



**DZ BANK**  
Die Initiativbank

# Research Jahresausblick

2023 – Inflation in Deutschland weiter historisch:  
Zinswende sorgt für Comeback von Anleihen

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt | Christoph Kutt, Leiter Fixed Income Research  
Sven Streibel, Chefaktienstrategie  
Bereich Research & Volkswirtschaft der DZ BANK AG, 10. November 2022

 **DZ BANK**  
Die Initiativbank

Stand der Analyse:  
November 2022

# Rechtliche Hinweise

Diese Research-Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine kundenindividuelle Empfehlung oder Anlageberatung dar. Einschätzungen und Prognosen können aufgrund sich im Zeitablauf verändernder Rahmenbedingungen möglicherweise nicht erreicht werden. Aussagen zu früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen zu Währungen / Devisen, Währungsräumen, Waren, Rohstoffen, Finanzinstrumenten, Finanzindizes oder Dienstleistungen stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar. Eine Entscheidung bezüglich einer Investition sollte nicht allein auf der Grundlage dieser Publikation erfolgen.

Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, werden Wertentwicklungen „brutto“ angegeben, d.h. insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und ggf. Steuern einer entsprechenden Investition. Dies bedeutet, dass eine tatsächlich erzielbare Rendite der Investition deshalb niedriger sein kann. Sofern Finanzinstrumente oder Finanzindizes in Fremdwährungen notieren, können Währungsschwankungen die Renditen in Euro positiv oder negativ beeinflussen.

Bitte beachten Sie das Datum dieser Publikation, es kann vom aktuellen Datum wesentlich abweichen. Informieren Sie sich über die seitdem eingetretenen aktuellen Entwicklungen.



Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere aufsichtsrechtliche Hinweise, insbesondere zu Methoden und Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Statistiken über Anlageempfehlungen können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.

Bitte beachten Sie auch die weiteren rechtlichen Hinweise/ den Disclaimer auf dem letzten Chart dieses Dokuments.

# Sieben Thesen für das Jahr 2023

Politik, Konjunktur und Kapitalmärkte

## 1.

### Energiepreise

Die Zeit der billigen Energie ist vorbei

Die Gaspreise bleiben auf deutlich höherem Niveau, es kommt aber im Winter nicht zu einer Mangellage.

Quelle: DZ BANK

## 2.

### Konjunktur

Die Rezession ist unausweichlich, geht aber vorüber

Der Kaufkraftverlust lässt die Konsumausgaben sinken, viele Unternehmen müssen sich umorientieren.

## 3.

### Inflation

Der Preisdruck lässt nur langsam nach

Die Inflationsrate bleibt im Jahr 2023 deutlich erhöht, auch wenn der Druck von Seiten der Energiepreise allmählich nachlässt.

## 4.

### Geldpolitik

Zu spät dran und deshalb noch nicht fertig

Zu langes Zaudern zwingt Zentralbanken zu heftigem Frontloading. Die enteilten Inflationserwartungen müssen mühselig eingefangen werden.

# Sieben Thesen für das Jahr 2023

Politik, Konjunktur und Kapitalmärkte

## 5.

### Rentenmärkte

Die Kupons kehren zurück

Stabile Cash-Flows aus Kuponzahlungen von soliden Emittenten können das Portfolio stärken.

Quelle: DZ BANK

## 6.

### Aktien

Das Krisenumfeld anerkennen, Unternehmenserfolge aber auch

Robuste Gewinne und eine antizipierte Wirtschaftserholung stärken das Anlegervertrauen.

## 7.

### Anlagestrategie

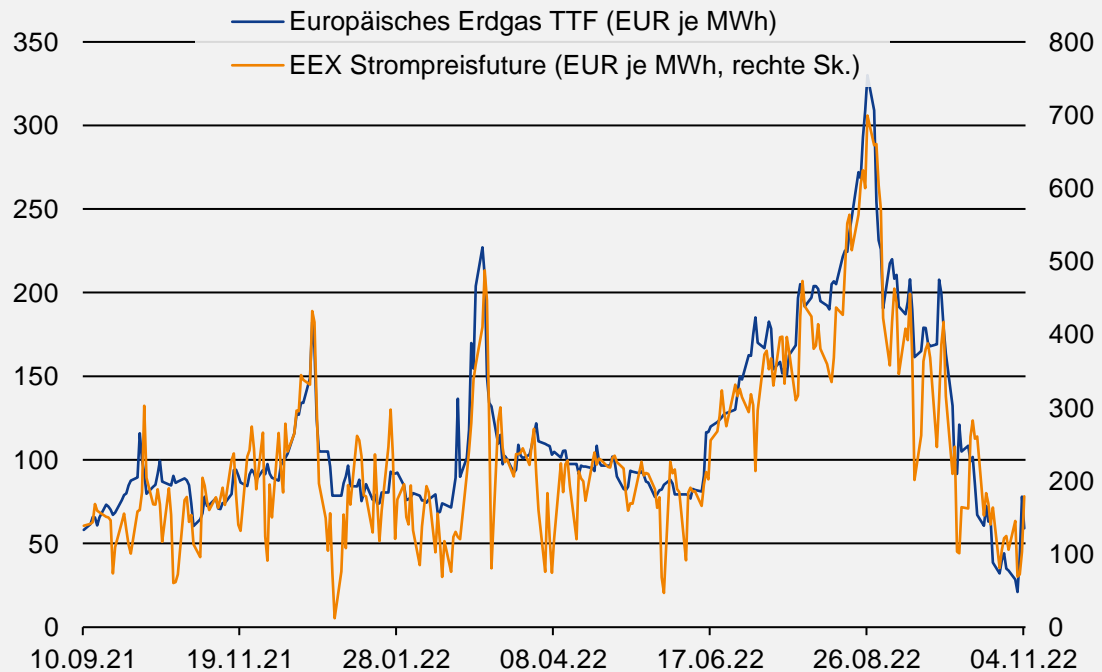
Mittelfristig mehr Schwung ins Portfolio, aber nicht um jeden Preis

Opportunistische Investments aufbauen, Risiken im Auge behalten.

# 1. Energiepreise: Die Zeit der billigen Energie ist vorbei

Keine Gasmangellage im Winter, aber dauerhaft höheres Preisniveau

## Börsennotierungen für Erdgas und Strom eng korreliert



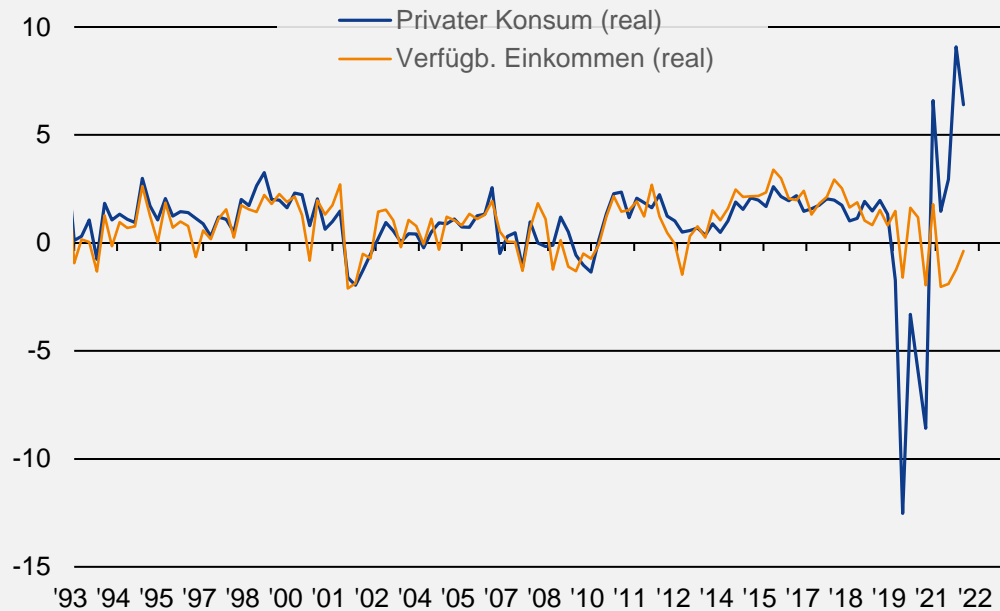
Quelle: Datastream, DZ BANK

- **Übertreibung nach unten beim aktuellen Gaspreis**  
Volle Speicher und milde Witterung lasten vorübergehend auf der Nachfrage.
- **Gas- und Strompreisbremse sorgen ab Dezember für Entlastung bei Industrie und Verbrauchern**
- **Abschöpfung der „Zufallsgewinne“ in der Stromerzeugung noch unklar**  
Kabinettsbeschluss erwartet am 18.11.
- **Ölpreis dürfte zunächst noch etwas ansteigen**  
(110 US\$/bl. in 3 Mon., 90 US\$/bl. in 12 Mon.)

## 2. Konjunktur: Rezession ist unausweichlich, geht aber vorüber

Kaufkraftverlust lässt Konsumausgaben sinken, Unternehmen müssen sich umorientieren.

**Konsum und Einkommen in der Corona-Zeit  
vorübergehend entkoppelt**



Quelle: Destatis, DZ BANK

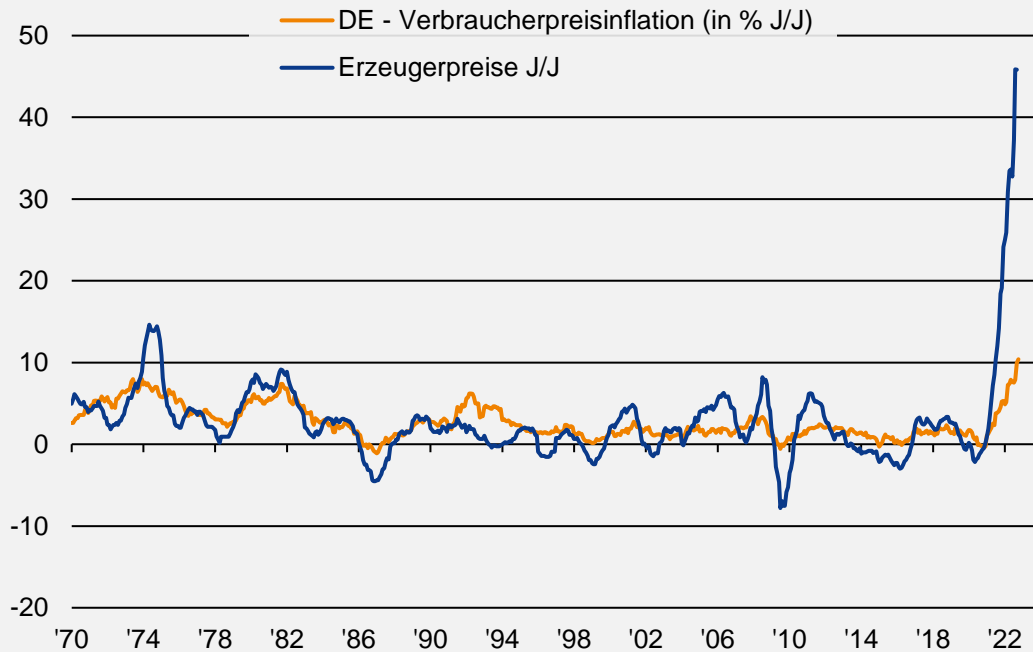
- **Stimmungsindikatoren sowohl bei Unternehmen als auch Verbrauchern am Boden**
- **Kaufkraftverlust durch Inflation schmerzt besonders.** Reale verfügbare Einkommen werden 2023 um 3-4% sinken.
- **Rezession dauert wohl 2-3 Quartale**
- **Erholung im Frühjahr/Sommer 2023 erwartet, zunächst aber ohne großen Schwung**

BIP-Prognose Gesamtjahr 2023: -1,9%

### 3. Inflation: Druck lässt nur langsam nach

Inflationsrate bleibt im Jahr 2023 deutlich erhöht, Druck von Energiepreisen flaut aber ab

#### Erzeugerpreise steigen mit historischem Tempo



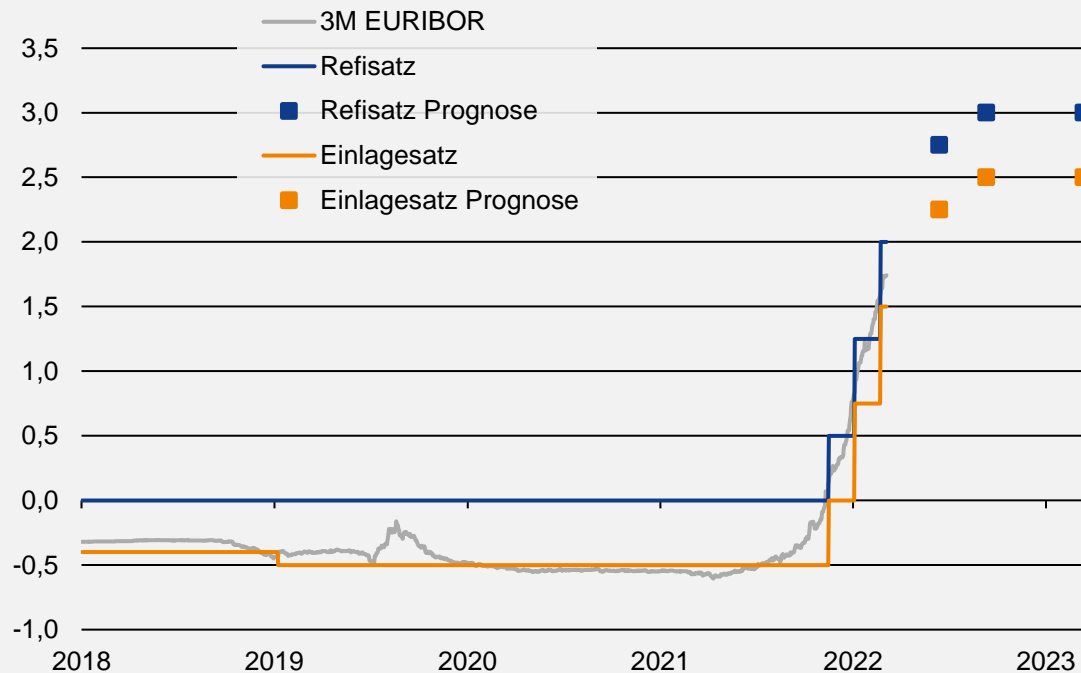
Quelle: Destatis, DZ BANK

- **Inflationsgipfel wird im Herbst 2022 überwunden sein**  
Ab Dezember Entlastung durch staatliche Hilfsmaßnahmen.
- **Teuerungsrate bleibt aber auch 2023 deutlich zu hoch**  
Druck von Seiten der Nahrungsmittelpreise hält auch 2023 an. Industrie versucht die hohe Kostenbelastung an ihre Abnehmer weiterzugeben.
- **Immobilienmarkt friert ein**  
Nachfrage leidet unter Zinsanstieg und allgemeiner Unsicherheit, Angebot unter einbrechenden Neubauzahlen und abwartenden Verkäufern. Wohnraum bleibt weiter knapp.

## 4. Geldpolitik: Zu spät dran und deshalb noch nicht fertig

Enteilte Inflationserwartungen müssen mühselig eingefangen werden

### EZB mit beiden Füßen auf dem Bremspedal (in Prozent)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

- **Zu spät dran:** Zentralbanken haben zu lange gezauert.
- **Erwartungen entteilt:** Mit Jumbo-Schritten müssen EZB & Co. die Erwartungen wieder einfangen.
- **Spirale?** Geldpolitik muss nun restriktiver werden und länger restriktiv bleiben als nötig.
- **Neues Zins- und Renditeumfeld:** Dies erfordert Anpassungen der Marktakteure an die neuen Bedingungen.
  - EZB peilt den Bereich um 3% an
  - Fed geht in Richtung 5%
  - Risiko: aufwärts
  - Flache Kurve: Kurze Laufzeiten gegen Inflationsüberraschungen bevorzugen



## 5. Rentenmärkte: Die Kupons sind zurück

Stabile Cash-Flows können das Portfolio stärken

### Steigende Finanzierungskosten für Corporates

Rendite & Kupon von EUR-Unternehmensanleihen (in Prozent)

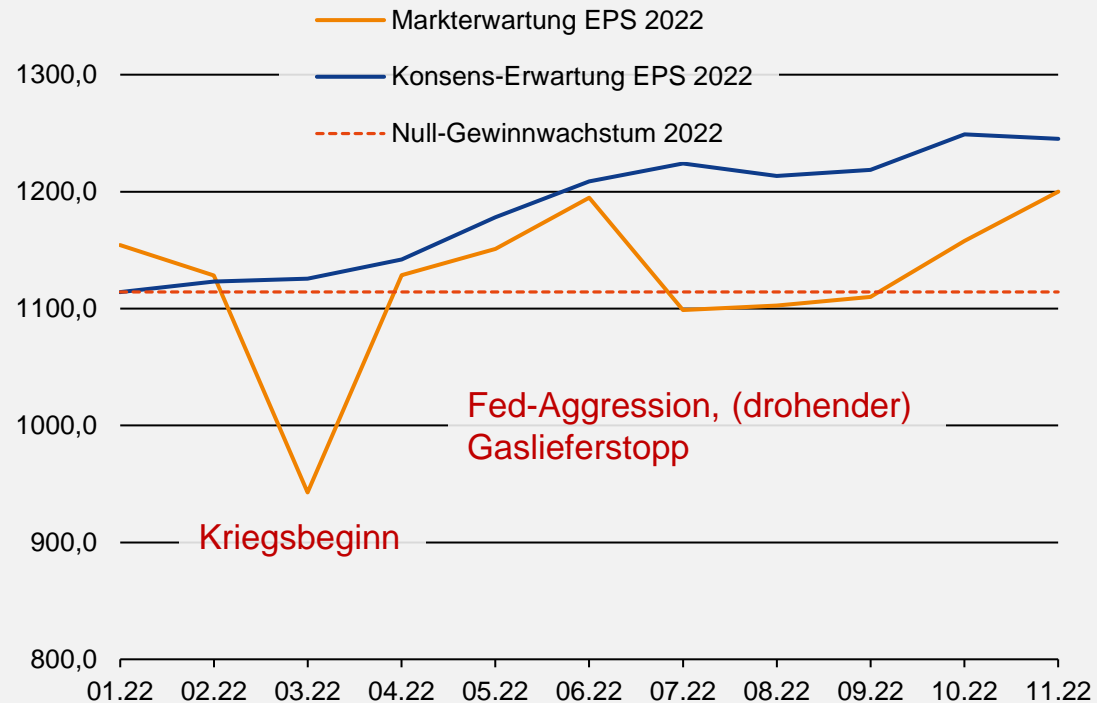


Quellen: IHS Markit, DZ BANK, iBoxx Euro Non-Financials Senior Index

- **Gar nicht übel:** EUR Investment Grade Rendite oberhalb von 4%. Aktuelle Inflation zwar bei >10%, langfristige Inflationserwartung (5y5y) bei 2,3%.
- **Differenzierte Auslese:** Nicht Branchen oder Trends stehen im Fokus, sondern die Frage, wie einzelne Emittenten im neuen Status Quo agieren (Active Inertia vs. Resilienz).
- **Es gibt Kupons:** Kupons von Neuemissionen können bei 4% und höher liegen. Diese Cash-Flows tragen zur Stabilisierung eines Portfolios gegen Kursverluste bei.
- **Solide Bonität:** Zwar ist der Aufwärtstrend der Ratings nach der Pandemie ausgelaufen, ein breiter Abwärtstrend ergibt sich bei gut aufgestellten Emittenten im Konjunkturabschwung nicht.

## 6. Aktien: Das Krisenumfeld anerkennen, die Unternehmenserfolge aber auch Robuste Gewinne und eine antizipierte Wirtschaftserholung stärken das Anlegervertrauen

### DAX-Gewinnerwartungen



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

- **New Normal:** Mit den Belastungsfaktoren leben lernen, flexibel und erfolgreich wirtschaften.
- **Krisenresiliente Unternehmensgewinne:** Die großen gelisteten Aktiengesellschaften sind nicht nur tendenziell Inflationsverursacher, sondern damit auch Inflations- und Krisenwinner.
- **Eingepreister Konjunkturpessimismus:** Mögliche Gewinneinbußen bei erwarteter Konjunkturertrübung werden schon ein gutes Stück von Kursen reflektiert.
- **Wirtschaftsaufschwung:** Folgt auf jede Krise und wird vom Aktienmarkt schon Monate im Voraus antizipiert.

## 7. Mittelfristig mehr Schwung ins Portfolio, aber nicht um jeden Preis

Opportunistische Investments aufbauen, Risiken im Auge behalten

- **Ertragsstärke** bleibt eine Schlüsseleigenschaft bei der Aktienselektion.
- **Zykliker** haben in diesem Umfeld großen Nachholbedarf, **Big-Tech** könnte eine Renaissance erleben.
- Innerhalb der **Aktienallokation 2023** bevorzugen wir eine Übergewichtung von:
  - **Zyklikern** gegenüber defensiven Werten, aber **Großunternehmen** gegenüber Nebenwerten und kleineren Unternehmen.
  - **Substanzwerte** gegenüber Wachstumstiteln, aber **Industrieländer** gegenüber Emerging Markets.

Quelle: DZ BANK

**Vielen Dank**