



# Konjunktur und Strategie

14. September 2023

## EZB: Alle Vögel fliegen hoch

Kennen Sie aus Ihrer Kindheit das Spiel „Alle Vögel fliegen hoch“? Alle Mitspieler sitzen an einem Tisch und trommeln mit den Fingerspitzen auf die Tischplatte. Auf den Ruf des Spielleiters „Alle Vögel fliegen hoch“ heben alle Mitspieler ihre Hände mit ausgestreckten Armen in die Luft. Dann ruft die Spielleitung ein anderes Tier, z.B. „Alle Pferde fliegen hoch! Die Mitspieler müssen nun schnell überlegen, ob das Tier fliegen kann. Kann es das nicht, dürfen sie die Hände nicht in die Luft strecken. Hält jemand aus Versehen doch die Hände hoch, scheidet er aus dem Spiel aus. Ein lustiges Spiel, bei dem man blitzschnell denken und reagieren muss.

Nun ist nicht überliefert, ob die Abstimmung über die heutige Zinsentscheidung der EZB ebenfalls auf diese Weise zustande kam und ob Frau Lagarde als Spielleiterin fungierte. Wir können uns aber vorstellen, dass es eine intensive Diskussion zwischen den „Falken“, die für eine weitere Straffung der Geldpolitik votierten, und den „Tauben“, die die Zinsen nicht weiter erhöhen wollten, gegeben hat. Am Ende behielten die Ersteren die Oberhand, so dass bei der Abstimmung entweder alle oder zumindest eine große Mehrheit im EZB-Rat für eine Zinserhöhung stimmten. Ob Taube oder Falke, beide sind dann eben doch Vögel.

Ausschlaggebend für diese Entscheidung dürften die neuen Wachstums- und Inflationsprojektionen der EZB-Volkswirte gewesen sein. Vor allem die Anhebung der Inflationsprognose für das kommende Jahr von bisher 3,0 auf 3,2 Prozent dürfte den Weg für eine noch restriktivere Geldpolitik geebnet haben. Wir halten diese Einschät-

zung aus zwei Gründen für überraschend, um nicht zu sagen fragwürdig: Zum einen wird für den Rest des Jahres 2023 von einem relativ deutlichen Rückgang des Preisdrucks ausgegangen, nur so kann die Prognose von 5,6 Prozent zum Jahresende noch erreicht werden. Nach acht Monaten beträgt der Anstieg 6,6 Prozent, so dass für die verbleibenden vier Monate nur noch eine Inflationsrate von 3,5 Prozent erwartet wird; das ist sportlich. Die Prognose für 2024 halten wir dagegen für deutlich zu hoch, unsere eigene Schätzung liegt bei 2,7 Prozent. Die Gründe dafür liegen in der erwarteten Entwicklung der US-Inflation, auf die wir weiter unten näher eingehen. Umgekehrt erscheinen uns die Wachstumsprognosen von 0,7 Prozent für 2023 (bisher 0,9 Prozent) und 1,0 Prozent für 2024 (bisher 1,5 Prozent) nicht zuletzt wegen der dämpfenden Wirkung der restriktiven Geldpolitik zu optimistisch. Wir rechnen daher nur mit Wachstumsraten von 0,5 bzw. 0,9 Prozent.

Insofern gehen wir davon aus, dass dies der letzte Zinsschritt in diesem Zyklus war. So interpretieren wir auch die Aussagen von Frau Lagarde auf der Pressekonferenz. Bei der nächsten EZB-Sitzung am 26. Oktober sollte sie daher bei der Abstimmung eher „Alle Pinguine fliegen hoch“ rufen. Denn auch wenn Pinguine Vögel sind, können sie nicht fliegen. Von daher sollten alle Hände unten bleiben.

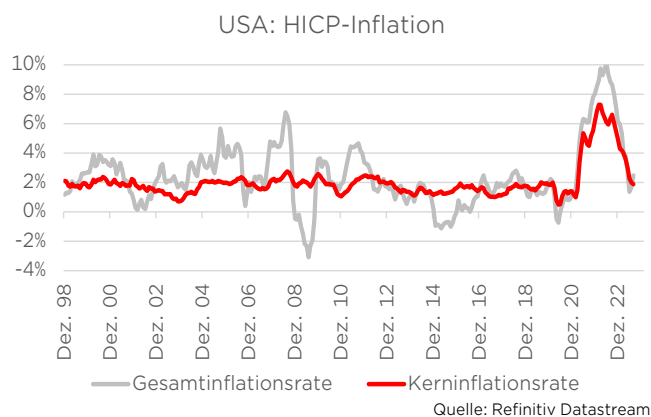
## US-Inflation: Mission fast erreicht

Die jüngsten US-Inflationsdaten für den Monat August sorgten für Verwirrung: Während die Gesamtinflationsrate von 3,2 auf 3,7 Prozent stieg, fiel die Kerninflationsrate, die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklam-

merkt, von 4,7 auf 4,3 Prozent. Die unterschiedliche Richtung der beiden Raten ist auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen. So hat der starke Anstieg des Ölpreises von rund 70 US-Dollar im Juni auf zuletzt fast 90 US-Dollar zu höheren Preisen für Kraftstoffe und Transportdienstleistungen geführt. Allein die höheren Benzinpreise waren für mehr als die Hälfte des monatlichen Preisanstiegs verantwortlich. Zweitgrößter Preistreiber waren wie in den Vormonaten die kalkulatorischen Mieten der Wohnungseigentümer. Bei den meisten Komponenten des Warenkorbs hat der Preisdruck jedoch deutlich nachgelassen. Nahrungsmittel waren im August noch 4,3 Prozent teurer als vor zwölf Monaten, im Januar hatte ihre Jahresveränderungsrate noch bei über zehn Prozent gelegen. Der Preisanstieg bei Neuwagen halbierte sich im gleichen Zeitraum von sechs auf drei Prozent, gleiches gilt für Restaurantbesuche.

Dennoch liegen die Preissteigerungsraten sowohl bei der Gesamt- als auch bei der Kerninflation immer noch deutlich über der Zielmarke der Notenbank von zwei Prozent. Deshalb wird die US-Notenbank die Inflation im Moment auch noch nicht für besiegt erklären. Gräbt man allerdings etwas tiefer in den Preisstatistiken, so stößt man durchaus auf Erkenntnisse, die den Schluss zulassen, dass der Grad der Zielerreichung deutlich höher ist, als es auf den ersten Blick den Anschein hat. Denn die US-Inflation wird sehr stark von der „Shelter“-Komponente beeinflusst, die im August um mehr als sieben Prozent über dem Vorjahreswert lag. Die Wohnkosten haben einen Anteil von gut 34 Prozent am gesamten Warenkorb und von knapp 45 Prozent an der Kerninflation. Der CPI-Wohninflationindex ist so konzipiert, dass er Veränderungen der Verbraucherausgaben für den gesamten Bestand an Wohndienstleistungen misst. Daher umfasst der Index sowohl die Mieten von Haushalten, die gerade umgezogen sind und die aktuelle Angebotsmiete zahlen, als auch die Mieten von Haushalten, die nicht umgezogen sind und deshalb eine andere Miete zahlen. Laufende Veränderungen der Angebotsmieten werden jedoch nach und nach in den Mietpreisindex aufgenommen, wenn Haushalte umziehen oder Vermieter ihre Mietverträge aktualisieren. Daher können Haus- und Mietpreisindizes Informationen über die zukünftige Entwicklung der Wohninflation liefern. Ausgehend von dieser Annahme ist zu erwarten, dass sich die Wohninflation in den kommenden Monaten deutlich abschwächen wird.

Doch wie sieht die Preisentwicklung ohne die ominöse Komponente „Wohnimmobilien“ aus? Die US-Gesamtinflation ohne Wohnimmobilien lag im August bei 1,8 Prozent, die Kerninflationsrate ohne „Shelter“, gerne auch als „Super-Core-Inflation“ bezeichnet, bei 2,3 Prozent. Man mag es kaum glauben, aber diese Zahlen entsprechen in etwa dem Bild, das sich ergibt, wenn man die US-Inflation auf Basis des bei uns in der Eurozone verwendeten harmonisierten Verbraucherpreisindex, des HICP, berechnet. Denn in diesem spielen beispielsweise die kalkulatorischen Mieten überhaupt keine Rolle. Die vom US Bureau of Labor Statistics ermittelte Gesamtinflationsrate betrug im August 2,5 Prozent (nach 1,7 und 1,4 Prozent in den beiden Vormonaten), die Kerninflationsrate lag demnach bei 1,9 Prozent (nach 2,0 und 2,3 Prozent im Juli bzw. Juni).



Die US-Notenbank dürfte die Inflationsentwicklung insgesamt wohlwollend beurteilen und interpretieren, dass ihre deutlichen Zinserhöhungen der letzten 18 Monate zunehmend die gewünschte Wirkung entfalten. Wir gehen daher davon aus, dass die Leitzinsen in der kommenden Woche nicht weiter angehoben werden. Auch für die beiden letzten FOMC-Entscheidungen in diesem Jahr am 7. November und 18. Dezember rechnen wir nicht mehr mit einer Zinserhöhung, während die Markterwartungen derzeit noch bei rund 40 Prozent liegen.

Unser Fazit: Sowohl in der Eurozone als auch in den USA ist der Zinserhöhungszyklus beendet. Zudem wird in Hinblick auf die Inflation die Fed früher als die EZB „Mission accomplished“ verkünden.

Carsten Klude

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	14.09.2023	07.09.2023	11.08.2023	13.06.2023	13.09.2022	30.12.2022
<b>Aktienmärkte</b>	16:34	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	34738	0,7%	-1,5%	1,5%	11,7%	4,8%
S&P 500	4535	1,9%	1,6%	3,8%	15,3%	18,1%
Nasdaq	13819	0,5%	1,3%	1,8%	18,8%	32,0%
Russell 2000	1855	0,0%	-3,6%	-2,2%	1,3%	5,3%
DAX	15768	0,3%	-0,4%	-2,9%	19,6%	13,2%
MDAX	27248	0,3%	-3,0%	-0,8%	7,6%	8,5%
TecDAX	3102	-0,3%	-0,9%	-4,6%	5,4%	6,2%
EuroStoxx 50	4262	1,0%	-1,4%	-2,0%	18,8%	12,3%
Stoxx 50	3996	1,2%	0,6%	0,1%	12,5%	9,4%
SMI (Swiss Market Index)	11056	0,6%	-0,2%	-2,4%	1,5%	3,0%
FTSE 100	7648	2,8%	1,6%	0,7%	3,6%	2,6%
Nikkei 225	33168	0,5%	2,1%	0,5%	15,9%	27,1%
Brasilien BOVESPA	118799	2,4%	0,6%	1,8%	7,2%	8,3%
Russland RTS	1019	0,5%	1,8%	-1,1%	-20,7%	5,0%
Indien BSE 30	67519	1,9%	3,4%	6,9%	11,5%	11,0%
China CSI 300	3734	-0,7%	-3,9%	-3,4%	-9,2%	-3,6%
MSCI Welt	2957	0,3%	-0,5%	0,9%	12,9%	13,6%
MSCI Welt SRI	2894	0,5%	-0,2%	-8,8%	15,3%	17,1%
MSCI Emerging Markets	975	0,1%	-2,3%	-3,8%	-0,5%	1,9%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	130,43	-73	-104	-322	-1296	-250
Bobl-Future	116,52	127	113	18	-534	77
Schatz-Future	105,08	27	9	-24	-269	-34
3 Monats Euribor	3,85	19	19	70	285	196
3M Euribor Future, Dez 2023	3,97	8	6	19	145	36
3 Monats \$ Libor	5,67	0	4	12	238	90
Fed Funds Future, Dez 2023	5,44	-1	3	27	158	80
10-jährige US Treasuries	4,27	1	10	45	85	44
10-jährige Bunds	2,61	2	2	18	88	4
10-jährige Staatsanl. Japan	0,72	6	13	29	47	30
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,05	1	-4	9	-2	-56
US Treas 10Y Performance	576,38	0,1%	-0,3%	-2,5%	-3,3%	-0,6%
Bund 10Y Performance	533,72	-0,3%	-0,1%	-1,0%	-5,0%	1,6%
REX Performance Index	431,24	-0,2%	-0,4%	-1,0%	-4,0%	-0,3%
IBOXX AA, €	3,84	3	9	19	97	25
IBOXX BBB, €	4,68	1	12	14	67	-2
ML US High Yield	8,63	-4	9	4	18	-35
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	613,01	1,5%	3,8%	14,2%	-6,1%	0,5%
MG Base Metal Index	383,72	0,5%	1,1%	-0,8%	-3,6%	-8,3%
Rohöl Brent	93,44	3,8%	7,6%	25,8%	0,1%	10,0%
Gold	1906,09	-0,6%	-0,6%	-2,3%	11,8%	5,0%
Silber	22,89	-5,5%	1,0%	-3,7%	17,7%	-3,6%
Aluminium	2177,25	1,2%	2,5%	-0,8%	-5,3%	-7,3%
Kupfer	8397,50	1,1%	1,7%	-0,6%	5,0%	0,4%
Eisenerz	120,53	2,7%	14,4%	7,2%	18,8%	8,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1290	13,1%	14,3%	20,1%	-8,4%	-14,9%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0665	-0,4%	-3,1%	-1,2%	4,8%	0,0%
EUR/ GBP	0,8587	0,1%	-0,5%	0,2%	-1,0%	-3,2%
EUR/ JPY	157,05	-0,4%	-1,2%	4,3%	8,7%	11,7%
EUR/ CHF	0,9545	-0,1%	-0,7%	-2,4%	-1,3%	-3,1%
USD/ CNY	7,2770	-0,8%	0,5%	1,6%	4,4%	5,4%
USD/ JPY	147,47	0,1%	1,7%	5,2%	2,0%	12,5%
USD/ GBP	0,8054	0,5%	2,4%	1,5%	-7,0%	-3,1%

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  
mlandt@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.