



## **Konjunktur 2023: Wo wir vom Marktkonsens abweichen**

Schwarmintelligenz sollte man nicht unterschätzen. In unsicheren Zeiten muss man aber auch die Risiken im Blick haben.

Viele Investoren scheinen für 2023 immer optimistischer zu werden. Den Märkten zufolge rechnen sie mit einem raschen Rückgang der Inflation, einer nicht mehr so restriktiven US-Geldpolitik und kaum weniger Weltwirtschaftswachstum als 2022. Aber die Geldpolitik kann sich schnell ändern, die Weltlage ist unsicher, und dem stabilen Arbeitsmarkt steht unter anderem ein schwacher Immobilienmarkt gegenüber. Zusammengenommen lässt das unterschiedliche Entwicklungen zu.

In vier Szenarien stellen sich unsere Volkswirte gegen den Marktkonsens. Sie glauben, dass die Assetpreise vielleicht nicht das wahrscheinlichste Szenario widerspiegeln.

So rechnet Jared Franz damit, dass die US-Leitzinsen nicht so bald gesenkt werden. Dennoch erwartet er überdurchschnittliches Wachstum, wenn sich die US-Wirtschaft erholt. Robert Lind geht in Europa von einer lockeren Fiskalpolitik und einer höheren Inflationstoleranz aus als der Marktkonsens. Für Stephen Green wird es noch Zeit brauchen, bis sich der chinesische Konsum erholt. Währungsanalyst Jens Søndergaard warnt davor, den US-Dollar vorzeitig abzuschreiben.

Unsere Portfoliomanager können die Einschätzungen unserer Volkswirte berücksichtigen, müssen sie aber nicht 1:1 umsetzen.



**Jared Franz**  
US-Volkswirt

### 1. Die Fed wird noch länger auf hohe Zinsen setzen

*Jared Franz, US-Volkswirt*

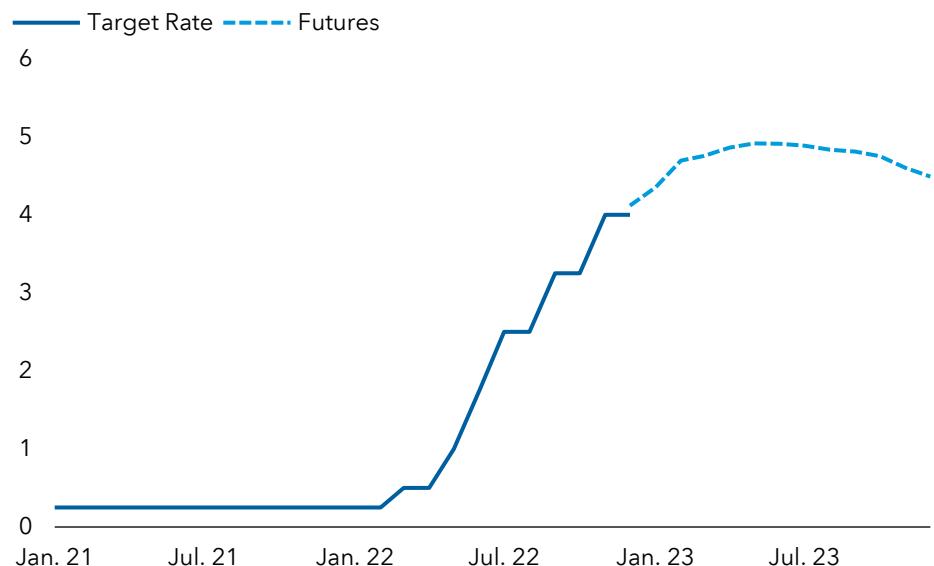
Die aktuelle Inflationsentwicklung wird die Fed zu stärkeren Zinserhöhungen zwingen. Sonst liefe sie Gefahr, die Fehler der 1960er- und 1970er-Jahre zu wiederholen. Und doch rechnet man am Markt noch immer nicht mit Leitzinsen über 5%, woran auch die Äußerungen der Notenbank nach ihrer Dezembersitzung nichts ändern. Konsens bleibt, dass der US-Wirtschaft 2023 eine Art weicher Landung gelingt, auch wenn sich viele Beobachter jetzt nicht mehr so sicher sind. Ich rechne hingegen mit einer leichten Rezession, bei der die Wirtschaft um etwa 2% schrumpft.

Das Inflationsmaximum dürfte erreicht sein, aber ein Rückgang der Teuerung auf 2% ist in weiter Ferne. Für Preisauftrieb sorgen jetzt nicht mehr Güter, sondern Dienstleistungen – und die Dienstleistungs inflation ist strukturell hartnäckiger. Es wird also Zeit und Mühe kosten, den Preisauftrieb einzudämmen.

Hinzu kommt die Arbeitsmarktentwicklung. Es werden viele neue Stellen geschaffen, und die Löhne steigen ordentlich. Mein Eindruck ist, dass selbst eine Rezession die Löhne nicht wirklich dämpfen kann. Die amerikanische Erwerbsbevölkerung altert, und nur wenig spricht dafür, dass die Partizipationsquote nach ihrem Rückgang während der Pandemie wieder steigt.

### Der Markt rechnet mit einem Leitzinsmaximum von 5%

Federal Funds Target Rate und Federal Funds Futures (%)



Stand 7. Dezember 2022. Quellen: Capital Group, Federal Reserve, FactSet

Es ist daher keineswegs auszuschließen, dass die Fed den Leitzins auf mehr als 5% erhöht. Schon gar nicht rechne ich mit einer Kehrtwende, also Zinssenkungen bis auf 3% oder 2%, sofern die Rezession nicht wirklich schlimm wird oder die Finanzmärkte in ernsthafte Schwierigkeiten geraten. Wegen der Konjunkturschwäche könnte die amerikanische Notenbank ihre Zinserhöhungen zwar bei 5% oder auch schon eher beenden, doch dürften die Leitzinsen dann noch sehr viel länger hoch bleiben.

Für dauerhaft hohe Leitzinsen spricht meiner Meinung nach auch, dass sich die Wirtschaft jetzt stärker erholen könnte als nach den letzten beiden Rezessionen. Aufgrund der Repatriierung der Produktion und der absehbaren Lieferkettenveränderungen in den nächsten zehn Jahren halte ich hohe Investitionen für möglich. Auch die Energiesicherheit und die höheren Verteidigungsausgaben erfordern in nächster Zeit mehr Kapital.

Weil Arbeitskräfte knapp sind, könnte der Konsum stabiler sein als sonst zum Ende einer Rezession. Der private Verbrauch könnte sich daher ungewöhnlich schnell wieder erholen.

## 2. In Europa könnte der Inflationsdruck anhalten

*Robert Lind, Europa-Volkswirt*



**Robert Lind**

Europa-Volkswirt

Nach der Bloomberg-Konsensschätzung erwarten die Europa-Volkswirte einen Rückgang der Verbraucherpreisinflation von zurzeit 10% z.Vj. auf 3% Ende 2023 und 2% im Jahr 2024. Ich bezweifle aber, dass die Teuerung so schnell wieder auf ihren Zielwert fällt. Dafür gibt es drei Gründe.

Erstens rechne ich mit anhaltend höheren Energiepreisen, wenn sich Europa in den nächsten Jahren von russischem Öl und Gas unabhängig macht. Die Neuausrichtung des Energiemix dürfte das Energieangebot massiv verknappen, sodass die Kosten in fast allen Wirtschaftszweigen längerfristig steigen. Das Ergebnis ist mehr Inflation bei weniger Wachstum.

Zweitens glaube ich, dass die Geldpolitik wegen des drastischen Realeinkommensrückgangs eine höhere Inflation toleriert. Andernfalls müssten sich Politik und Notenbanken mit einer noch stärkeren Rezession abfinden, als wir sie für 2023 erwarten. Weil das auch soziale Folgen hätte, rechne ich eher mit einer Lockerung der Fiskalpolitik, um die Konjunktur zu stärken. Die Notenbanken dürften das mittragen. Solange die Inflation nicht wie in den 1970ern aus dem Ruder läuft, werden die Notenbanken meiner Ansicht nach eine höhere Teuerung akzeptieren.

Drittens rechne ich damit, dass sich die Tarifpartner grundsätzlich auf höhere Löhne einigen, was die Inflation verlängern dürfte. Die Gewerkschaften drängen auf einen Inflationsausgleich, zumal Arbeitskräfte noch immer knapp sind. Die Unternehmen scheinen hier zu Zugeständnissen bereit, dürften aufgrund des Anstiegs von Löhnen und anderen Kosten aber die Preise anheben. Das wäre ein echter Regimewechsel.

In den großen europäischen Volkswirtschaften dürfte die Inflation in den nächsten drei bis sechs Monaten ihr Maximum erreichen. Allerdings rechne ich 2023 und 2024 nur mit einem langsamem Rückgang. EZB und Bank of England werden ihre Geldpolitik zunächst weiter straffen. Angesichts der schwächeren Konjunktur dürfte es beiden Notenbanken aber immer schwerer fallen, die Inflation wieder auf ihren Zielwert zu drücken.



**Stephen Green**  
Asien-Volkswirt

### 3. Keine starke Erholung in China

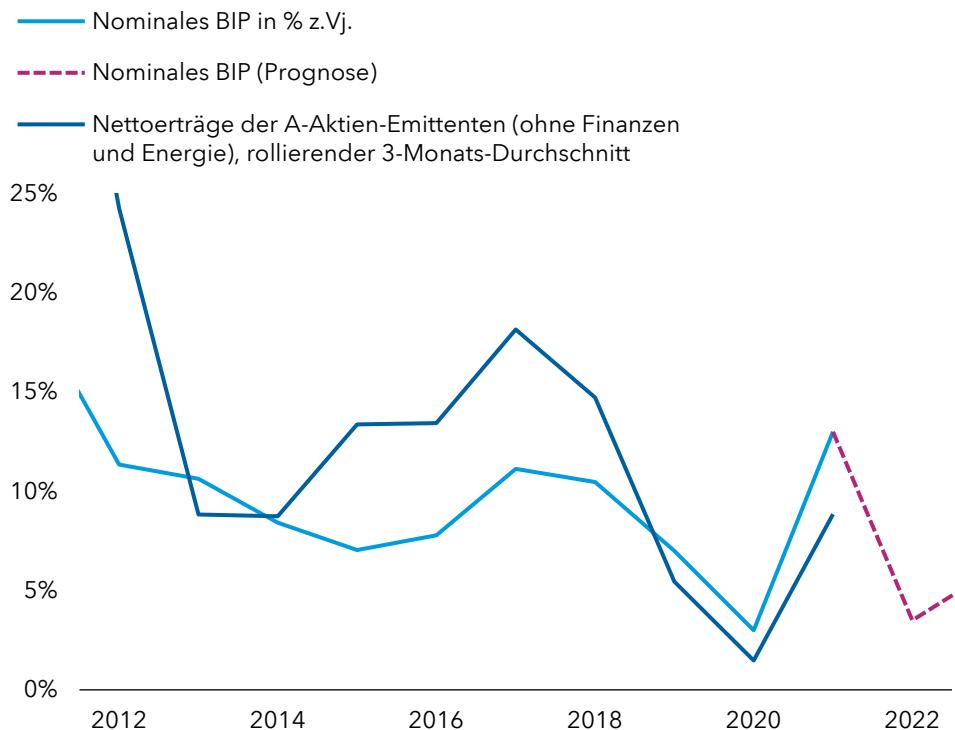
Stephen Green, Asien-Volkswirt

Während der Internationale Währungsfonds 2023 für China 4,4% Wirtschaftswachstum erwartet, rechne ich real nur mit 3% bis 4%. Dennoch glaube ich, dass die wirtschaftlichen Folgen der Null-COVID-Politik nachlassen, sich der Immobilienmarkt wieder erholt und höhere Infrastrukturausgaben die chinesische Wirtschaft etwas stärken.

Man sollte aber auch das nominale BIP im Auge behalten. Traditionell entwickeln sich nominales Wirtschaftswachstum und Gewinnwachstum in China recht ähnlich, sodass der Abschwung 2022 auch das Gewinnwachstum gedämpft hat. 2023 rechne ich mit 2,5% Inflation und etwa 6% nominalem Wirtschaftswachstum. Die Unternehmensgewinne würden dann im Vorjahresvergleich etwas steigen, was aber in den Aktienkursen wohl schon teilweise berücksichtigt ist. Wirtschaft und Unternehmensgewinne könnten dieses Jahr nachlassen, sodass eine starke Erholung der Aktienmärkte ausbleibt.

#### Konjunktur und Unternehmensgewinne könnten enttäuschen

Nominales BIP-Wachstum in China und Nettoerträge der A-Aktien-Emittenten in % z.Vj.



Quellen: Capital Group, Staatliches Amt für Statistik der VR China. Stand 7. Dezember 2022.  
Chinesische A-Aktien sind Aktien festlandchinesischer Unternehmen mit Börsenzulassung in Shanghai oder Shenzhen.

China könnte unter einem möglichen Rückgang der Exporte und einem Einbruch des Immobiliensektors leiden. In den letzten Jahren entfielen etwa 25% des chinesischen BIP direkt oder indirekt auf den Immobiliensektor.

Wegen des überraschend schnellen Endes der Null-COVID-Politik könnte sich der Konsum zumindest etwas erholen. Entscheidend wird aber sein, wie stark die Arbeitslosigkeit fällt, und hier rechne ich tatsächlich nur mit geringen Fortschritten. Die Haushaltseinkommen waren ebenso schwach wie Lohnanstieg

und Kreditvergabe. Das Verbrauchertrauen hält sich noch immer in Grenzen, die Arbeitslosigkeit ist hoch. Natürlich hat Null-COVID dem Konsumklima massiv geschadet. Die Lohnentwicklung ist aber auch wichtig.

Die Frage ist jetzt, wie schlimm die Corona-Winterwelle wird. Lokale Behörden werden wohl wieder einzelne Restriktionen einführen, um die Inzidenzen zu senken. Ohne eine ernste Gesundheitskrise mit vielen Todesfällen glaube ich aber, dass sich die chinesische Konjunktur bis zum Frühjahr wieder normalisiert. Doch selbst dann dürfte das Wirtschaftswachstum hinter den Markterwartungen zurückbleiben.



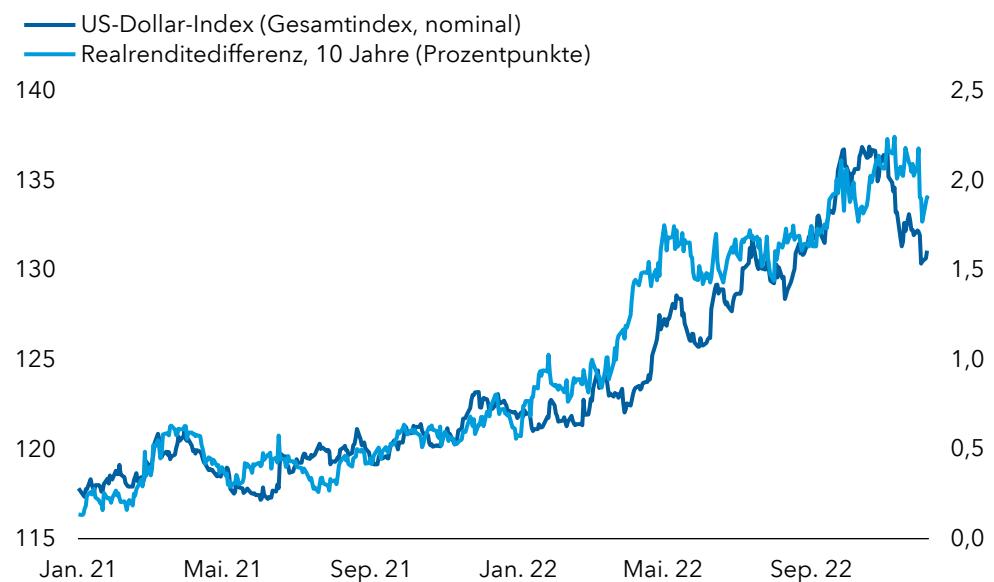
Jens Søndergaard  
Währungsanalyst

#### 4. Schreiben Sie den US-Dollar noch nicht ab

*Jens Søndergaard, Währungsanalyst*

Die jüngste US-Dollarschwäche kommt mir eher wie eine Bärenmarktrallye vor. Im 4. Quartal 2022 gab der Dollar gegenüber dem Euro um etwa 7% und gegenüber dem Yen um 6% nach, obwohl sich die Realrenditen kaum verändert haben. Offensichtlich teilt man am Anleihenmarkt nicht den Optimismus der Aktien- und Währungsmärkte. Man rechnet weder mit einer Kehrtwende der Fed noch mit Konjunkturprogrammen in China oder besseren Nachrichten aus der Ukraine.

#### Die Zinsen waren nicht der Grund für die jüngste US-Dollarschwäche US-Dollar-Index und Realrenditedifferenz



Quellen: Capital Group, JP Morgan, Bloomberg. Stand 6. Dezember 2022. Die Realrenditedifferenz ist die Differenz zwischen der zehnjährigen US-Realrendite und dem Durchschnitt der Realrenditen der drei Industrieländer Deutschland, Japan und Großbritannien.

Ich glaube, dass man am Anleihenmarkt weiter auf den Faktor achten wird, der den US-Dollar in den letzten Jahren gestärkt hat: die Realzinsdifferenz. Ich glaube erst dann an ein Ende der Dollarstärke, wenn sich die Realrenditen in den USA und anderen Ländern wirklich ändern. Die Renditedifferenz muss fallen, aber so weit sind wir noch nicht.

Vielleicht haben die zehnjährigen US-Realrenditen ihren Höhepunkt bereits überschritten. Dann könnte ein wichtiger Positivfaktor für den US-Dollar wegfallen. Schließlich bestimmen Renditeveränderungen und nicht Absolutrenditen die Wechselkurse.

Wenn der US-Dollar unattraktiver wird, könnte er vor allem gegenüber den Emerging-Market-Währungen stark nachgeben. In vielen Emerging Markets wurden die Leitzinsen früher und stärker erhöht als in den großen Industrieländern. Die Realrenditen der Emerging Markets scheinen daher vergleichsweise attraktiv, aber auf einen schwächeren Dollar werden wir wohl noch mindestens ein Jahr warten müssen. Die Fundamentaldaten der Emerging Markets mögen zwar besser sein, aber die hohe Inflation oder die schwächere Weltkonjunktur sprechen kaum für Emerging-Market-Währungen.

---

**Jared Franz** ist Volkswirt mit 16 Jahren Branchenerfahrung. Er hat einen PhD in Volkswirtschaft von der University of Illinois in Chicago und einen Bachelor in Mathematik von der Northwestern University.

**Robert Lind** ist Volkswirt bei Capital Group. Er hat 34 Jahre Branchenerfahrung. Er hat einen Bachelor in Philosophie, Politik und Volkswirtschaft (PPE) von der Oxford University.

**Stephen Green** ist Volkswirt bei Capital Group mit 17 Jahren Branchenerfahrung. Er hat einen PhD in Staatswissenschaften von der London School of Economics und einen Bachelor in Sozial- und Politikwissenschaften (mit Auszeichnung) von der Cambridge University.

**Jens Søndergaard** ist Währungsanalyst mit 16 Jahren Branchenerfahrung. Er hat einen PhD in Volkswirtschaft und einen Master in Internationalen Beziehungen von der Georgetown University

---

**Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere.**

**Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:**

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

**In Deutschland** ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

**In der Schweiz** wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2023 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF-3909656 STR DE AT CH (DE) P**