

Konjunktur und Strategie

6. April 2023

Globaler Zinserhöhungszyklus vor dem Ende?

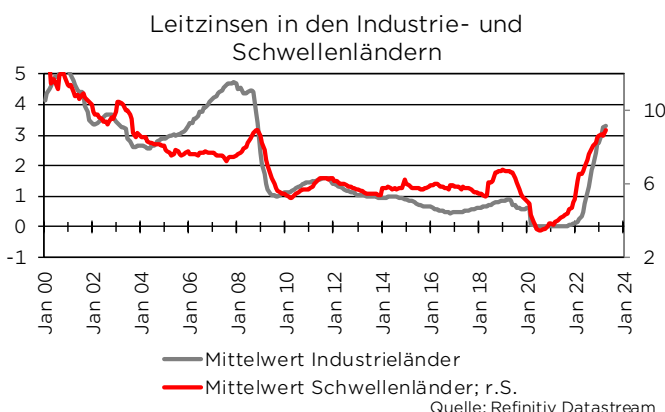
Vor fast genau einem Jahr nahm die US-Notenbank ihren Kampf mit der Inflation auf. Mitte März 2022 erhöhte sie erstmals ihren Leitzins um 25 Basispunkte und gab damit den Startschuss für den schärfsten Zinserhöhungszyklus seit den 1980er Jahren. Neun Zinserhöhungen später liegt der Leitzins in den USA nicht mehr bei null, sondern bei fast fünf Prozent. Viele andere Zentralbanken aus den Industrieländern beschritten denselben Weg: Sowohl die Europäische Zentralbank, die Bank of England als auch die Notenbanken in der Schweiz, in Australien, Neuseeland, Kanada, Norwegen und Schweden haben ihre Geldpolitik in den vergangenen 12 Monaten deutlich gestrafft. Die Ausnahme bildet die Bank of Japan, die an ihrem negativen Leitzins von -0,1 Prozent bis zuletzt festgehalten hat. Wesentlich früher und auch noch entschlossener haben einige Notenbanken in den Schwellenländern auf den Inflationsschub reagiert. In Brasilien beispielsweise begann der Zinserhöhungszyklus schon im März 2021, seitdem wurde der Leitzins in zwölf Schritten von zwei auf 13,75 Prozent angehoben.

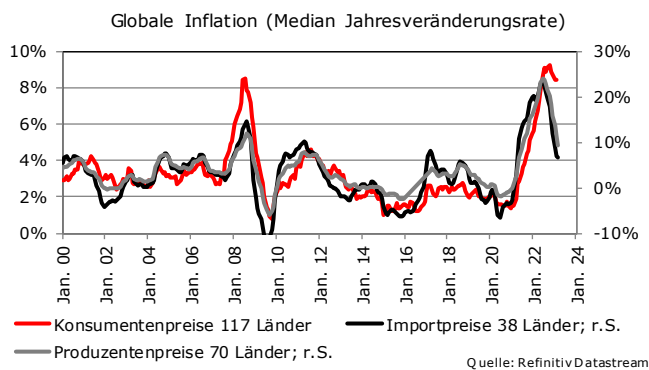
Mittlerweile zeichnet sich jedoch ab, dass der Inflationshöhepunkt überschritten ist. In den USA ist die PCE-Kerninflationsrate, auf die Federal Reserve genau achtet, um über weitere Zinsanpassungen zu entscheiden, von 5,4 Prozent in der Spitze auf zuletzt 4,6 Prozent gesunken. In der Eurozone ist zwar die Gesamtinflationsrate aufgrund des nachlassenden Preisrucks seitens der Energiepreise von fast elf auf zuletzt knapp sieben Prozent zurückgegangen, bei der Kerninflation gibt es aber noch keine Entwarnung. Dies ist vor allem auf die Entwicklung bei uns in Deutschland zurückzuführen, da sich hier die Dienstleistungspreise weiter verteuert haben.

Inflationshöhepunkt überschritten

In den Schwellenländern war die restriktive Geldpolitik hingegen schon erfolgreicher, so ist in Brasilien die Inflation von 12,1 auf 5,6 Prozent gesunken. Wir gehen davon aus, dass die Steigerungsrate der Konsumentenpreise in den kommenden Monaten deutlich sinken wird, dies signalisieren die deutlich rückläufigen Inflationsraten der Import- sowie der Produzentenpreise.

Aus diesem Grund setzen viele Marktteilnehmer darauf, dass sich die Zeit steigender Zinsen dem Ende nähert. Für die USA wird mehrheitlich damit gerechnet, dass die Federal Reserve den Leitzins nicht weiter erhöht und sie schon in der zweiten Jahreshälfte damit beginnt, die Zinsen wieder zu senken. Zu dieser Einschätzung hat vor allem die unerwartete Pleite zweier US-Regionalbanken beigetragen, weil nicht wenige Ökonomen nun davon ausgehen, dass sich nicht nur die bremsende Geldpolitik, sondern zusätzlich auch noch eine geringere Kreditvergabe potenziell angeschlagener Banken negativ auf die wirtschaftlichen Perspektiven auswirkt.





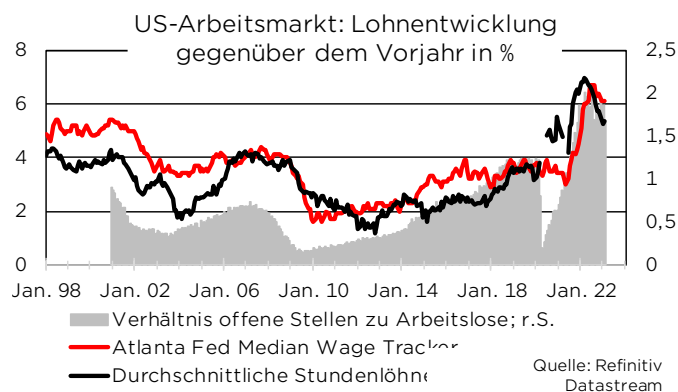
Die aktuellen Wochendaten der US-Notenbank zeigen allerdings, dass der Stress im US-Bankensystem Ende März wieder nachgelassen hat. Die Einlagen bei den kleinen US-Banken haben sich bei 5,4 Billionen US-Dollar stabilisiert, gleichzeitig ist die Kreditaufnahme etwas gesunken. Dass Banken ihre Kreditvergabebedingungen verschärfen, wenn die Zinsen steigen, und daraufhin das Kreditwachstum zurückgeht, ist ein von den Notenbanken mit ihrer restriktiveren Geldpolitik gewünschter, konjunkturbremsender Effekt. Auch wenn man sich noch nicht sicher sein kann, dass die Vertrauenskrise in den Bankensektor bereits ausgestanden ist, hat sich das schnelle Eingreifen der Behörden bislang positiv ausgewirkt. Auch in der Eurozone steht der Bankensektor im Unterschied zur Finanzkrise 2008/2009 heute auf einem solideren Fundament. Trotz der niedrigen Zinsen ist keine Kreditblase entstanden, das Kreditwachstum betrug in den letzten Jahren im Durchschnitt nur vier Prozent. Zudem verfügen Banken heute über deutlich bessere Liquiditätskennzahlen und Kapitalquoten als es vor 15 Jahren der Fall war.

Um die Kunden im Falle einer Bankenschieflage zu schützen, sind in den USA Einlagen bis 250.000 USD pro Anleger versichert. Bei uns in Deutschland gibt es dagegen ein noch umfangreicheres, zweistufiges Sicherungssystem: Zum einen die gesetzliche Einlagensicherung bis 100.000 €, zum anderen gehören die meisten Institute einer zusätzlichen, freiwilligen Einlagensicherung an. Bei den privaten Banken sind in der Regel Einlagen in Höhe von mindestens 750.000 € geschützt, in vielen Fällen sind es sogar bis zu 5 Mio. € für private Sparer und bis zu 50 Mio. € für Unternehmen.

Keine Zinssenkungen in den USA und in der Eurozone in diesem Jahr

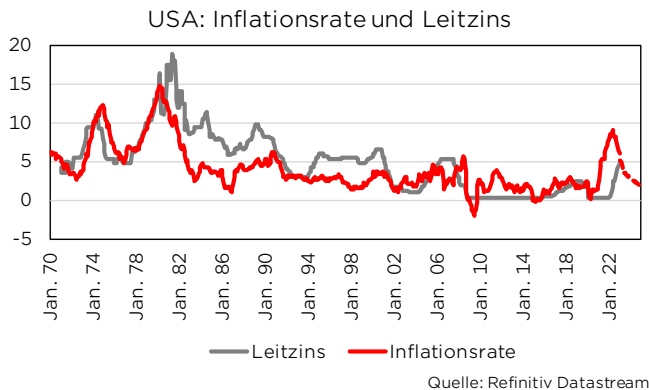
Vieles spricht derzeit dafür, dass die negativen wirtschaftlichen Effekte der Bankenkrise begrenzt bleiben und es nicht zu dem befürchteten „credit crunch“ kommt. Dennoch werden die Bäume aus konjunktureller Sicht in

diesem Jahr nicht in den Himmel wachsen. Noch profitieren Unternehmen jedoch von ihren Auftragsbeständen und private Haushalte von ihren Ersparnissen. Dies ist auch ein wesentlicher Grund dafür, dass die Inflationsraten nur sehr langsam sinken. In der Eurozone haben viele Wirtschaftsdaten in diesem Jahr positiv überrascht. So sind in Deutschland die Industrieproduktion, Auftrags-eingänge und die Exporte zu Jahresbeginn kräftig angestiegen, sodass die Wahrscheinlichkeit eines negativen Wirtschaftswachstums im ersten Quartal deutlich abgenommen hat. In den USA ist das Bild kritischer, die meisten Frühindikatoren entwickeln sich derzeit rückläufig, auch am Arbeitsmarkt schwächt sich die Dynamik ab. Dies hat zuletzt die Sorgen vor einer bevorstehenden Rezession geschürt. Wir würden die aktuellen Daten jedoch im Moment nicht überbewerten. Die schlechtere Stimmung der US-Unternehmen im März könnte auf die Turbulenzen im Bankensektor zurückzuführen sein. Die Abschwächung am Arbeitsmarkt ist sogar positiv zu bewerten, da (endlich) der von der Notenbank gewünschte Effekt, der auf das Verhindern einer Lohn-Preis-Spirale abzielt, einzutreten scheint. Solange es bei einer leichten Abkühlung bleibt, ohne dass die Arbeitslosigkeit massiv ansteigt, würde dies die Chancen auf eine „sanfte Landung“ der US-Wirtschaft erhöhen.



Aus diesem Grund rechnen wir mit einer weiteren Zinserhöhung in Höhe von 25 Basispunkten auf der nächsten FOMC-Sitzung am 3. Mai – obwohl die PCE-Kerninflationsrate erstmals seit der Corona-Pandemie wieder unterhalb des Leitzinses liegt. Im Unterschied zu den meisten Marktteilnehmern, die im weiteren Verlauf des Jahres mit bis zu drei Zinssenkungen rechnen, gehen wir davon aus, dass die Fed die Zinsen vorerst unverändert lassen wird. Schließlich war der reale Leitzins vor einer ersten Zinssenkung in der Vergangenheit immer deutlich höher als heute (Ausnahme 2019), in der Regel lag er zwischen zwei und drei Prozent. Noch wichtiger ist, dass die PCE-Kerninflationsrate seit den 1990er Jahren im Vorfeld der

ersten Zinssenkung bei etwa zwei Prozent lag, häufig sogar darunter. Da die Kerninflationsrate in diesem Jahr die Zwei-Prozent-Marke nicht erreichen wird, werden die vom Markt erwarteten Zinssenkungen wohl ausbleiben – so schnell wird die Fed nicht die weiße Fahne hissen.



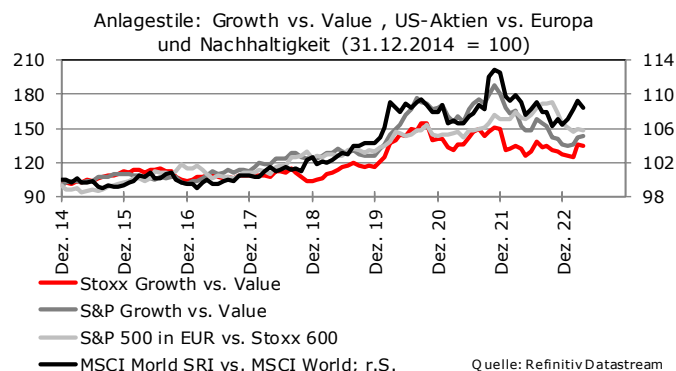
Ähnlich sieht es in der Eurozone aus. Die EZB dürfte ihren Leitzins noch mindestens ein weiteres Mal in diesem Jahr um 25 Basispunkte anheben, vermutlich auf der nächsten Sitzung am 4. Mai. Darüber hinaus ist aus heutiger Sicht eine weitere Erhöhung um 25 Basispunkte am 15. Juni wahrscheinlich, ehe auch die EZB dann für den Rest des Jahres eine Zinspause einlegen dürfte.

Expansivere Geldpolitik in den Industrieländern ab 2024, in den Schwellenländern vermutlich früher

Solange es zu keiner Rezession kommt, dürften die meisten Notenbanken in den Industrieländern mit Blick auf die immer noch zu hohen Inflationsraten das Thema Zinssenkungen erst im nächsten Jahr auf die Agenda nehmen. Sobald absehbar ist, dass sich die Preissteigerungsraten, vor allem auch die Kernrate, wieder in Richtung zwei Prozent bewegt, werden die Zinsampeln von gelb auf grün springen. In den USA könnte die Federal Reserve den Leitzins 2024 um rund 200 Basispunkte auf etwa drei Prozent reduzieren, in der Eurozone sind im nächsten Jahr Zinssenkungen zwischen 50 und 100 Basispunkten denkbar. Insofern stimmen wir mit der grundsätzlichen Richtung der heutigen Markterwartungen überein, erwarten aber ein späteres Einsetzen der Zinssenkungen.

Geht unser Szenario auf, dürfte sich die hohe Volatilität an den Anleihemärkten zunächst fortsetzen. Grundsätzlich sollte sich aber die Erwartung niedrigerer Leitzinsen positiv auf die Entwicklung der Anleihenkurse auswirken. Bleibt eine Rezession aus, werden sich Unternehmensanleihen besser als Staatsanleihen entwickeln. Auch

für die Aktienmärkte wäre ein Szenario sinkender Zinsen bei einer ausbleibenden (oder allenfalls einer kurzen und moderaten) Rezession positiv zu beurteilen. Die Prognosen für die Unternehmensgewinne würden in diesem Fall stabil bleiben, gleichzeitig gäbe es Rückenwind von der Bewertungsseite (obwohl vor allem US-Aktien bereits teuer sind; für europäische Titel gilt dies aber nicht). Dies spricht auch dafür, in den kommenden Monaten stärker auf Growth-Aktien als auf Value-Titel zu setzen.



Im Unterschied zu den Industrieländern haben die Notenbanken in den Schwellenländern den Zinserhöhungszyklus deutlich früher eingeläutet, nun dürften sie auch diejenigen sein, die ihn als erstes wieder beenden. So liegen die Leitzinsen in vielen Ländern Lateinamerikas deutlich über der Inflationsrate, so beispielsweise in Brasilien oder in Mexiko. Die brasilianische Notenbank hat ihren Leitzins, die Selic-Rate, im August letzten Jahres zuletzt erhöht; damals lag die Inflationsrate noch über der Marke von zehn Prozent. Spätestens bei einem Unterschreiten der Marke von fünf Prozent dürfte die Zentralbank ihre Geldpolitik wieder lockern. Insofern könnten Emerging-Market-Bonds im Laufe dieses Jahres überdurchschnittliche Kursgewinne erzielen.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	06.04.2023 15:47	30.03.2023 -1 Woche	03.03.2023 -1 Monat	05.01.2023 -3 Monate	05.04.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Dow Jones	33376	1,6%	0,0%	1,4%	-3,7%	0,7%
S&P 500	4101	1,2%	1,4%	7,7%	-9,4%	6,8%
Nasdaq	11927	-0,7%	2,0%	15,7%	-16,0%	14,0%
Russell 2000	1751	-1,0%	-9,2%	-0,1%	-14,4%	-0,6%
DAX	15547	0,2%	-0,2%	7,7%	7,8%	11,7%
MDAX	27068	-1,4%	-6,4%	1,5%	-14,2%	7,8%
TecDAX	3311	-0,4%	2,0%	10,1%	-1,2%	13,3%
EuroStoxx 50	4300	0,3%	0,1%	8,6%	9,8%	13,4%
Stoxx 50	3982	1,7%	1,5%	5,7%	5,3%	9,0%
SMI (Swiss Market Index)	11228	1,8%	0,3%	1,5%	-9,3%	4,7%
FTSE 100	7725	1,4%	-2,8%	1,2%	1,5%	3,7%
Nikkei 225	27473	-1,1%	-1,6%	6,4%	-1,1%	5,3%
Brasilien BOVESPA	101013	-2,6%	-2,7%	-6,2%	-15,0%	-7,9%
Russland RTS	977	-3,0%	3,3%	3,8%	-2,8%	0,6%
Indien BSE 30	59833	3,2%	0,0%	-0,9%	-0,6%	-1,7%
China CSI 300	4097	1,4%	-0,8%	3,2%	-4,2%	5,8%
MSCI Welt	2784	0,9%	0,9%	7,3%	-8,7%	7,0%
MSCI Welt SRI	2695	0,2%	1,4%	0,0%	-9,8%	9,0%
MSCI Emerging Markets	988	0,2%	0,0%	0,4%	-14,6%	3,3%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	137,28	206	557	129	-2045	435
Bobl-Future	118,82	124	435	185	-964	307
Schatz-Future	106,04	39	130	40	-461	62
3 Monats Euribor	3,06	16	66	116	352	117
3M Euribor Future, Dez 2023	3,32	-22	-66	-13	189	-28
3 Monats \$ Libor	5,21	3	23	40	424	44
Fed Funds Future, Dez 2023	4,17	-25	-118	-56	99	-47
10-jährige US Treasuries	3,29	-27	-67	-44	73	-55
10-jährige Bunds	2,16	-20	-55	-14	159	-40
10-jährige Staatsanl. Japan	0,47	15	-3	5	26	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,12	-9	-38	-31	50	-49
US Treas 10Y Performance	613,94	2,1%	5,9%	4,4%	-3,6%	5,9%
Bund 10Y Performance	548,29	1,6%	5,0%	2,0%	-11,2%	4,4%
REX Performance Index	439,63	0,9%	3,2%	1,7%	-6,6%	1,6%
IBOXX AA, €	3,37	-23	-51	-6	199	-22
IBOXX BBB, €	4,34	-25	-41	-17	225	-36
ML US High Yield	8,59	-13	-2	-16	232	-39
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-11,5%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	590,15	4,1%	-1,0%	3,3%	-19,7%	-3,3%
MG Base Metal Index	408,42	-2,5%	-3,0%	-1,1%	-24,3%	-2,4%
Rohöl Brent	84,44	6,6%	-1,8%	7,3%	-20,9%	-0,6%
Gold	2005,36	1,6%	8,6%	9,5%	3,9%	10,4%
Silber	24,98	5,3%	18,3%	7,9%	2,6%	5,2%
Aluminium	2290,75	-2,3%	-3,0%	3,1%	-33,5%	-2,5%
Kupfer	8784,75	-2,4%	-1,9%	5,1%	-15,8%	5,0%
Eisenerz	119,67	-5,0%	-5,5%	4,1%	-25,8%	7,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1525	8,7%	25,9%	33,1%	-31,1%	0,7%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0889	0,0%	2,6%	2,7%	-0,7%	2,1%
EUR/ GBP	0,8765	-0,6%	-0,9%	-1,0%	5,2%	-1,2%
EUR/ JPY	143,40	-0,7%	-0,8%	1,7%	6,4%	1,9%
EUR/ CHF	0,9858	-1,1%	-1,0%	0,2%	-2,8%	0,1%
USD/ CNY	6,8744	-0,1%	-0,6%	-0,1%	8,0%	-0,4%
USD/ JPY	131,32	-1,0%	-3,4%	-1,6%	6,2%	0,1%
USD/ GBP	0,8052	-0,3%	-3,6%	-4,3%	5,7%	-3,1%

Quelle: Refinitiv Datastream

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

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

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

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

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@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.