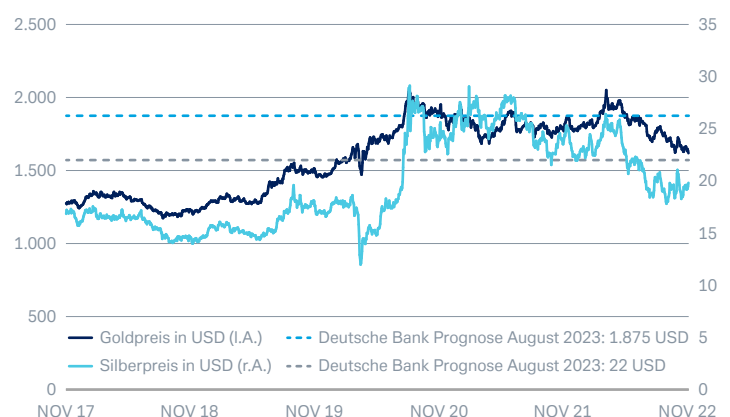
- Der Goldpreis hat sich 2022 besser entwickelt als die Kurse von Anleihen oder Aktien.
- Viele Anleger außerhalb des US-Dollarraums liegen mit ihrem Goldinvestment im Plus seit Jahresbeginn.
- Die Preisperspektive für Silber dürfte wie bei Gold in US-Dollar vorerst begrenzt bleiben.

von Januar bis März 2022 – erzielen Goldminen mit einer fixen Kostenbasis deutlich höhere Nettogewinne.

**Mögliche Erholung.** Die Silberpreise sind fulminant in den Oktober gestartet, konnten aber den Zugewinn von zeitweise mehr als 10% nicht halten. Immerhin notierte der kleine Bruder des Goldes zuletzt wieder über 19 US-Dollar, Anfang September hatte der Silberpreis mit 17,56 US-Dollar noch auf 2-Jahres-Tief gelegen. Gestützt wird der Silberpreis durch den Anstieg der Nachfrage zu industriellen Zwecken, aber auch durch eine sehr robuste physische Nachfrage: Ende August hatte Indien 6.239 Tonnen Silber importiert. Der bisherige Rekord von 7.530 Tonnen für das Gesamtjahr aus 2015 dürfte bald übertroffen werden. Seit Jahresbeginn hat sich Silber in US-Dollar um rund 15% verbilligt. Kurzfristig dürften weitere Kursgewinne limitiert bleiben, da der feste US-Dollar und das hohe Kapitalmarktzinnsniveau auch die Silberpreise vermutlich weiter ausbremsen.

### Gold- und Silberpreis mit Erholungspotenzial

Angaben in USD je Feinunze



Quelle: Bloomberg L.P., Stand: 04.11.2022, Stand der Prognose: 18.08.2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.



## Liquidität: Währungshüter im Straffungsmodus

In der Eurozone und den USA haben die Notenbanken einen weiteren hohen Zinsschritt beschlossen. Eine Pause bei der geldpolitischen Straffung dürfte weiter auf sich warten lassen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat Ende Oktober wie erwartet ihre Leitzinssätze um weitere 75 Basispunkte angehoben. Der Einlagenzins liegt nun bei 1,5%, der Hauptfinanzierungszinssatz bei 2%. EZB-Präsidentin Christine Lagarde kündigte weitere Zinsschritte an – ohne sich dabei aber auf Zeitpunkt und Höhe festlegen zu lassen. Entscheidend sei die Entwicklung von Inflation und Wirtschaftswachstum.

Außerdem beschlossen die Währungshüter die Bedingungen für ihr Kreditprogramm „Targeted longer-term refinancing operations“ Ende November anzupassen. TLTROs ermöglichen Banken, Kredite langfristig günstig aufzunehmen. Das Programm wurde auch in der Corona-Pandemie genutzt, um die Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu unterstützen. Diese Stimulierung ist angesichts der hohen Inflation nicht mehr erwünscht. Keine Hinweise gab die EZB zu möglichen Änderungen am „Asset Purchase Programme“ (APP), über das sie Staats- und Unternehmensanleihen ankauft. Einige Beobachter hatten das erwartet.

### IN KÜRZE

- Fed und EZB haben in ihrem vorletzten Zinsentscheid 2022 die Leitzinsen um 75 Basispunkte raufgesetzt.
- Die hartnäckig hohen Inflationsraten verhindern aktuell einen moderateren Kurs der Notenbanken.

**Höhere Zinsen.** Keine Überraschung war Anfang November die erneut „außergewöhnlich kräftige“ Leitzinserhöhung der US-Notenbank Federal Reserve. Die Fed setzte zum vierten Mal in Folge den Korridor um 75 Basispunkte auf 3,75 bis 4,00% rauf. Notenbank-Chef Jerome Powell betonte, dass es noch zu früh für eine Pause bei den Zinserhöhungen sei. Die Fed werde aber kumulative Effekte und Wirkungsverzögerungen der Zinspolitik bei ihren künftigen Entscheidungen berücksichtigen.

## Immobilien: Stockender Wohnungsbau

Die Finanzierungsbedingungen am deutschen Immobilienmarkt haben sich verschlechtert. Das hat Auswirkungen sowohl auf die Angebots- als auch auf die Nachfrageseite.

Die Entwicklung am deutschen Immobilienmarkt wird aktuell maßgeblich von einem starken Zinsanstieg geprägt. Hypothekendarlehen mit 5- bis 10-jähriger Bindung verteuerten sich von rund 1,2% im Dezember 2021 auf 2,7% im August. Die Deutsche Bank hat ihre Prognosen nun nach oben korrigiert. Demnach verteuern sich die Immobilienkredite im laufenden Jahr bis auf 2,9% und bis Ende 2023 auf 3,2%.

### IN KÜRZE

- Die Hypothekenzinsen in Deutschland sind spürbar gestiegen. Der Trend könnte sich fortsetzen.
- Das Angebot an Wohnraum hält weiterhin nicht mit der zunehmenden Nachfrage Schritt.

**Durchwachsene Aussichten.** Der Zinsschock dürfte das ohnehin knappe Angebot an Wohnimmobilien weiter belasten. Statt der von der Bundesregierung anvisierten 400.000 neuen Wohnungen jährlich, dürften 2022 weniger als 280.000 und 2023 sogar nur 246.000 Einheiten fertiggestellt werden. Langwierige Genehmigungsverfahren, Fachkräftemangel und höhere Materialkosten verzögern und verteuern den Bau von Immobilien, gleichzeitig verschlechtern sich die Finanzierungsbedingungen. Der sogenannte Erschwinglichkeitsindex (2005=100), der Immobilienpreise, Zinsniveau und verfügbares Einkommen zu einer

Kennzahl zusammenfasst, hat sich seit Jahresbeginn mehr als verdoppelt. Der Index, der darüber Auskunft gibt, wie erschwinglich der Immobilienerwerb für einen durchschnittlichen Haushalt ist, könnte im 4. Quartal auf 80,9 Punkte klettern, obwohl die Preise für Wohnimmobilien wohl seit Ende des 2. Quartal 2022 rückläufig sind. Projektionen zeigen, dass 2030 hierzulande rund 86 Millionen Menschen leben könnten. Das bedeutet gegenüber 2011 einen Anstieg um mehr als 5 Millionen Personen – mit vielfältigen Implikationen auch für die Wohnraumnachfrage.



Es sind die Entscheidungen der wichtigsten Notenbanken, die aktuell wesentlicher Taktgeber für die globalen Finanzmärkte sind. Die Währungshüter in den USA und Europa setzen aktuell mit außergewöhnlich kräftigen Leitzinserhöhungen ihren konsequenten Kampf gegen die Inflation fort – und nehmen dafür auch eine mögliche Rezession in Kauf. Die Preissteigerungsraten halten sich hartnäckig auf hohem Niveau, könnten aber in den kommenden Monaten zunächst in den USA und dann auch in Europa an Dynamik verlieren. Vorerst spricht aber einiges für weiter steigende Anleiherenditen, die im Zusammenspiel mit einem starken US-Dollar dem Goldkurs zusetzen. An den Aktienmärkten müssen Anleger weiter mit Kursschwankungen rechnen, eine nachhaltige Trendwende ist vorerst nicht in Sicht.

## BIP-Wachstum

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

## Inflation (CPI)

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

## Geldpolitik

Leitzinssätze in %	Aktueller Wert	12 Monate
Euroland (Einlagenzins)	1,50	2,00
UK	3,00	2,50
USA	4,00	3,75
Japan	0,00	0,00

## Währungen

	Aktueller Wert	12 Monate
EUR/USD	0,98	1,05
EUR/GBP	0,87	0,88
EUR/JPY	144,52	137,00
EUR/CHF	0,99	1,00
EUR/NOK	10,26	9,50

## Marktzinsen

10J-Bonds in %	Aktueller Wert	12 Monate
Deutschland	2,22	1,75
Italien	4,37	3,95
Spanien	3,28	2,85
USA	4,12	3,25
UK	3,48	2,25
Japan	0,26	0,20

## Aktien

Indizes	Aktueller Wert	12 Monate
USA (S&P 500 in USD)	3.720	4.200
Europa (Stoxx Europe 600)	414	445
Euroland (Euro Stoxx 50)	3.638	3.750
Deutschland (DAX)	13.278	14.400
Japan (MSCI Japan in JPY)	1.188	1.250
Emerging Markets (MSCI in USD)	861	1.030
EM-Asien (MSCI in USD)	446	555
Lateinamerika (MSCI in USD)	2.306	2.200
China (MSCI in HKD)	50	70
Indien (MSCI in INR)	2.088	2.200

## Rohstoffe

in USD	Aktueller Wert	12 Monate
Rohöl (Brent)	96,89	100,00
Gold	1.650,94	1.875,00
Silber	19,87	22,00

Quellen: Aktuelle Werte: Bloomberg LP, Stand: 04.11.2022; Prognosen: Deutsche Bank AG, Stand: 18.08.2022 – Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist.



## Liquidität



Im Umfeld einer hohen Verbraucherpreisinflation hat die Europäische Zentralbank (EZB) im Oktober die Leitzinsen um 75 Basispunkte angehoben. Der Höhepunkt des Preisanstiegs in Europa könnte Anfang 2023 erreicht werden – und damit voraussichtlich später als in den USA. In diesem Szenario könnte die US-Notenbank Fed deutlich vor der EZB ihren Zinsanhebungszyklus beenden. Liquiditätspositionen erscheinen im aktuellen Marktumfeld weiterhin nur im Hinblick auf mögliche Kurskorrekturen interessant.

## Renten



Die anhaltend hohen Inflationsraten treiben die Renditen von Staatsanleihen mit guter Bonität trotz der aktuell trüben Wachstumsaussichten nach oben. In den kommenden Monaten könnte sich in den USA zwar die Inflation abschwächen und die Notenbank Fed mit weiteren Zinsschritten zurückhalten – bis dahin aber dürfte der Anleihemarkt volatil bleiben. Das gilt auch für Europa. Hier könnte die Europäische Zentralbank mit weiteren Leitzinsanhebungen und einer möglichen quantitativen Straffung ihrer Geldpolitik für zusätzliche Bewegung an den Märkten sorgen. Daher ist in den kommenden Monaten auch bei europäischen Staatsanleihen mit Schwankungen zu rechnen.

## Rohstoffe



Steigende Zinsen und eine starke US-Währung belasten aktuell den Goldpreis. Mittelfristig könnten eine Abwertung des US-Dollar gegenüber anderen Währungsräumen, in denen die Leitzinsen zum US-Niveau aufschließen, den Goldpreis jedoch stützen. Die Öl-Preise könnten sich im Zuge einer möglichen Verbesserung des wirtschaftlichen Ausblicks in den kommenden Monaten von ihrem jetzigen Niveau nach oben bewegen. Darüber hinaus dürften die Förderländer mit ihrer Mengensteuerung weiterhin versuchen, die Notierungen zu stützen.

## Immobilien



Steigende Finanzierungskosten lasten aktuell auf den ohnehin geringen Immobilienrenditen. US-Immobilien sind einem hohen Zinsdruck ausgesetzt. Der Gesamtmarkt profitiert aber von gut performenden Industrie- und Wohnimmobilien. Begünstigt durch den Strukturwandel sollten insbesondere Logistikimmobilien in guter Lage gefragt bleiben. Im aktuellen inflationären Umfeld und auch im Falle einer Rezession könnten Immobilien Stabilität ins Portfolio bringen und als Inflationsschutz dienen.

## Aktien



Die Berichtssaison galt im Vorfeld wegen womöglich zu optimistischer Gewinnschätzungen der Analysten als potenzieller Auslöser für weitere Kurskorrekturen. Zwar haben Finanzunternehmen besser berichtet als erwartet. Die enttäuschenden Ergebnisse einiger großer Tech-Unternehmen haben die Märkte aber belastet. Kurspotenziale könnten sich dann ergeben, wenn die sich abzeichnende und bereits eingepreiste Rezession einen milderen Verlauf nimmt. Insbesondere in Europa könnte sich die Konjunktur mithilfe staatlicher Programme im Frühjahr 2023 spürbar aufhellen. Kursrücksetzer im Schlussquartal 2022 wären in diesem Szenario mögliche Einstiegsmöglichkeiten für risikobewusste Anleger.

*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: 01.11.2022. Detailinformationen zu einzelnen Anlageklassen sowie deren Chancen und Risiken gibt Ihnen gerne Ihr Berater.

UNINTERESSANT



INTERESSANT



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





---

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

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

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

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

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

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

© Deutsche Bank AG 2022 • Redaktionsschluss: 04.11.2022, 18 Uhr. Autor: Dr. Ulrich Stephan, Chief Investment Officer Private Bank Germany