



# Es gibt wieder Zinsen



Liebe Anlegerinnen  
und Anleger,

mit der Zeit hatten wir uns daran gewöhnt, dass es keine Zinsen mehr gab. Diejenigen, die Schulden aufgenommen hatten, profitierten sogar davon. Wer Geld zum Anlegen hatte, resignierte oder wagte mehr Risiko, um eine einigermaßen vernünftige Rendite für das Ersparte zu erzielen.

Jetzt hat uns das Jahr 2022 in kürzester Zeit zurück katapultiert in eine Welt mit deutlich höheren Zinsen. Und das wird sich so schnell nicht mehr ändern. Denn die Notenbanken müssen mit höheren Leitzinsen dafür sorgen, dass die Inflation begrenzt bleibt. Drei gewichtige Faktoren sind am Wirken, die für dauerhaft höhere Inflationsraten sprechen als in den Jahren vor der Corona-Krise: Der weltweite Wettbewerb verliert wegen der Deglobalisierung an Intensität, das schwächere Bevölkerungswachstum lässt Arbeitskräfte knapper werden, und die Dekarbonisierung wirkt ebenfalls preistreibend. Damit dürften Inflation und Zinsen in Zukunft höher sein als bisher. Das bedeutet, dass sichere festverzinsliche Geldanlagen weiterhin bestenfalls knapp einen Inflationsausgleich schaffen werden, mehr aber auch nicht.

Wie es vor dem Hintergrund der großen Veränderungen in der Geopolitik und in der Wirtschaft weitergeht mit dem Wachstum, den Kursen an den Kapitalmärkten und Ihren Geldanlagen, wollen wir in dieser Broschüre näher beleuchten.

Ich wünsche Ihnen eine angenehme und anregende Lektüre. Kommen Sie gut und gesund durch das Jahr 2023!

Ihr Ulrich Kater  
Chefvolkswirt Dekabank

## Aus dem Makro Research der Deka-Gruppe

Zeitenwende	2
Weltkonjunktur	3
Deutschland	4
Inflation und Geldpolitik	6
Kapitalmärkte	8
Geldanlage	11

# Jahresausblick 2023

## Zeitenwende – Wirtschaftswende?

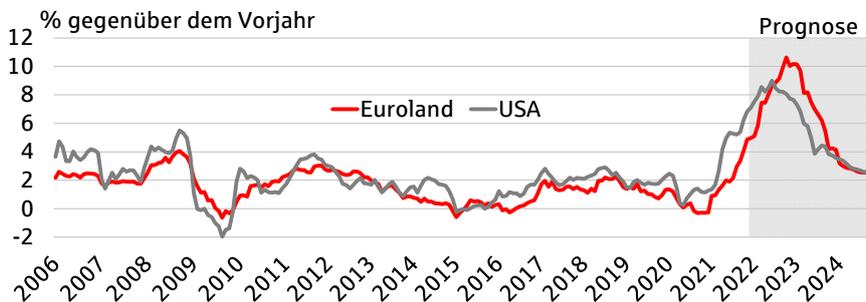
Ob das Jahr 2022 für Europa angesichts der Rückkehr von Krieg und Inflation tatsächlich eine Zeitenwende markiert hat, werden die Historiker in einigen Jahren entscheiden. Für die Weltwirtschaft als Ganzes setzten sich aber faktisch im Jahr 2022 nur diejenigen Trends fort, die bereits seit längerer Zeit angelegt waren. Dazu gehört etwa der bereits eingeschlagene Pfad der Deglobalisierung. Für Politik und Unternehmen werden Resilienz und das Management von internationalen Abhängigkeiten im wirtschaftlichen Austausch immer wichtiger. Auf dem Feld der Nachhaltigkeitstransformation steigen die Anforderungen ebenfalls weiter an, wobei sich die Staaten schwertun, die selbst gesteckten Ziele zu erreichen. Die Neuaufstellung der internationalen Produktion, der demografisch bedingte Mangel an Arbeitskräften und die Perspektive niedrigeren Wachstums sind keine Neuigkeiten des Jahres 2022, sondern allesamt lange vorgezeichnete Entwicklungen. Selbst die Inflation war schon seit Herbst 2021 im Aufwind begriffen. Sie wurde durch den russischen Krieg in der Ukraine lediglich verstärkt, dies allerdings in erheblichem Maße.

*Zeitenwende*

Wenn man also tatsächlich eine neue Wende konstatieren möchte, so betrifft sie am ehesten den Regimewechsel an den Kapitalmärkten, der 2022 stattgefunden hat. Im jetzt begonnenen „neuen Normal“ wird die ultra-lockere Geldpolitik zurückgefahren, die Zinsen sind zurück, und sie werden bleiben. Die extremen Inflationsraten von 2022 werden sich zwar ab 2023 wieder deutlich beruhigen, doch sie werden auch in den kommenden Jahren tendenziell über den Notenbankzielen liegen.

*Höhere Inflation, höhere Zinsen*

### Inflation in Euroland und den USA



Quellen: Eurostat, Bureau of Labor Economics, Prognose DekaBank.

An den Finanzmärkten beendete dieser Regimewechsel eine 30-jährige Kapitalmarktphase, die als „Goldilocks-Zeit“ in die Wirtschaftsgeschichte eingehen dürfte. Sie war gekennzeichnet durch schwache Inflation, sehr starke geld- und fiskalpolitische Impulse sowie sehr niedrige – zum Teil sogar negative – Zinsen und von den Notenbanken initiierte massive Anleihekaufprogramme. Das Wachstum war kräftig und wurde nur unterbrochen von einigen wenigen – zwar schweren, aber dank massiver Ausgabenprogramme schnell bewältigten – Krisen. Am stärksten spürbar wurde der abrupte Wechsel zurück in die Welt mit Zinsen am Rentenmarkt, wo es 2022 fast in allen Segmenten zu rekordhohen Verlusten kam.

*Regimewechsel an Kapitalmärkten sowie bei Geld- und Fiskalpolitik*

Wenn man den dramatischen Marktbewegungen des Jahres 2022 überhaupt etwas Positives abgewinnen möchte, dann dürfte es die Tatsache sein, dass die Fehlentwicklungen und die geldpolitischen Übertreibungen der vergangenen Jahre in einem Rutsch korrigiert worden sind. Ohne die Energiekrise und ihre dramatischen Auswirkungen auf die Inflation hätten die Notenbanken das geldpolitische Ruder wohl kaum so entschlossen herumgerissen, wie es 2022 geschehen ist.

*Fehlentwicklungen wurden innerhalb kürzester Zeit korrigiert*

Kommt die alte Welt mit Disinflation, Deflationsgefahren und Nullzinsen wieder zurück? Wir erwarten dies nicht. Insbesondere die Null- und Negativzinspolitik war erwachsen aus einer außergewöhnlichen Kombination von preisnegativen Schocks

*Keine Rückkehr in die alte Welt zu erwarten*

# Jahresausblick 2023

(Finanzkrise, Corona-Krise) in einer durch die Globalisierung ohnehin inflationsgedämpften Welt. Diese Kombination ist Vergangenheit. Das neue Kapitalmarktregime ist unserer Meinung nach gekennzeichnet durch dauerhafte Inflationsgefahren, die dafür sorgen, dass die Zinsen weiterhin positiv bleiben werden. Der risikofreie Realzins – nach Abzug der Inflation – bleibt jedoch im Bereich von Null und damit im historischen Vergleich sehr niedrig.

Zwar haben die Leitzinserhöhungen und der Energiepreisschock die Post-Corona-Erholung der Weltwirtschaft ausgebremst. Aus den starken Wachstumserwartungen für die globale Wirtschaft für 2022 wurde eine Weltrezession im Winter 2022/23. Die in vielen Ländern bis 2021 intakte kräftige Erholung nach der Corona-Pandemie ist dadurch Makulatur. Der kurzfristige Blick auf das Prognosejahr 2023 ist trotzdem vorsichtig optimistisch. Vieles deutet darauf hin, dass die Rezession sowohl in den USA als auch im Euroraum milde ausfällt, die Arbeitslosigkeit kaum ansteigt und die Kapitalmärkte die starken Kursbewegungen ohne systemische Probleme bewältigen. Dabei dürfte die Wirtschaftsleistung in einigen großen Industrieländern 2023 schrumpfen, und die Weltwirtschaft wird wohl nur um knapp 2 % wachsen. Doch zur Jahresmitte 2023 sollte die Rezession überwunden sein und das Wachstum dynamischer werden. Das ermöglicht für 2024 wieder ein kräftigeres Wachstum der Weltwirtschaft von knapp 3 %. Bei der Preisentwicklung erwarten wir eine Beruhigung, sodass die monatlich gemeldeten Inflationsraten im Euroraum bis Ende 2023 zumindest wieder auf 3 bis 4 % gefallen sein sollten.

*Ausblick vorsichtig optimistisch, trotz Rezession im Winterhalbjahr 2022/23*

Zwei Aspekte möchten wir beim Ausblick auf die Jahre 2023/24 besonders hervorheben.

1. Zum ersten ist die wirtschaftliche Erholung in erhöhtem Maß anfällig für Schocks. Natürlich gilt der Vorbehalt unerwarteter Ereignisse zu allen Zeiten. Angesichts des weiter wütenden Russland-Ukraine-Kriegs sind jedoch die Risiken für die kommende Zeit besonders hoch. Dies gilt sowohl für die Möglichkeiten weiterer militärischer Eskalationen als auch für die schwierige Versorgungslage beim Erdgas, die von schwer kalkulierbaren Faktoren wie den Wetterverhältnissen abhängig ist. Auch aus den Unruhen in China aufgrund der Null-Covid-Politik können erhebliche Konjunktur- und Marktreaktionen resultieren. Eine Entspannung der geopolitischen Gesamtlage – so wünschenswert sie auch wäre – halten wir für wenig wahrscheinlich.
2. Der zweite Aspekt betrifft die deutsche Volkswirtschaft. Sie ist in ihrer starken Abhängigkeit von russischen Energierohstoffen sowie der Ausrichtung auf den freien Welthandel verglichen mit anderen Industrieländern sehr stark von den Änderungen der globalen Rahmenbedingungen betroffen.

## *Weltkonjunktur: Rezession wird überwunden*

Im Jahr 2022 dürfte die Weltwirtschaft um immerhin 3 % gewachsen sein. Dies liegt aber nur an der relativ kräftigen Entwicklung im ersten Halbjahr, die im Jahresverlauf nicht zuletzt durch die Anstiege bei Inflation und Zinsen unter Druck geriet.

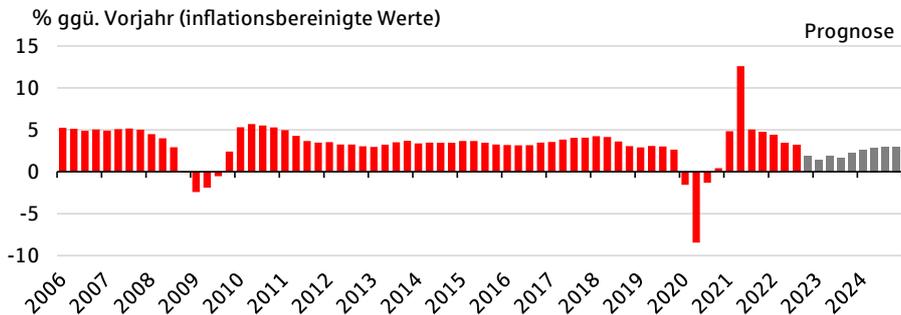
*Konjunkturelle Verlangsamung in der zweiten Jahreshälfte 2022*

Die Abschwächung betrifft alle drei große Wirtschaftsräume, den Euroraum, die USA und China. Die Rezessionsgründe sind allerdings unterschiedlicher Natur. Die US-Wirtschaft wird vor allem durch die geldpolitische Straffung der US-Notenbank Fed ausgebremst. Es wird der Fed nicht gelingen, die Inflationsdynamik ohne eine – zumindest leichte – Rezession in den Griff zu bekommen. In Euroland bremst in vielen Mitgliedsländern die Energiekrise mit extrem hohen Preisen für Erdgas und Strom. Und China hat mit seinen wiederholten regionalen Corona-Stillständen und der ungelösten Verschuldungskrise gleich zwei Bremsklötze für das Wachstum.

*Unterschiedliche Bremsfaktoren in den großen Wirtschaftsräumen*

# Jahresausblick 2023

## Welt-Bruttoinlandsprodukt



Quellen: Nationale Statistikämter, Prognose DekaBank.

Der Aufschwung nach der Rezession fällt allgemein schwächer aus als der letzte in der Zeit vor Corona. Die Wachstumsperspektiven der Weltwirtschaft für die nächsten Jahre schätzen wir aus mehreren Gründen als weniger dynamisch ein als in der Zeit vor der Corona-Pandemie:

- Mit den neu aufgetretenen geopolitischen Risiken sowie Vorbehalten gegenüber den Verteilungswirkungen der zurückliegenden Phase der Globalisierung ist die internationale Arbeitsteilung absehbar auf dem Rückzug.
- Aufgrund der demografischen Entwicklung in vielen Regionen der Welt beginnt die Anzahl der Erwerbstätigen zu sinken.
- Zwar erwarten wir durchaus einen neuen Investitionszyklus in den Unternehmen. Hohe Energiepreise und vermehrte Forderungen hinsichtlich einer nachhaltigen Produktion erfordern neue Verfahren und Ausrüstungen. Der daraus resultierende Investitionszyklus ist jedoch sehr defensiver Natur, sodass er weniger produktivitätssteigernd wirken wird, als dies in vorherigen Zyklen der Fall war.
- Die Zeit des stetigen Rückenwindes durch eine lockere Geldpolitik sowie durch eine schwankungsglättende Fiskalpolitik ist vorbei. Bei der Geldpolitik ist der Spielraum wegen andauernder Inflationsgefahren eingeschränkt, bei der Fiskalpolitik wegen der erreichten hohen Staatsverschuldung.

*Gedämpfte Wachstumsperspektiven für die nächsten Jahre*

## Deutschland: Neue Probleme

Deutschland zählte 2022 aus wirtschaftlicher Sicht zu den großen Verlierern. Kaum ein anderes Land des Euroraums wurde so sehr von den Lieferengpässen getroffen, in kaum einem anderen Land herrschte ein so großer Mangel an Arbeitskräften, und kaum ein anderes Land litt so unter der knapper gewordenen Energie. Was mit Engpässen auf der Angebotsseite begann, wird immer mehr zu einem Nachfrageproblem, denn die enormen Preisniveausteigerungen erodieren nicht nur die Kaufkraft und die Laune der Konsumenten, sondern sie verteuern auch die Produktionskosten derart, dass die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Produkte abnimmt und mancherorts die Produktion sogar unrentabel wird. Anfänglich überlagerte noch der Öffnungsboom nach den Corona-Entbehungen diese Belastungen, doch mit dem Beginn des Winterhalbjahrs 2022/23 ist Deutschland in eine Rezession gerutscht. Für das Jahr 2023 erwarten wir eine Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts. Wie tief die Rezession ausfallen wird, hängt maßgeblich von der Verfügbarkeit und dem Preis von Erdgas ab. Die Bundesregierung hat alles dafür getan, die Gasspeicher zu befüllen. Nun heißt es, auf einen milden Winter zu hoffen. Doch selbst wenn der Winter 2022/23 überstanden ist, werden die Probleme nicht verschwinden. Auch 2023 wird mit Spannung beobachtet werden, ob die Gasspeicher ohne russische Lieferungen ausreichend gefüllt werden können. Dies ist ohne weitere erhebliche Einsparungen nicht möglich, weshalb wir in Deutschland mit weiterhin hohen Energiepreisen rechnen.

*Deutschland durch Energiethema ausgebremst*

# Jahresausblick 2023

Doch ab 2024 besteht die Chance, dass eine neue Normalität Einzug halten wird. Wie wird diese aussehen?

- Die geopolitischen Ereignisse des Jahres 2022 – der Russland-Ukraine-Krieg und die Spannungen um Taiwan – erzwingen ein Umdenken. Deutschland muss weg von einseitigen Abhängigkeiten, sowohl beim Bezug kritischer Vorprodukte und Rohstoffe als auch bei der Abhängigkeit von Absatzmärkten wie China. Das spricht vor allem für eine verstärkte globale Diversifikation. Es sollen nicht schlagartig alte Handelswege gekappt, vielmehr neue erschlossen werden. Das gilt sowohl für die Beschaffung als auch für den Absatz.
- Eine weitere Herausforderung ist die Bekämpfung des Klimawandels. Die atemberaubende Verteuerung von Energie aufgrund des Russland-Ukraine-Kriegs hat Deutschland die Folgen der Verknappung von Energie im Zeitraffer vor Augen geführt. Auch wenn die schlimmsten Kostenbelastungen sich im Zeitverlauf erst einmal zurückbilden werden, die Energiekosten werden danach kontinuierlich weiter ansteigen. Das trifft Deutschland mit seinem hohen Industrieanteil und den zahlreichen energieintensiven Unternehmen heftig, zumal die hiesigen Energiekosten schon vor dem Russland-Ukraine-Krieg zu den weltweit höchsten zählten. Die Gefahr ist substanziell, dass es zu einer Abwanderung von Produktionsstätten oder sogar von ganzen Unternehmen in Regionen wie die USA mit geringeren Energiekosten und hoher Energiesicherheit kommt.
- Verstärkt wird dieser Trend auch durch die demografische Entwicklung: Die sinkende Einwohnerzahl in Deutschland verschärft den Arbeitskräftemangel und verteuert so den Faktor Arbeit. Zudem ignorieren die Bundesregierungen seit Jahren die finanziellen Folgen der Alterung für die sozialen Sicherungssysteme: steigende Gesundheitskosten, steigende Pflegekosten und steigende Ausgaben für die Rentenversicherung. Wird hier nicht eingegriffen, kommen für die Unternehmen und die Arbeitnehmer auch noch Belastungen durch spürbar höhere Lohnnebenkosten hinzu.

Deutschland muss in der nächsten Dekade einen Drahtseilakt vollführen, um den Herausforderungen durch den geopolitischen, klimatischen und demografischen Wandel zu begegnen, ohne die wirtschaftliche Substanz des Landes zu gefährden.

Ein großes Thema des Jahres 2022 ist der mit der Doppelkrise Corona & Energie einhergehende Wohlstandsverlust durch die Inflation. Nimmt man die realen verfügbaren Einkommen als ein mögliches Maß für den Wohlstand in Deutschland, so ist dieser im Zuge der außergewöhnlichen Belastungen und unter Berücksichtigung der darauffolgenden staatlichen Entlastungen der privaten Haushalte insgesamt um 5 % und damit auf den Stand des Jahres 2017 gefallen. Die Krisen haben den Wohlstand in Deutschland also um fünf Jahre zurückgeworfen. Hierbei darf allerdings nicht die ausgezeichnete Entwicklung der Vorjahre aus dem Blick verloren werden. So hatten die inflationsbereinigten Einkommen von 2010 bis 2020 insgesamt um 15 % zugenommen. Auch ist der jüngste Wohlstandsverlust nicht in Stein gemeißelt, sondern wird über die nächsten Jahre aufgeholt werden. Wir rechnen ab 2024 wieder mit einer Zunahme der realen verfügbaren Einkommen. Unter Berücksichtigung der staatlichen Entlastungsmaßnahmen wird das Vorkrisenniveau voraussichtlich 2026 wieder erreicht werden.

*Neue Normalität für Deutschland ab 2024*

*Wirtschaftlicher und politischer Drahtseilakt*

*Wohlstandsverluste durch Inflation, perspektivisch wieder bessere Entwicklung*

# Jahresausblick 2023

## Inflation: Rückgang vorprogrammiert

Die Preisanstiege im Jahr 2022 stellen den schnellsten Inflationsausbruch in der Geschichte der Bundesrepublik dar. Zwei Gründe führten zu dieser Blizinflation:

1. Eine Überstimulierung der weltweiten Güternachfrage durch überdimensionierte Fiskalprogramme in der Corona-Zeit in Verbindung mit Pandemiebedingten Produktionsschwierigkeiten hatten bereits im Herbst 2021 die weltweiten Güterpreise steigen lassen.
2. Der Russland-Ukraine-Krieg hat einen größeren Energiepreisschock ausgelöst als die Ölpreiskrisen in den 1970er Jahren. Die damit verbundenen preislichen Überwälzungen fanden seit Frühjahr 2022 statt.

Im Euroraum ist am Jahresende 2022 mit gut 5 Prozentpunkten mehr als die Hälfte der extrem hohen Inflationsraten auf die Energiekomponenten zurückzuführen und ursächlich mit dem Krieg in der Ukraine verknüpft. Dieser Teil der Inflation wird 2023 abebben, da die Erdgaspreise an den Weltmärkten sich leicht beruhigen sollten und die Überwälzungen in die Verbraucherpreise in der ersten Jahreshälfte auslaufen. Dagegen könnte sich die so genannte Kerninflationsrate – ohne Berücksichtigung von Energie- und Nahrungsmittelpreisen – als hartnäckiger erweisen, und sie ist für die Geldpolitik der wichtigere Teil. Zwar nehmen die Preissteigerungen für Vorprodukte aufgrund der Entspannung bei den Produktionsketten deutlich ab. Allerdings mahnen die erhöhten Inflationserwartungen sowie höhere Lohnsteigerungen im Euroraum zur Vorsicht.

Die Inflation in der USA unterscheidet sich von der im Euroraum. Hier ist der Energieanteil geringer, dafür ist das Ausmaß der Corona-bedingten Preissteigerungen höher. Die Lohn-Preis-Spirale hat sich in den USA bei landesweiten, kräftigen Lohnsteigerungen bereits weiter gedreht als im Euroraum. Die US-Notenbank Fed hat insofern ein größeres Inflationsproblem als die Europäische Zentralbank (EZB).

## Geldpolitik: Reicht es aus?

Die Geldpolitik hat eine ganze Weile die Tragweite des seit Herbst 2021 aufgekommenen Inflationsprozesses unterschätzt. Zum größten Teil ist dies mit dem unvorhergesehenen Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine zu erklären, der die Dimension des bereits angelegten Prozesses noch einmal verstärkt hat. Ein weiterer Grund liegt in einer Verhaltensänderung der Unternehmen. Jahrzehntlang waren Preiserhöhungen in der Industrie aufgrund des extremen weltweiten Wettbewerbs kaum durchsetzbar gewesen. Es bedurfte eines Anlasses für Preissteigerungen, der für die Unternehmen global gleich dringlich war. Dieser Anlass war in der Corona-Ökonomie gegeben. Eine steigende Güternachfrage traf weltweit auf eingeschränkte Produktionskapazitäten. Plötzlich konnten wieder Preiserhöhungen auf breiter Basis durchgesetzt werden. Diese Verhaltensänderung ist in den statistischen Modellen von Notenbanken und Analysten nicht enthalten gewesen, weswegen die Inflationsgefahren nicht ausreichend erkannt wurden.

Für die Zentralbank ist – im Gegensatz zu den privaten Haushalten und den Unternehmen – die Energiepreiskomponente der Inflation der weniger gefährliche Anteil an der Inflation. Die Energiepreise kann die Notenbank mit ihren Instrumenten kaum beeinflussen. Vielmehr muss die Geldpolitik gegen eine Verstärkung von Inflation in Zweitrundeneffekten – verursacht beispielsweise durch zu starke Lohnanstiege – angehen. Kurzfristig sorgen Restriktionsankündigungen seitens der Geldpolitik für eine Dämpfung der Inflationserwartungen. Mittelfristig bremst eine Verschärfung der monetären Bedingungen die Nachfrage und damit eine Inflationsursache ab.

*Zwei Gründe für Inflationsanstieg*

*Mehr als die Hälfte der Inflation kommt von Energiepreisen*

*Inflationsprobleme in den USA größer als im Euroraum*

*Geldpolitik hat Hartnäckigkeit der Inflation unterschätzt*

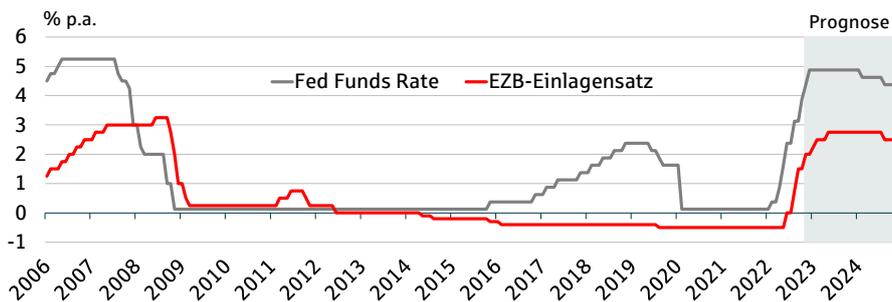
*Bekämpfung von Zweitrundeneffekten als zentrale Aufgabe*

# Jahresausblick 2023

Nach ihrem anfänglichen Zögern versucht die Geldpolitik nun, durch beherztes Eingreifen die Glaubwürdigkeit zurückzugewinnen und erwartungsdämpfende Ankündigungseffekte zu erzielen. Weitere Leitzinsanhebungen stehen sowohl in den USA (bis knapp 5 %) als auch im Euroraum (bis 2,75 % beim Einlagensatz) an. An den Finanzmärkten haben die Notenbanken damit ihre Glaubwürdigkeit wieder aufbauen können, was sich an den langfristigen Inflationserwartungen ablesen lässt. Die wichtigste Frage an den Kapitalmärkten lautet jedoch, ob der sich andeutende Pfad restriktiver geldpolitischer Maßnahmen ausreichen wird, um die Inflation komplett in den Griff zu bekommen, oder ob die Notenbanken noch einmal nachlegen müssen.

*Beherzte Straffung der Geldpolitik, um Glaubwürdigkeit zurückzugewinnen*

## Leitzinsen in Euroland und den USA



Quellen: Europäische Zentralbank, Federal Reserve Bank, Prognose DekaBank.

Vieles spricht dafür, dass die zu erwartende Straffung der geldpolitischen Zügel ausreichen wird, um die Inflation im Zaum zu halten. Es bestehen gute Chancen, dass die Inflation durch ein Abklingen der Energiepreisexplosion und durch die wirtschaftliche Schwächephase im Winterhalbjahr 2022/23 deutlich an Fahrt verliert und im Jahr 2024 wieder zwischen 2 und 3 % liegen wird. Doch eine schnelle Lockerung der Geldpolitik ist nicht in Sicht. Um es klar zu formulieren: Die Zinsen sind zurückgekommen, um zu bleiben.

*Höhere Leitzinsniveaus als in den vergangenen Jahren*

Die Wirkungen der Turbo-Straffung der monetären Bedingungen waren bereits 2022 zu beobachten. Sie werden sich im Verlauf von 2023 weiter vertiefen. An den Aktien- und Anleihenmärkten sind die Kurse im Jahr 2022 spürbar gefallen und haben damit einen guten Teil der Übertreibungen der Nullzinszeit korrigiert. An den Immobilienmärkten werden der gestiegenen Zinsen 2023 noch ihre Nachwirkungen zeigen. Die Geldmengen- und Kreditaggregate sind in den vergangenen Jahren nicht übermäßig gewachsen, hier besteht wenig Korrekturbedarf. Die Bilanzen der Notenbanken schmelzen ab. Neben der schnellen Bilanzreduktion bei der Fed rechnen wir bis Ende 2023 mit einer Schrumpfung der EZB-Bilanz um ein Viertel der jetzigen Bilanzsumme. Die rückläufige Notenbanknachfrage nach Anleihen wird das allgemeine Zinsniveau am Kapitalmarkt dauerhaft anheben. Bis Ende 2022 hat der Finanzsektor diese Bereinigungen gut überstanden, und wir rechnen auch für 2023 nicht mit krisenhaften Verwerfungen.

*Spürbare Auswirkungen der geldpolitischen Turbo-Straffung*

Oft wird im geldpolitischen Zusammenhang von einer Angst vor dem Politikfehler gesprochen, die Wirtschaft durch restriktive monetäre Bedingungen zu sehr einzuschnüren. Bei einem auch im Jahr 2023 im historischen Vergleich immer noch sehr moderaten Zinsniveau mit Realzinsen im Bereich von null Prozent hegen wir diese Befürchtungen nicht. Ohnehin ist eine zu hohe Inflation auf Dauer kostspieliger als eine vorübergehende Abbremsung der Konjunktur zur Wiederherstellung der monetären Stabilität.

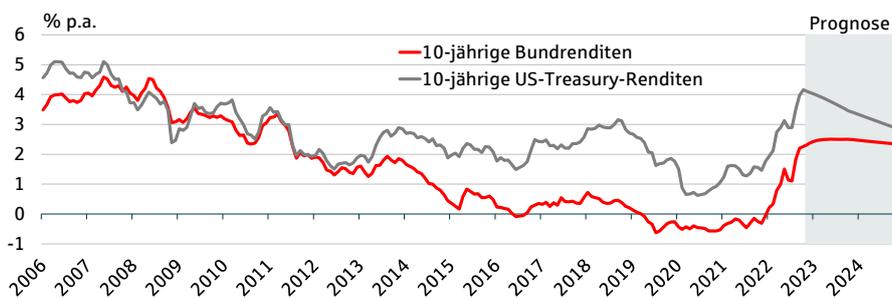
## Kapitalmärkte in der Zins- und Zeitenwende

### Ausnahme-Crash am Rentenmarkt

Die Kehrtwende in der Geldpolitik und die mit ihr verbundene Zinswende werden die Rahmenbedingungen für die Kapitalmärkte auf Jahre hinaus neu definieren. Die Kapitalmärkte wurden von den veränderten Zins- und Geldpolitik-Ausblick auf dem vollkommen falschen Fuß erwischt. Dementsprechend heftig fielen die Anpassungsbewegungen aus. Das neue Umfeld wurde in Rekordgeschwindigkeit an den Kapitalmärkten eingepreist. Das Experiment negativer Zinsen gehört nun der Vergangenheit an und dürfte auch nicht so schnell wieder aus der Schublade herausgeholt werden. Die Zinsbewegung 2022 hat dabei alle historischen Normen gesprengt. In den letzten Jahrzehnten hat es keine derartige Korrektur an den Rentenmärkten gegeben. Es gab keine Möglichkeit, sich dem veränderten Zinsumfeld zu entziehen. Selbst mit der sichersten hiesigen Anlageform, der deutschen Staatsanleihe, wurden auf Jahressicht hohe Anlageverluste verbucht, denn bei Anleihen bedeuten Renditeanstiege automatisch Kursverluste.

*Historischer Crash am Rentenmarkt*

### Renditen in Euroland und den USA



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank.

Der Blick auf risikoreichere Anleihen, sei es bei Staatsanleihen in der Peripherie oder bei Unternehmensanleihen, zeigt, dass die ganz wesentliche Korrektur sich auch in diesen Anleiheklassen aus der Anpassung des allgemeinen Zinsniveaus speist und nur zu einem kleinen Teil aus höheren Risikoaufschlägen resultiert. Sicherlich sind auch diese spürbar gestiegen, sie werden von der Zinsbewegung aber klar dominiert.

*Zinsniveaunpassung, aber kaum gestiegene Risikoaufschläge*

Es ist die Geldpolitik, die mit ihrer abrupten Kehrtwende die Zeitenwende an den Rentenmärkten ausgelöst hat. Die Notenbanken haben auf ganzer Linie einen Politikwechsel vollzogen, der weit über das Jahr 2023 hinaus wirken wird und sich nicht nur auf die Leitzinsen beschränkt, sondern auch die im letzten Jahrzehnt zunehmend überbeanspruchten unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen wie beispielsweise die Anleihekäufe beinhaltet. Diese wurden eingestellt oder sogar zurückgedreht, sodass die Kapitalmärkte einem spürbaren Liquiditätsentzug ausgesetzt sind, der in den kommenden Jahren noch weiterverarbeitet werden muss. Der Fokus der Kapitalmärkte liegt neben den Zinsanpassungen vor allem auf dem Ausmaß und dem Tempo des Abbaus der Zentralbankbilanzen.

*Folgen des Liquiditätsentzugs bleiben unter Beobachtung*

Nach den massiven Anpassungen ist zwar eine gewisse geldpolitische Beruhigung, aber keine Entspannung in Sicht. Eine Rückkehr in ein Umfeld, in welchem die Geldpolitik ein zentraler Stabilitätsanker für die Kapitalmärkte war, ist nicht mehr denkbar. Sie dürfte nur noch in absoluten, die Finanzmarktstabilität gefährdenden Notsituationen stattfinden. Die geldpolitische Zeitenwende ist auf Dauer angelegt.

# Jahresausblick 2023

Auf die wenigen noch verbleibenden Zinserhöhungsschritte der großen Notenbanken sind die Märkte weitgehend vorbereitet. Es bleibt jedoch ein hohes Maß an geldpolitischer Unsicherheit, das mit kontinuierlichen Nachjustierungen seitens der Notenbanken einhergehen wird. Daher ist insbesondere für Euroland kein schneller Renditerückgang bei Anleihen zu erwarten.

*Anstehende Leitzinserhöhungen sind eingepreist*

Das Positive am zurückliegenden Zinssprung ist, dass das neue Zinsumfeld jetzt zu einem deutlich verbesserten Ertragsausblick an den Rentenmärkten für die kommenden Jahre führt. Mit der schlagartigen Zinsanpassung bewegen sich die Rentenmärkte wieder in ein normaleres und der Anlageklasse entsprechendes Profil hinein. Die Ertragsaussichten hängen nun ganz entscheidend von der Höhe der Zinskupons ab. Kursschwankungen können durch die höheren Zinskupons wesentlich besser abgedeckt werden, sodass sich trotz anhaltend hoher geldpolitischer Unsicherheit die Volatilität an den Zinsmärkten etwas zurückbilden dürfte.

*Verbesserter Ertragsausblick an Rentenmärkten*

## Aktienmarkt: Kein gutes Jahr, aber auch kein Katastrophenjahr

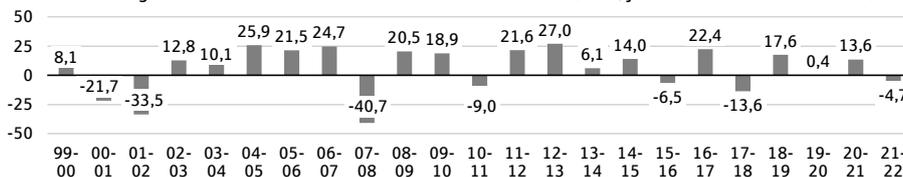
Während der Crash an den Rentenmärkten alle historischen Vergleiche sprengte, blieb die Korrektur an den Aktienmärkten, gemessen an den historischen Bandbreiten, in einem moderaten Rahmen. 2022 war kein gutes, aber ganz gewiss kein katastrophales Aktienmarktjahr. Die Ursachen für die Kursrückgänge liegen vor allem im Zinsanstieg begründet, und die Geldpolitik hat den Takt für die Kursbewegungen vorgegeben. Eine große Verunsicherung ging und geht aber auch weiterhin vom Krieg in der Ukraine aus.

*Gemäßigte Korrektur an Aktienmärkten*

### DAX-Index und Gewinne



Wertentwicklung DAX-Performanceindex: 30.11.1999 – 30.11.2022 (in %, jeweils vom 30.11. bis 30.11.)



Quellen: Bloomberg, Deutsche Börse, Factset, DekaBank.

Berichtszeitraum für die Abbildung: 01.01.2000 - 30.11.2022. \* Aggregierte Gewinnschätzungen rollierend über die kommenden 12 Monate in Indexpunkten; Konsensdaten von Factset Market Aggregates und Bloomberg. Anmerkung: KGV steht für Kurs-Gewinn-Verhältnis. **Bitte beachten Sie: Die angegebene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Die Kursrückgänge im Jahr 2022 haben nicht nur in den besonders hoch bewerteten Aktienmarktsegmenten, sondern auch am Gesamtmarkt zu einer erheblichen Reduktion in den Bewertungsvielfachen (Kurs-Gewinn-Verhältnis bzw. Kurs-Buchwert-Verhältnis) geführt. Besonders deutlich wird das bei US-Aktien. In Deutschland, Europa und den Schwellenländern hatten sich die Aktienmärkte in den letzten Jahren in keine massive Überbewertung hineinbewegt, allerdings notierten die Aktien auch dort zum Jahresanfang 2022 auf historisch betrachtet leicht überdurchschnittlichen Bewertungsvielfachen. Inzwischen kann wieder von einer durchschnittlichen bis günstigen Bewertung für Aktien dieser Regionen gesprochen werden.

*Hohe Bewertung bei US-Aktien*

# Jahresausblick 2023

Die Bewertung am Aktienmarkt ist eine wichtige Determinante für den langfristigen Anlageerfolg. Je niedriger die Bewertung beim Einstieg, desto höher ist der zu erwartende Ertrag in den nachfolgenden Jahren und umgekehrt. Die Zusammenhänge gelten für angesichts der Schwankungen vor allem für lange Betrachtungszeiträume, sind aber sehr stabil. Nach der spürbaren Marktkorrektur von Anfang 2022 bis Ende September und der nachfolgenden Erholung liegen die Bewertungen zum Jahresende 2022 im Bereich der langjährigen Durchschnittswerte. Damit haben sich die Perspektiven für den zu erwartenden Gesamtertrag in den kommenden zehn Jahren im Vergleich zum Jahresende 2021 deutlich nach oben bewegt.

*Niedrigeres Bewertungsniveau spricht für deutsche und europäische Aktien*

Die Unternehmensgewinne haben dem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld bis Jahresende 2022 gut standgehalten. Die Unternehmen konnten auf einen hohen Bestand an aufgestauten Aufträgen zurückgreifen und diesen abarbeiten. Auch nutzten sie die Möglichkeit des inflationären Umfelds, um ihre gestiegenen Kosten an die Kunden weiterzugeben. Allerdings belastet das schwache weltwirtschaftliche Wachstum zunehmende auch die Ergebnisse der Unternehmen. Zum einen dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Winterhalbjahr 2022/23 nur schwach entwickeln, was sich belastend auf die Umsatzentwicklung der Unternehmen auswirken wird. Zum anderen befinden sich die Inflationsraten Ende 2022 auf Niveaus, bei denen es dem Unternehmenssektor zunehmend schwerfallen dürfte, die Profitabilität zu erhalten. Günstig eingekaufte Lagerbestände können nicht mehr zu bereits höheren Verkaufspreisen weitergereicht werden. Die Preissteigerungen schlagen in der Breite bei den Kosten der Unternehmen durch und betreffen nicht mehr nur die Rohstoffe und Vorleistungsgüter, sondern zunehmend auch die Arbeitskosten.

*Unternehmensgewinne bemerkenswert robust*

Im Zusammenhang mit der Gewinnanalyse ist es allerdings wichtig zu betonen, dass kein Gewinneinbruch in dem Ausmaß zu erwarten ist, wie es in den weltwirtschaftlichen Rezessionsphasen der Jahre 2008 oder 2020 zu beobachten war. Die Unternehmen sind keiner tiefen globalen Rezession, sondern lediglich einem schwachen Wachstum der Weltwirtschaft ausgesetzt. Das bedeutet, dass die Unternehmen weiter in der Lage sein werden, regelmäßige Dividenden auszuschütten. Dieser Dividendenertrag ist bei nur moderat nach oben tendierenden Kursen ein ganz gewichtiger Teil in der Gesamttrendite von Aktienanlagen.

*Dividenden bleiben wichtiger Teil der Gesamttrendite am Aktienmarkt*

## Dividendenrendite DAX und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



Quellen: Bloomberg, Factset, DekaBank.

Sobald sich die Unternehmensgewinne stabilisiert haben, womit wir im Laufe des ersten Quartals 2023 rechnen, kann der Aktienmarkt wieder in eine nachhaltigere Erholungsbewegung starten. Allerdings sprechen die veränderten geopolitischen und geldpolitischen Rahmenbedingungen für erhöhte Schwankungen und eine insgesamt moderatere Aufwärtsbewegung der Kurse. Es gilt, das schwierigere Winterhalbjahr antizyklisch und regelmäßig zu nutzen, um an den verbesserten Perspektiven für die Jahre 2023 und 2024 bestmöglich zu partizipieren.

*Gute Einstiegchancen bei Aktien im Winterhalbjahr 2022/23*

# Jahresausblick 2023

## Langfristig höhere Ertragsaussichten für Anleger

In der Summe offenbart der Blick nach vorne ein niedrigeres reales Wachstum, höhere Inflationsraten und ein allgemein höheres, aber weiterhin moderates Zinsniveau. Für die langfristige Geldanlage bietet dieses Bild gute Perspektiven. Die Rückkehr zur normalen Inflationswelt führt in jeder der vier großen Anlageklassen – Liquidität, Renten, Aktien und Immobilien – langfristig zu verbesserten Perspektiven für die Anleger, also zu höheren nominalen Gesamtertragsersparungen.

- Angesichts der gestiegenen Zinsen wird die Liquiditätshaltung wieder attraktiver. Man darf jedoch nicht vernachlässigen, dass die Inflationsraten auch mittelfristig über den Geldmarktzinsen verharren werden, sodass Liquidität weiterhin nur zum Zwecke des notwendigen finanziellen Puffers für kurzfristige und unvorhergesehene Ausgaben zu empfehlen ist.
- Auf Rentenpapieren stehen wieder höhere Zinskupons. Man kann auskömmlichere Renditen erzielen, und dies nicht nur in risikoreicheren Segmenten wie Hochzins- und Schwellenländeranleihen, sondern beispielsweise auch mit Staatsanleihen von guter und mittlerer Bonität.
- Die Unternehmen werden ihre hohe Anpassungsfähigkeit nutzen, um in den kommenden Jahren auf die sich verändernden Rahmenbedingungen zu reagieren. Zudem sind höhere Inflationsraten ein Treiber für die Unternehmensgewinne und damit auch für die Aktienkurse. Das anhaltende globale Wachstum ist die solide Basis für den trendmäßigen Anstieg der Unternehmensgewinne und damit für eine langfristige Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten, die naturgemäß aber mit spürbaren Kursschwankungen verbunden ist.
- Sachwerte wie Immobilien profitieren ohnehin von einer moderat höheren Inflation. So bietet auch die Anlageklasse Immobilien im Vergleich zu den vergangenen Jahren höhere Ertragsperspektiven, solange das Zinsniveau insgesamt auf moderatem Niveau verharrt.

Gesamtertragsersparungen  
gestiegen ...

... in allen vier großen Anlage-  
klassen

## Gesamtertragsersparungen der vier großen Anlageklassen (10-Jahres-Horizont)



Quelle: eigene Berechnungen, Projektionen DekaBank. Die genannten Zahlenwerte für die langfristigen Renditeerwartungen stellen keine Prognose oder Garantie dar. Sie sind aus langjährigen Durchschnittswerten der Vergangenheit abgeleitet und beruhen auf Zukunftsszenarien mit unterschiedlichen (sowohl positiven als auch negativen) Marktbedingungen, welche die Art und die Risiken dieser Finanzinstrumente widerspiegeln. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Diese kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern.

Nach vorne blickend lässt sich nicht zuletzt dank der höheren Ertragsersparungen von Renten nun ein wesentlich besser diversifiziertes und damit auch stabileres Geldanlageportfolio als noch vor einem Jahr zusammenstellen. Und gerade in einer Welt, in der es wieder Inflation gibt, bedarf es einer aktiven Geldanlage. Diese wird umrahmt von den großen Herausforderungen unserer Zeit wie der Nachhaltigkeit, dem Klimawandel oder der grünen Transformation der Wirtschaft. So können Sie sich als Anlegerinnen und Anleger durch bewusstes Geldanlagen auch an der aktiven Bewältigung unserer gemeinsamen, großen Zukunftsthemen beteiligen.

Sinnvestieren!

## Disclaimer:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdiger erachteten, aber von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. Bitte beachten Sie: **Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

**Redaktionsschluss und Datenstand: 01.12.2022**

## Herausgeber:

Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater:  
Tel. (0 69) 71 47 - 23 81  
E-Mail: ulrich.kater@deka.de

## Impressum:

<https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

## Überreicht durch:

Sparkasse Fulda  
Buttermarkt 2-6  
36037 Fulda  
Tel.: (06 61) 8 57 - 28888  
[www.sparkasse-fulda.de](http://www.sparkasse-fulda.de)



**DekaBank**  
**Deutsche Girozentrale**  
Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 0  
Telefax: (0 69) 71 47 - 19  
[www.deka.de](http://www.deka.de)

