

Der Nebel verzieht sich nur sehr langsam

Wir erwarten kein schlechtes Anlagejahr. Doch die alles entscheidende Zins- und Inflationsentwicklung könnte weiter für Überraschungen sorgen.

“ Wir erwarten ein moderates Jahr, konjunkturell und an den Finanzmärkten. Schon ohne Eintritt einer der großen Risiken. Doch es gibt auch „Risikopotenzial“ nach oben. Ich bin immer noch überrascht über die Anpassungsfähigkeit der Unternehmen im schweren Jahr 2022. ”



Björn Jesch
Global Chief Investment Officer

Gut möglich, dass wir in zwölf Monaten froh sind, wenn sich unsere jüngsten Renditeprognosen bewahrheiten. Und das, obwohl sie ohnehin recht vorsichtig sind. Bei Aktien speist sich das niedrig einstellige Renditepotential fast ausschließlich aus den erwarteten Dividendenauszahlungen. Und bei Anleihen winkt zwar mehr als in manchem Vorjahr, allerdings drücken mögliche weitere Erhöhungen der Leitzinsen oder der Risikoprämien auf das Renditepotential. Diese Prognosen basieren auf unserem Kernszenario. Doch die Basis für die Prognosen ist unzuverlässiger, als es die recht soliden Kapitalmärkte suggerieren würden. Wie wackelig derzeit das makro-ökonomische Fundament ist, haben die ersten beiden Monate des Jahres eindrücklich gezeigt. Im Januar dachten die Anleger, fast nur Positives zu sehen. Etwa eine stärker als erwartete Konjunktur in den USA begleichzeitig zurückgehenden Inflationsorgen. Schon im Februar wendete sich das Blatt, auch weil einige der publizierten Wirtschaftszahlen nach unten revidiert wurden. Was daran erinnern sollte, wie stark einige Zahlenreihen durch die Covid-Episode durcheinandergeraten sind. Sie könnten noch einige Quartale falsche Signale senden. Jedenfalls machte das hässliche Wort Stagflation schnell die Runde, auch wenn wir derzeit wenig davon halten. Um nur ein Beispiel zu nennen, wie schnell sich Marktmeinungen geändert haben: Seit Anfang Februar sind die Inflationserwartungen¹

in den USA um über einen ganzen Prozentpunkt auf jetzt 3,4 Prozent gestiegen.

Für weiteres Überraschungspotenzial beim Thema Inflation und (Zentralbank-) Zinsen spricht unseres Erachtens: 1) Inflationszahlen auf heutigem Niveau gab es zuletzt in den 1980ern². 2) Trotz einer restriktiveren Geldpolitik bleiben die Arbeitsmärkte stark. Und die Finanzierungskonditionen unterstützend. Und richtiger Stress an den Finanzmärkten bleibt aus. Trotz höherer Zinsen und Inflationsraten bleiben die Verbraucher vor allem in den USA in erstaunlicher kauffreudig³. 3) Geldpolitik wirkt mit einem Zeitverzug von mehreren Quartalen, was ein Überreagieren der Zentralbanken fördern könnte. Zu diesen Problemen reiht sich noch eine schwer prognostizierbare Reaktion der Kapitalmärkte: wie lange würde der Markt eine lockere Geldpolitik feiern, bevor er sich über die Gefahr einer verschleppten Inflationsbekämpfung sorgen würde?⁴ Andersherum wird es noch komplizierter: wie lange würde der Schrecken an den Märkten über eine kurzfristig striktere Geldpolitik anhalten, wenn damit auch die Überzeugung steigen würde, die Inflation bis 2024 weitgehend unter Kontrolle zu haben? Und würde diese Entspanntheit dann nicht wieder die Zentralbankbemühungen konterkarieren (siehe Punkt 2b oben)?

¹ Auf 2-Jahre Sicht, gemessen an inflationsindexierten US-Treasuries.

² Hier anhand der USA gemessen, deren Staatsverschuldungsquote 1980 mit 40 Prozent ein Drittel des heutigen Wertes betrug.

³ Auch wenn sich hier erste Risse zeigen.

⁴ Dies entspricht in etwa dem nun öfter zitierten „no landing“ Szenario, bei dem es zu keiner richtigen Rezession kommt, die Inflation aber dieses Jahr dennoch deutlich nachlässt.

Ich räume diesen Überlegungen so viel Platz ein, um zu verdeutlichen, dass nicht nur die Zentralbanken, sondern auch die Anleger sich in diesem Umfeld von einem zum nächsten makroökonomischen Datenpunkt hangeln müssen – „data dependent“, wie es die Zentralbanker nennen. Das Prognosegerüst, das letztlich verabschiedet wurde, sieht folgendermaßen aus:

- Wachstum/Rezession: Im Allgemeinen haben sich die Volkswirtschaften besser entwickelt als befürchtet, sind aber in absoluten Zahlen immer noch schwach. Für die USA erwarten wir weiterhin eine leichte Rezession im Laufe des Jahres, die Eurozone dürfte dem knapp entkommen. Die anschließende Erholung bleibt moderat (1,1 Prozent für 2024 für beide Regionen). In China hingegen erwarten wir mehr als fünf Prozent BIP-Wachstum für 2023 und 2024.
- Inflation und Zentralbanken: Wir denken, dass die Zentralbanken fast alles tun werden, um die Inflation wieder in den Griff zu bekommen⁵. Bis Ende 2024 sehen wir Inflationsraten von unter drei Prozent für die Eurozone und die USA, auch wenn der Rückgang der Kerninflation derzeit schleppender als erhofft verläuft. Allerdings sehen wir in einigen Bereichen (Kreditnachfrage der Unternehmen und der Hausbauer, Zeitarbeit, M1-Geldmangenzwachstum) auch erste durch die bisherigen Zinserhöhungen verursachten Bremsspuren. Wir erwarten, dass die Fed-Funds bei 5,5 Prozent, und der EZB-Einlagensatz bei vier Prozent ihren Höchststand erreichen werden und das noch im zweiten Quartal. Von der Bank of Japan erwarten wir ein allmähliches Ende der Renditekurvensteuerung, gefolgt von zwei kleinen, symbolischen Zinserhöhungen.
- Festverzinsliche Wertpapiere: Wir denken, dass die Staatsanleiherenditen ihren Höhepunkt noch nicht erreicht haben und sehen auf zwölf Monate 10-jährige Treasuries bei 4,3 Prozent und 10-jährige Bundesanleihen bei 2,9 Prozent. Nur bei 2-jährigen Treasuries sehen wir rückläufige Renditen (Ziel: 4,4 Prozent), weswegen wir diese positiv sehen. Bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen kann es zwar zu einer Ausweitung der Risikoprämie kommen, doch bieten die hohen laufenden Renditen einigen Risikopuffer, insbesondere auf Basis guter Unternehmensbilanzen. Wir erwarten eine leichte Aufwertung von Euro und Yen gegenüber dem Dollar.
- Aktien: Angesichts hoher Zinsen, stagnierender Gewinne, aber immer noch hoher Gewinnspannen in den Industrieländern sehen wir wenig Aufwärtspotenzial für globale Aktien. Unsere Zielmarken auf zwölf Monate lauten 4,100 für den S&P 500; 16,300 für den Dax und 480 für den Stoxx 600. Eine überdurchschnittliche Entwicklung trauen wir europäischen Nebenwerten, Asien und dem Kommunikationssektor zu.
- Alternativen: Wir gehen davon aus, dass Brent-Öl in 12 Monaten bei 100 USD pro Barrel und Gold bei 1940 USD je Feinunze gehandelt wird.

⁵ Insbesondere solange die Arbeitsmärkte so robust bleiben.

GLOSSAR

Bank of Japan (BoJ) – Japans Zentralbank

Barrel – Allgemein im Handel genutzte Einheit, um die Menge an Erdöl zu bestimmen. Ein Barrel entspricht ungefähr 159 Litern

Bruttoinlandsprodukt (BIP) – Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden

Dax – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der sich aus den 40 wichtigsten notierten Unternehmen Deutschlands zusammensetzt; im Gegensatz zu den meisten anderen Indizes ist der Dax ein Performanceindex, der Dividendenzahlungen beinhaltet

Europäische Zentralbank (EZB) – Zentralbank der Eurozone

Eurozone – Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Kerninflation – Volkswirtschaftliches Konzept zur Messung der Inflation, das die Preisänderungen bestimmter Güter nicht berücksichtigt

M1 – Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 umfasst Bargeld, sowie Einlagen, die jederzeit in Bargeld umgewandelt werden können

Rezession – Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

Risikoprämie / Risikoaufschlag – Erwartete Rendite einer Anlage minus risikofreiem Zins

S&P 500 – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden börsennotierten Unternehmen der USA abbildet

Stagflation – Kombination der Wörter „Stagnation“ und „Inflation“, welche eine Wirtschaft beschreibt, in der eine hohe Inflation auf ein stagnierendes Wirtschaftswachstum trifft.

Stoxx Europe 600 – Aktienindex europäischer Unternehmen aus dem Large-, Mid- und Small-Cap-Segment

US Federal Reserve (Fed) – Zentralbank der USA

US Treasuries – US-amerikanische Staatsanleihen

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH 2023

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

094945_1 (03/2023)