

Konjunktur und Strategie

2. Februar 2023

Ende des Zinszyklusses in Sicht: Weitere Kurserholung bei Aktien und Anleihen wahrscheinlich

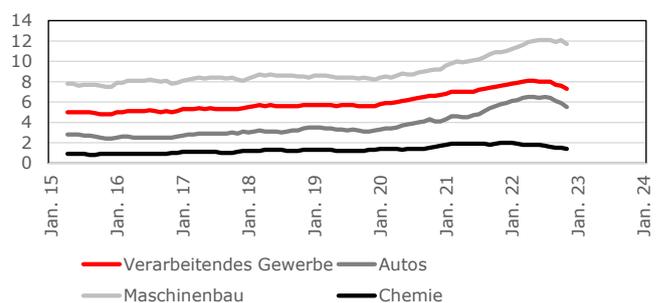
Nach einem völlig verkorksten Anlagejahr 2022 sind die Kapitalmärkte fulminant ins neue Jahr gestartet. Der DAX hat mit einer Wertentwicklung von mittlerweile zehn Prozent das Jahresendziel vieler Analysten bereits erreicht, 10-jährige Bundesanleihen weisen ein Plus von gut drei Prozent auf, und die 30-jährige Bundesanleihe weist nach einem Minus von fast 50 Prozent im Jahr 2022 auch schon einen Wertzuwachs von rund zehn Prozent auf. Ist diese schöne Entwicklung nur eine Momentaufnahme und droht ein neuer, vielleicht auch deutlicher Rückschlag oder besteht die Chance auf eine Fortsetzung dieser Entwicklung?

Wirtschaft hält sich besser als gedacht

Drei Gründe sprechen dafür, dass sich die positive Marktentwicklung fortsetzen dürfte: Nachdem die wichtigsten Frühindikatoren für die deutsche Wirtschaft im Herbst 2022 auf mehrjährige Tiefstände gefallen waren und damit eine bevorstehende Rezession signalisierten, ist es in den vergangenen Monaten zu einer kräftigen Erholung gekommen. Vor allem die vom Ifo-Institut erhobene Einschätzung der Unternehmen zu ihrer aktuellen Geschäftslage hat sich in der Vergangenheit als zuverlässiger Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung erwiesen, und von dieser Seite kommt mittlerweile vorsichtige Entwarnung. Das bedeutet nicht, dass die Bäume für die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr in den Himmel wachsen, doch gemessen an den ursprünglich pessimistischen Einschätzungen hat sich die Situation deutlich entspannt. Dies hat vor allem etwas mit den rückläufigen

Energiepreisen und den gut gefüllten Gasspeichern zu tun. Die aktuellen Börsenpreise für Gas und Strom liegen rund 20 Prozent unter dem Vorjahresniveau und etwa 75 Prozent tiefer im Vergleich zu den Rekordpreisen des letzten Sommers. Mit knapp 79 Prozent (Stand: 31.1.2023) ist der Füllstand der Gasspeicher zudem deutlich höher als in den vergangenen beiden Jahren, die Gefahr einer Gasmangellage in diesem Jahr ist damit gebannt. Und auch für den Winter 2023/24 verbessern sich die Perspektiven, weil die Speicherstände bis zum Ende der Heizperiode nicht auf null sinken werden. Spielt das Wetter weiterhin mit, dürften die Vorräte im kommenden Herbst wieder gut aufgefüllt sein. Für 2023 zeichnet sich somit für das Wirtschaftswachstum in Deutschland ein leichtes Plus von rund einem halben Prozent ab.

Deutschland: Reichweite des Auftragsbestands in Monaten



Obwohl die deutschen Unternehmen in den vergangenen zehn Monaten kaum neue Aufträge erhalten haben, haben sie mehrheitlich immer noch viele Bestellungen in den Büchern. Vor dem Beginn der Corona-Pandemie betrug die durchschnittliche Reichweite des Auftragsbestands in der Industrie 5,4 Monate, derzeit sind es immer noch 7,3 Monate. Über besonders hohe Auftragsbestände verfügt beispielsweise die Investitionsgüterindustrie und hier

speziell der Maschinenbau. Aus diesem Grund wird sich auch an der außerordentlich robusten Arbeitsmarktsituation kaum etwas ändern. Der Konsum als wichtigstes volkswirtschaftliches Aggregat wird von daher trotz sinkender Realeinkommen relativ stabil bleiben, zumal viele Privathaushalte immer noch über überdurchschnittlich hohe Ersparnisse verfügen, die sie in der Hochzeit der Corona-Pandemie gebildet haben.

Auch die Abkehr Chinas von der Null-Covid-Politik hin zur Full-Covid-Politik und die wohl weitgehend abgeschlossene Regulierung großer Technologie-Unternehmen sind gute Nachrichten für die Konjunktur und Kapitalmärkte. Nachdem China als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft 2022 ausfiel, werden von einem dynamischeren Wachstum im Reich der Mitte nicht nur die asiatischen Nachbarländer, sondern auch alle anderen Handelspartner Chinas profitieren. Für Deutschland könnte eine Erholung Chinas gerade zum richtigen Zeitpunkt kommen, da nicht auszuschließen ist, dass sich die konjunkturelle Situation unseres größten Exportpartners, den Vereinigten Staaten, ab Mitte 2023 verschlechtert. Im ersten Halbjahr wird die US-Wirtschaft – ähnlich wie es bei uns der Fall ist – noch von der niedrigen Arbeitslosigkeit und dem Überschuss an Ersparnissen profitieren. Auch wenn es in den vergangenen Wochen viele Berichte über anstehende Entlassungen bei großen Technologiefirmen gab, können diese negativen Effekte derzeit noch durch die hohe Arbeitskräftenachfrage von kleineren US-Unternehmen kompensiert werden. Die mittlerweile acht Zinserhöhungen von insgesamt 450 Basispunkten seit dem letzten Jahr dürften das Wachstum jedoch weiter bremsen, sodass das Risiko einer zumindest milden US-Rezession im zweiten Halbjahr besteht.

US-Notenbank fast am Ziel

Damit kommen wir zu den beiden wichtigsten Einflussfaktoren für die Kapitalmarktentwicklung im Jahr 2023: der Inflation und der Geldpolitik. Nachdem das Ausmaß und die Hartnäckigkeit des Inflationsanstieges lange Zeit unterschätzt wurde, könnte es 2023 passieren, dass der Federal Reserve derselbe Fehler unterläuft wie in den vergangenen beiden Jahren – diesmal allerdings mit umgekehrtem Vorzeichen. So ist die Jahresrate der PCE-Inflation sechs Mal in Folge von 7,0 Prozent auf 5,0 Prozent gefallen. Die PCE-Kerninflation lag im Dezember bei 4,4 Prozent. Das ist zwar immer noch deutlich zu hoch, aber die Richtung stimmt, und die auf das Gesamtjahr hochgerechnete Drei-Monats-Veränderungsrate lag mit 2,9 Prozent so niedrig wie zuletzt im Januar 2021.

Von daher gehen wir davon aus, dass die US-Inflation in der zweiten Jahreshälfte auf weniger als drei Prozent zurückgehen wird. Hinzu kommt, dass sich die Lieferkettenprobleme deutlich entspannen und sich die Transportkosten wieder verbilligen. So notieren Containerfrachtraten fast 80 Prozent unter dem Vorjahreswert. Ein Blick auf die Preiskomponenten der US-Einkaufsmanagerindizes legt zudem nahe, dass die Inflationsraten bis Ende des Jahres mindestens wieder Richtung drei Prozent sinken werden. Bleiben negative Schocks im weiteren Jahresverlauf aus, könnte vielleicht sogar die Zwei-Prozent-Marke schon gegen Jahresende wiedergesehen werden.

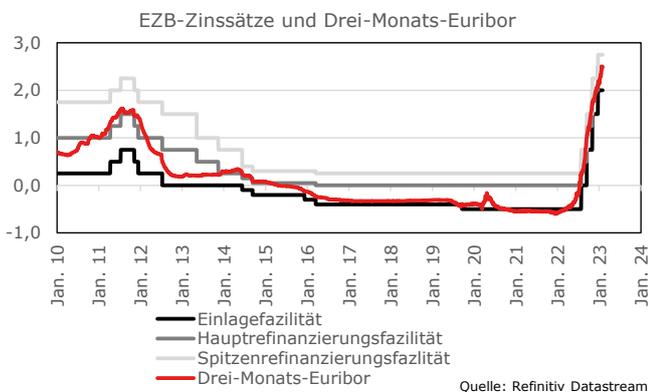


In den USA rückt somit das Ende des Zinserhöhungszyklusses näher. Auch wenn Fed-Präsident Powell auf der Pressekonferenz am Mittwoch zunächst davon sprach, dass die Notenbank weitere Zinsschritte (Mehrzahl!) plane, weil die Inflation noch nicht besiegt sei, machte er auf eine Nachfrage hin deutlich, dass eine Erhöhung des Leitzinses auf mehr als fünf Prozent keine ausgemachte Sache sei, sondern von den nächsten Konjunktur- und Inflationsdaten abhängt. Aus unserer Sicht gibt es gute Gründe davon auszugehen, dass nach einer weiteren Zinserhöhung von 25 Basispunkten am 22. März eine Zinspause folgen wird, damit die US-Notenbank analysieren kann, wie sich ihre restriktive Geldpolitik auf die Inflation und die Wirtschaft auswirkt. Hebt die Federal Reserve den Leitzins ein weiteres Mal um 25 Basispunkte auf dann rund fünf Prozent an, wäre die Geldpolitik gemessen an einer von uns erwarteten Preissteigerungsrate von drei Prozent schon restriktiv, bei einer Inflation von zwei Prozent sogar zu restriktiv. Die aus den Fed Funds Futures ablesbare Markterwartung zweier Zinssenkungen im November und Dezember dieses Jahres um jeweils 25 Basispunkte ist von daher keineswegs abwegig. Unterstützen die künftigen Daten ein solches geldpolitisches Vorgehen, werden dies die Aktien- und Anleihemärkte mit weiteren Kurssteigerungen honorieren.

Weitere Zinserhöhungen der Europäische Zentralbank absehbar

Im Unterschied zur US Federal Reserve (oder auch der Bank of England) lässt die Europäische Zentralbank derzeit noch nicht erkennen, von ihrem Weg hin zu einer strafferen Geldpolitik in absehbarer Zeit abrücken zu wollen. Nach der heutigen Leitzinserhöhung von 50 Basispunkten wird im März ein weiterer Zinsschritt in dieser Größenordnung folgen. Danach wird der EZB-Rat eine Bewertung des darauffolgenden geldpolitischen Pfads vornehmen. Die Feststellung von EZB-Präsidentin Lagarde, dass die Inflationsrisiken mittlerweile wieder ausgeglichener sind als zuvor, könnte dahingehend verstanden werden, dass im Mai noch eine weitere kleine Anpassung beschlossen wird und damit dann der Zinsgipfel erreicht ist. Der Einlagenzinssatz wird im Sommer somit wohl bei 3,00 bis 3,25 und der Hauptrefinanzierungssatz bei 3,50 bis 3,75 Prozent liegen. Ein gewisses Risiko gibt es jedoch, dass die EZB im Juni noch eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte beschließt, sollte die Inflationsrate und vor allem die Kerninflation nicht schnell genug sinken.

Sommer bei etwa null und im Herbst/Winter bei etwa plus ein bis zwei Prozent. Schlägt die Inflation also tatsächlich den oben beschriebenen Weg ein und bleiben neue Preisschocks aus, könnten die Notenbanken schneller als momentan erwartet den Fuß von der Bremse nehmen. Trotz eines eher schwachen wirtschaftlichen Umfelds in diesem Jahr dürfte der Rückgang der Inflation der ausschlaggebende Grund für ein erfreuliches Kapitalmarktjahr 2023 sein. Die Kapitalmärkte sollten somit ihre Aufholjagd nach dem verkorksten Vorjahr in der nächsten Zeit fortsetzen.



Nachdem die Inflationsrate in der Eurozone in den vergangenen drei Monaten von 10,6 auf 8,5 Prozent gesunken ist, sollte sich dieser Trend in den kommenden Monaten fortsetzen. Unter der Voraussetzung, dass die Energiepreise auf ihrem derzeitigen Niveau verharren, werden Basiseffekte dazu führen, dass sich die Inflationsrate in der Eurozone im Frühjahr deutlich zurückbildet, so dass in den Sommermonaten eine Inflationsrate von etwa vier Prozent wahrscheinlich ist. Im Spätherbst sollte ein weiterer Basiseffekt dazu führen, dass die Preissteigerungsrate auf etwa drei Prozent sinkt. Bleiben negative Überraschungen bei den anderen Preiskomponenten im Warenkorb aus, ist selbst das Erreichen einer Inflationsrate von zwei Prozent im vierten Quartal 2023 nicht völlig ausgeschlossen. Der reale Leitzins läge somit im

Überblick über Marktdaten

	Stand 02.02.2023 16:28	Veränderung zum				
		26.01.2023 -1 Woche	30.12.2022 -1 Monat	01.11.2022 -3 Monate	01.02.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	33909	-0,1%	2,3%	3,8%	-4,2%	2,3%
S&P 500	4167	2,6%	8,5%	8,0%	-8,4%	8,5%
Nasdaq	12046	4,6%	15,1%	10,6%	-16,0%	15,1%
Russell 2000	1976	3,8%	12,2%	6,7%	-3,6%	12,2%
DAX	15450	2,1%	11,0%	15,8%	-1,1%	11,0%
MDAX	29639	2,9%	18,0%	23,4%	-12,1%	18,0%
TecDAX	3318	3,6%	13,6%	16,1%	-5,3%	13,6%
EuroStoxx 50	4216	1,0%	11,1%	15,5%	-0,2%	11,1%
Stoxx 50	3831	-0,8%	4,9%	7,4%	0,8%	4,9%
SMI (Swiss Market Index)	11151	-1,5%	3,9%	3,4%	-9,8%	3,9%
FTSE 100	7794	0,4%	4,6%	8,5%	3,4%	4,6%
Nikkei 225	27402	0,1%	5,0%	-1,0%	1,2%	5,0%
Brasilien BOVESPA	110663	-3,1%	0,8%	-5,4%	-2,3%	0,8%
Russland RTS	1004	1,8%	3,4%	-10,2%	-31,1%	3,4%
Indien BSE 30	59932	-0,5%	-1,5%	-1,9%	1,8%	-1,5%
China CSI 300	4181	0,0%	8,0%	15,1%	-8,4%	8,0%
MSCI Welt	2810	1,2%	8,0%	10,3%	-9,0%	8,0%
MSCI Welt SRI	2691	1,7%	8,8%	-0,6%	-10,5%	8,8%
MSCI Emerging Markets	1043	-0,9%	9,0%	20,2%	-14,1%	9,0%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	136,75	-100	382	-209	-3201	382
Bobl-Future	118,33	65	258	-159	-1378	258
Schatz-Future	106,00	14	58	-99	-586	58
3 Monats Euribor	2,48	58	59	182	303	59
3M Euribor Future, Dez 2023	3,45	10	-16	44	310	-16
3 Monats \$ Libor	4,80	-1	3	34	449	3
Fed Funds Future, Dez 2023	4,47	-5	-17	-21	269	-17
10-jährige US Treasuries	3,38	-11	-45	-67	158	-45
10-jährige Bunds	2,09	-9	-47	-4	209	-47
10-jährige Staatsanl. Japan	0,50	34	9	25	32	9
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,13	-9	-48	-3	105	-48
US Treas 10Y Performance	605,19	0,8%	4,4%	6,5%	-11,1%	4,4%
Bund 10Y Performance	540,46	-0,7%	2,9%	-0,6%	-17,0%	2,9%
REX Performance Index	434,12	-0,5%	0,4%	-1,3%	-10,8%	0,4%
IBOXX AA, €	3,37	11	-22	-4	269	-22
IBOXX BBB, €	4,25	8	-45	-54	304	-45
ML US High Yield	8,14	-2	-83	-94	268	-83
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	2,4%	-15,9%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	591,00	-3,9%	-3,1%	-7,9%	-5,7%	-3,1%
MG Base Metal Index	452,47	-0,6%	8,2%	21,2%	-4,8%	8,2%
Rohöl Brent	81,54	-6,8%	-4,0%	-13,9%	-8,6%	-4,0%
Gold	1925,00	-0,1%	6,0%	17,0%	6,6%	6,0%
Silber	23,52	-1,8%	-1,0%	19,5%	3,6%	-1,0%
Aluminium	2597,25	-0,2%	10,5%	16,3%	-14,9%	10,5%
Kupfer	9060,50	-2,6%	8,3%	17,4%	-7,0%	8,3%
Eisenerz	126,33	3,1%	13,5%	57,9%	-9,0%	13,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	668	-1,3%	-55,9%	-51,5%	-53,6%	-55,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0907	0,1%	2,3%	9,7%	-3,1%	2,3%
EUR/ GBP	0,8878	1,1%	0,1%	3,1%	6,6%	0,1%
EUR/ JPY	140,34	-0,7%	-0,2%	-4,1%	8,7%	-0,2%
EUR/ CHF	0,9940	-0,6%	0,9%	0,6%	-4,2%	0,9%
USD/ CNY	6,7320	-0,9%	-2,5%	-7,5%	5,8%	-2,5%
USD/ JPY	128,95	-1,0%	-1,7%	-13,0%	12,4%	-1,7%
USD/ GBP	0,8143	0,6%	-2,1%	-6,7%	10,0%	-2,1%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
slandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.