

DJE-MARKTAUSBLICK MÄRZ 2023



DJE Kapital AG



ZINSEN BLEIBEN LÄNGER HÖHER

NACH EINER DIFFERENZIIERTEN ANALYSE DER INFLATION UND IHRER EINFLUSSFAKTOREN RECHNEN WIR MIT EINER BIS AUF WEITERES ANHALTEND HOHEN KERNINFLATION UND ZINSEN AUF EINEM NIVEAU, DAS ÜBER LÄNGERE ZEIT HÖHER BLEIBEN DÜRFTE. DIE SEKTOREN BANKEN UND VERSICHERUNGEN KÖNNTEN DAVON PROFITIEREN.

Vom Analystenteam der DJE Kapital AG

Nach wie vor bestimmen die **Inflationsentwicklung und die Notenbankpolitik** die Börsen. Mit Blick auf die kommenden Monate dürfte die Gesamtinflation in den USA und in Europa weiter sinken. Die Kernraten (d.h. ohne Nahrungsmittel und Energie) zeigen aber deutlich weniger Beruhigung, und die **zugrundeliegende Kerninflation** bleibt hoch. Der Druck auf die Kerninflationen dürfte auch 2024 unter anderem aufgrund höherer Lohnabschlüsse anhalten. Die **Zinsen werden damit voraussichtlich länger auf einem hohen Niveau bleiben müssen.**

Bisher zeigt sich die US-Wirtschaft sehr resilient, vor allem aufgrund des sehr starken Arbeitsmarkts. Trotz der monetären Bremsung der US-Notenbank (Fed) haben sich die Börsen 2023 bislang gut entwickelt. Aus monetärer Sicht kam die globale Liquidität durch die expansive Politik der japanischen Notenbank bisher nicht so stark unter Druck. Dieser bisherige Rückenwind könnte aber ab Mai nachlassen. **Demzufolge könnte das 1. Halbjahr 2023 an den Börsen besser ausfallen als die zweite Jahreshälfte. Zinsen und Bewertungen werden damit 2023 wichtig sein, demzufolge könnten sich die Börsen in Europa und den Schwellenländern besser entwickeln als in den USA.** Europa könnte zumindest 2023 auch ein besseres Wirtschaftswachstum zeigen. Value-Titel bzw. günstig bewertete Aktien bspw. aus dem Banken- und Versicherungssektor (s. auch Fokusthema unten) bleiben vorerst interessant, genauso wie ausgewählte attraktiv verzinste Anleihen.

DIE AUTOREN

Das Analystenteam von DJE beobachtet und bewertet die Märkte laufend anhand der hauseigenen FMM-Methode nach fundamentalen, monetären und markttechnischen Kriterien. Einmal im Monat fassen sie ihre Ergebnisse zusammen.

Fundamental

- **2023 Europa mit stärkerem Wachstum als die USA**
- **Verzögerte Wirkung der Geldpolitik kann 2024 stärker belasten als 2023**
- **Interesse asiatischer Investoren an Europa nimmt zu**
- **Stärkere Lokalisierung multinationaler Unternehmen wahrscheinlich**
- **Zinserhöhungen führen wegen strukturellen Fachkräftemangels nicht zwingend zu höherer Arbeitslosigkeit**

Konjunkturell sieht es für Europa und Deutschland etwas besser aus als noch Ende 2022: Aufgrund des bisher sehr warmen Winters hat sich die Situation an den Gas- und Strommärkten entspannt. Die Auftragslage für die europäische Industrie sollte sich etwas bessern, denn die Lagerbestände sind bei vielen Kunden sehr tief.

2023 dürfte auch das Wirtschaftswachstum in der Eurozone über dem Wachstum in den USA liegen, was ein kurzfristiger Vorteil für Europa ist. Mittel- bis längerfristig sollten die USA aber stärker wachsen als Europa, denn Europa hat unverändert ein strukturelles Wachstumsproblem, das nach 2023 wieder zum Tragen kommen dürfte. Es wird wohl auch 2023/24 nicht viel unternommen, um das Wachstum in Europa zu beschleunigen.

Aus fundamentaler Sicht (Gewinnentwicklung) sollten europäische Unternehmen, die in der Regel günstiger als ihre US-Peers sind, 2023 einen kurzfristigen Vorteil haben. Mit Blick auf 2024 erscheinen uns viele aktuelle Wachstumsprognosen zu optimistisch: In den aktuellen Prognosen sind die Verzögerungen aus der restriktiven Geldpolitik (ein Zinsschritt wirkt sich in der Regel erst mit einer Verzögerung von bis zu einem halben Jahr aus) noch nicht eingepreist. Aufgrund dieser Timelags, die die Wirkung der Geldpolitik verzögern, könnte **das globale Wachstum 2024 generell schlechter ausfallen als 2023.**

Das **Interesse asiatischer Investoren**, mehr in Europa zu investieren, nimmt zu und stützt damit auch den Euro. Der Staatsfonds von Singapur, Temasek, sucht beispielsweise gezielt nach Investitionen in Unternehmen, die von den Bemühungen Europas profitieren, energieunabhängiger zu werden. Singapur bleibt auch in Bezug auf die erwartete wirtschaftliche Entwicklung eine aussichtsreiche Region in Asien. Die **schnelle Öffnung Chinas ist positiv** für das chinesische sowie für das asiatische Wachstum, wirkt aber auch inflationär.

Mittel- bis längerfristig bleibt es für Unternehmen in Deutschland und Europa aber weiter schwierig. Vor allem Mittelständler dürften es schwer haben. Große, multinationale Unternehmen werden ihre **Ressourcenallokation vermutlich noch stärker lokalisieren**, d.h. vermehrt direkt in den wichtigsten Absatzregionen (USA/Asien) investieren. Bei Meetings/Konferenzen zeigen sich Unternehmen mit hohem US-Geschäft zuversichtlich (bzw. sind froh viel US-Geschäft zu haben), da die Auftragseingänge in den USA strukturell besser sind.

Im Vergleich zu anderen Zyklen könnte der Arbeitsmarkt in den USA länger angespannt bleiben als erwartet. **Der Arbeitsmarkt in den USA (in Europa ähnliche Situation) könnte in diesem Zyklus der große Unterschied sein:** Trotz der massiven Bremspolitik der Fed steigt die Arbeitslosenquote voraussichtlich nur gering an, da es in sehr vielen Sektoren ein strukturelles Arbeitskräftedefizit gibt. Viele Arbeitnehmer haben sich ferner zu sehr an Home-Office gewöhnt und stehen nur noch eingeschränkt zur Verfügung, in die Firma zu kommen – man spricht auch von einer Arbeitslosenquote adjustiert um „Working from home“ (WFH) von nur um die 2% in den USA. **Die Preis-/Lohnverhandlungsmacht von entsprechend qualifizierten Arbeitnehmern ist hoch.**

Monetär

- **Kerninflation dürfte weniger stark fallen als Gesamtinflation**
- **Zentralbanken könnten höheres Zinsniveau stabilisieren**
- **EZB mit zu optimistischer Inflationsprognose**
- **Kein monetärer Rückenwind für die Börsen**
- **Anleihen insgesamt weiter negativ, aber ausgewählte hochwertige Anleihen mit attraktiver Verzinsung**

Die Gesamtinflation sollte in den USA auch in den kommenden Monaten zurückgehen. Auch in der Eurozone dürfte die Gesamtinflation wegen der sinkenden Energiepreise zunächst fallen.

Verbesserungen bzw. Rückgänge der Inflationsrate nehmen den Druck von den Zentralbanken, weiterhin große Zinsschritte zu machen. Allerdings dürfte die Kerninflation aber weniger stark fallen als die Gesamtinflation. Inflationskomponenten wie Mieten oder auch Dienstleistungen dürften nicht so schnell zurückkommen. Unterscheidet man zwischen Gütern und Dienstleistungen, so ist festzustellen, dass die Inflation der Güterpreise sinkt. **Die Service-Inflation dagegen steigt.** Und diese ist eine viel größere Gefahr für das Erreichen des Inflationsziels.

Zum Ende des Zinserhöhungszyklus rechnen die Marktteilnehmer in den USA eine Spanne des Leitzinssatzes von 5,25% bis 5,50%. Die Fed könnte aber gezwungen sein, noch weiter zu gehen, auch wegen der anhaltend starken Arbeitsmarktberichte. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell sagte dazu, dass noch ein langer Weg vor uns liege, um die Inflation abzukühlen („There is a significant way ahead to cool down inflation“). Unter den stimmberechtigten Fed-Mitgliedern scheint es einigen **Dissens** zu geben (gleiches gilt wohl auch für die EZB): manche Mitglieder hätten auch bei der letzten Sitzung gerne 50 bps gesehen. Ein Fed-Gouverneur glaubt auch, dass man 2024/25 über 5,5% liegen wird. Generell kann man sagen, dass eine so **große Streuung hinsichtlich der Zinserwartungen 2023/24/25** historisch ungewöhnlich ist.

Zugleich steht das Komitee der stimmberechtigten Fed-Mitglieder auch vor einer Neubesetzung bzw. einige Personalien ändern sich. Es gibt noch keine Erfahrungswerte darüber, wie die neuen Mitglieder abstimmen werden. Möglich ist, dass sie tendenziell

eher auf der Seite der Falken stehen: Die Inflation soll ja nicht gleich zu ihrem Problem werden. **Insgesamt ist es nicht angebracht, hinsichtlich schneller Zinssenkungen allzu optimistisch zu sein.**

Fed und auch EZB werden voraussichtlich erstmal versuchen die Zinsen auf einem höheren Niveau zu stabilisieren, bevor über Zinssenkungsschritte nachgedacht wird.

In Europa wiederum erscheinen die Prognosen der Europäischen Zentralbank hinsichtlich der Inflationsentwicklung 2023 bis 2025 **zu optimistisch**: Bis Ende 2024 wieder Preisstabilität zu erreichen ist unwahrscheinlich.

Aus monetärer Sicht kam die globale Liquidität durch die expansive Politik der japanischen Notenbank bisher nicht so stark unter Druck wie befürchtet. Denkbar ist aber, dass der neue Gouverneur der Bank of Japan viel stärker mit Amerikanern und Europäern kooperieren wird und damit **die BOJ deutlich weniger expansiv agieren wird.**

In der zweiten Jahreshälfte könnte es zu einer erneuten Marktkorrektur kommen. Die Gründe dafür liegen im laufenden Prozess des Quantitative Tightening, in möglicherweise ausbleibenden Zinssenkungen bzw. in Zinsen, die höher sind als erwartet. Aus monetärer Sicht ist für die Börsen in USA/Europa daher **kein Rückenwind** zu erwarten.

Historisch war die Entwicklung der Geldmenge immer der beste Börseneinflussfaktor: **Die US-Geldmenge M1 wächst aktuell nicht mehr, und die US-Überschuss-Liquidität ist negativ**, d.h. es ist derzeit zu wenig überschüssiges Geld für Aktieninvestitionen im Wirtschaftskreislauf.

Für Anleihen bleibt das Sentiment negativ. Aber wir sehen Chancen, denn es sind weiterhin **top eingestufte Anleihen (Bsp.: AA oder A) mit attraktiver Verzinsung zu finden.**

USD/EUR

- **Euro profitiert von Kapitalflüssen in den Euroraum**
- **US-Dollar mittelfristig stärker**

Der Euro könnte zunächst noch weitere Unterstützung erfahren, u. a. durch bessere Wachstumsaussichten in der Eurozone 2023 und wieder zunehmende Kapitalflüsse/Investitionen in den Euroraum. Mittelfristig gehen wir aber unverändert von einer USD-Stärke aus: Die USA haben mittelfristig ein besseres strukturelles Wachstum, sind weitgehend energieautark, technologisch in vielen Bereichen führend, deutlich weniger bürokratisch und haben den stärksten und tiefsten Kapitalmarkt.

FOKUSTHEMA: BANKEN UND VERSICHERUNGEN

Banken

Die deutlich gestiegenen Leitzinsen im EUR und USD unterstützen den Investmentcase der Banken in das Jahr 2023 hinein. Der Faktor des Deposit-Betas wird jedoch in den kommenden Quartalen zunehmend an Bedeutung gewinnen und das Tempo des Gewinnanstiegs bremsen. Kostensteigerungen im Rahmen des inflationären Umfelds werden den Sektor ebenfalls nachlaufend treffen. Positives Überraschungspotenzial besteht in einem sich positiv entwickelnden Kreditzyklus, der länger als erwartet anhält. Dieser beruht auf der einen Seite darauf, dass sich Verbraucherinnen und Verbraucher noch immer in einer sehr guten Verfassung befinden und kaum Arbeitslosigkeit fürchten müssen. Auf der anderen Seite haben viele Unternehmen die Niedrigzinsphase genutzt, um ihre Finanzierungsstruktur deutlich zu verlängern, so dass der Zinsdruck der gestiegenen Zinsen sich erst über einen deutlich längeren Zeitraum entfalten wird und kurzfristig stärkere Ausfälle kaum zu erwarten sind. Die Bilanzstruktur des Sektors ist zudem so solide wie vermutlich in keinem Abschwung zuvor, was **signifikanten Shareholder-Return in den kommenden Jahren möglich machen wird.**

Versicherungen

Der Versicherungssektor profitiert von dem Anstieg des Zinsniveaus erst mit signifikanter Verzögerung, bedingt durch die Duration der Kapitalanlageportfolios von 4 bis 5 Jahren in der Schadenversicherung und ca. 10 Jahren in der Lebensversicherung. Vor allem die Schadenversicherung (Erst- und Rückversicherung) hat damit in den kommenden Jahren das Potenzial, von den gestiegenen Zinssätzen zu profitieren. Nach den starken Schadenjahren in der jüngeren Vergangenheit können sowohl in der Erst- wie auch in der Rückversicherung weiter signifikante Preissteigerungen durchgesetzt werden, und das auch in Segmenten, in denen die Inflation bereits ihr Hoch überschritten haben sollte (Auto und Bau, bedingt durch Lieferprobleme im vergangenen Jahr). Ergänzend kommt in der Rückversicherung noch hinzu, dass das Risikokapital als preisstützender Faktor nur noch in deutlich verringertem Umfang zur Verfügung steht. Der Shareholder-Return über die Dividenden ist bei den Versicherungen ähnlich attraktiv wie im Bankensektor, wenn auch nicht ganz auf dem gleichen Niveau – dafür sollte der **positive Effekt steigender Zinsen über einen längeren Zeitraum positiv zum Ergebnis beitragen.**

Hinweis: Marketing-Anzeige – Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen geben die aktuelle Einschätzung der DJE Kapital AG wieder. Diese können sich jederzeit, ohne vorherige Ankündigung, ändern. Alle getroffenen Angaben sind mit Sorgfalt entsprechend dem Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung gemacht worden. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr und keine Haftung übernommen werden.