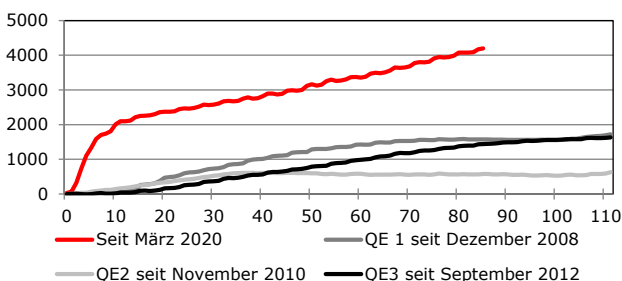




Kommt die Zinswende?

Wenig überraschend hat der US-amerikanische Notenbankpräsident Jerome Powell gestern Abend angekündigt, dass die Federal Reserve noch in diesem Monat damit beginnen wird, ihre Anleihekäufe zu reduzieren. Zu Beginn der Corona-Pandemie im März des vergangenen Jahres hatte die Notenbank beschlossen, zunächst in unbegrenztem Umfang und später limitiert auf monatlich 120 Milliarden US-Dollar Staatsanleihen und hypotheckenbesicherten Wertpapiere am Sekundärmarkt zu kaufen. Diese als quantitative Lockerung bezeichnete Maßnahme war notwendig geworden, um sich geldpolitischen Handlungsspielraum zu bewahren, denn der Leitzins war zuvor bereits auf null Prozent gesenkt worden. In der Folge dieser umfangreichen Anleihekäufe hat sich die Bilanzsumme der Fed in den vergangenen eineinhalb Jahren von 4,2 Billionen auf 8,4 Billionen US-Dollar verdoppelt.

Fed-Bilanz: Kumuliertes Volumen an Wertpapierkäufen in Mrd. US-Dollar (Woche nach Beginn des Programms)



Quelle: Refinitiv Datastream

Angesichts der wirtschaftlichen Erholung, vor allem aber aufgrund der zuletzt deutlich gestiegenen Inflationsrate, ist es richtig, den Fuß vom geldpolitischen Gaspedal zu nehmen, wobei Powell nochmals deutlich gemacht hat, dass die Zentralbank den Prozess des „Taperings“ nur

sehr langsam und vorsichtig umsetzen wird. Der vorgezeichnete Weg sieht so aus, dass die Ankäufe in den kommenden Monaten um jeweils 15 Milliarden US-Dollar reduziert werden, sodass man im Juni 2022 keine weiteren Wertpapiere mehr kaufen wird. Damit ist klar: Das „Tapering“ ist noch kein „Tightening“, die Reduzierung der Kaufvolumina bedeutet eben noch nicht, dass die Geldpolitik restriktiver wird, denn die Zentralbankbilanz wird bis Sommer nächsten Jahres bis auf neun Billionen US-Dollar weiter anwachsen. Erst nach dem Ende der Anleihekäufe sind auch explizite Zinserhöhungen denkbar. Aus heutiger Sicht ist eine erste Zinserhöhung im Laufe des zweiten Halbjahres 2022 also möglich; ein Szenario, das derzeit auch die Mehrheit der Fed-Mitglieder vertritt.

Die angekündigte Vorgehensweise der US-Notenbank ist allerdings nicht unumstritten. Da die Wirtschaftsleistung mittlerweile über dem Vorkrisenniveau liegt, die Arbeitslosenquote deutlich gesunken ist und die Inflationsrate deutlich über der zumindest in der Vergangenheit geltenden „magischen“ Grenze von zwei Prozent liegt, kritisieren nicht wenige Ökonomen und Marktteilnehmer, dass sich die Fed „behind the curve“ befinde und die Inflationsrisiken durch ein zu spätes Gegensteuern weiter anheize. Vor allem die Einschätzung, dass die hohen Inflationsraten auf „vermutlich vorübergehenden Faktoren“ beruhen, wird mehr und mehr kritisch hinterfragt. Die Marktteilnehmer haben sich in der Zwischenzeit deutlich positioniert: Ab Juni 2022 setzt eine Mehrheit auf eine erste Zinserhöhung von 25 Basispunkten; bis Ende nächsten Jahres werden sogar zwei Zinsschritte und eine Anhebung der Fed Funds Rate auf 0,5 bis 0,75 Prozent erwartet.

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175
15.12.2021	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
26.01.2022	98,8%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
16.03.2022	85,4%	14,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
04.05.2022	74,0%	23,9%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
15.06.2022	42,3%	45,4%	11,4%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%
27.07.2022	33,2%	44,7%	18,7%	3,2%	0,2%	0,0%	0,0%
21.09.2022	19,3%	39,9%	29,6%	9,7%	1,4%	0,1%	0,0%
02.11.2022	14,9%	35,2%	32,0%	14,2%	3,3%	0,4%	0,0%
14.12.2022	7,8%	25,5%	33,5%	22,7%	8,5%	1,8%	0,2%
01.02.2023	6,2%	21,8%	31,8%	25,0%	11,5%	3,2%	0,5%

Quelle: CME FedWatch Tool, 4.November 2021

Ob der Markt mit dieser Einschätzung recht behält, wird sich zeigen. Wir halten es nach wie vor für wahrscheinlich, dass der Preisdruck im nächsten Jahr nachlassen wird, auch wenn es so aussieht, dass die Lieferengpässe ein länger anhaltendes Problem bleiben werden. Allerdings muss man konstatieren, dass die Prognoseunsicherheiten angesichts der Unwägbarkeiten, die die Corona-Pandemie mit sich gebracht hat, größer denn je sind. Auch wir bei M.M.Warburg & CO wurden von den Entwicklungen in diesem Jahr überrascht, obwohl wir in den letzten Jahren oft ein gutes Gespür für die Konjunktur- und Preisentwicklung hatten.

Unsere Erwartung, dass die Inflation wieder sinken wird, beruht vor allem auf der Annahme, dass einige statistische Zusammenhänge, sogenannte Basiseffekte, im nächsten Jahr zu einer rückläufigen Preissteigerungsrate führen werden. Der Rohölpreis lag beispielsweise vor einem Jahr bei rund 35 US-Dollar je Barrel, heute beträgt er fast 85 US-Dollar, ein Plus von 140 Prozent. Um denselben Inflationseffekt im nächsten Jahr zu erzielen, müsste der Ölpreis auf rund 200 US-Dollar ansteigen. Unmöglich? Wohl nicht. Aber ist eine solche Entwicklung wahrscheinlich? Immerhin sind in den vergangenen sechs Wochen die Öllagerbestände in den USA deutlich angestiegen, nachdem diese im zweiten und dritten Quartal aufgrund der wirtschaftlichen Erholung sehr stark abgeschmolzen waren. Dies sollte zumindest dazu führen, dass der Ölpreis nicht weiter ansteigt. Für das nächste Jahr ist zudem davon auszugehen, dass das Ölangebot größer als die Nachfrage ist, sodass ein Ende der Ölpreiss rallye in Sicht ist. Auch bei den Transportkosten zeichnet sich mittlerweile eine Entspannung ab: So ist der Baltic-Exchange-Index für Massengutfracht wie Kohle oder Eisenerz zuletzt auf das niedrigste Niveau seit Mitte Juni gefallen. Ursache hierfür ist eine geringere Nachfrage bei gleichzeitig zunehmender Schiffstonnage.

Von daher halten wir eine Zinserhöhung durch die US-Notenbank im nächsten Jahr für möglich, zwei aber für unwahrscheinlich. Im Unterschied zu den USA erwarten wir weiterhin keine Zinserhöhung durch die Europäische Zentralbank (EZB), auch wenn viele Marktteilnehmer zuletzt – ähnlich wie in den USA – auf einen ersten Zins-schritt ab September 2022 gesetzt haben. Auch wenn die Inflationsrate in der Eurozone mit 4,1 Prozent im Oktober überraschend hoch ausfiel, spricht vieles dafür, dass sich die Situation im nächsten Jahr wieder beruhigt und die Preissteigerungsrate schon zu Jahresbeginn auf weniger als drei Prozent und ab Mitte des kommenden Jahres auf unter zwei Prozent sinken wird. Allerdings wird auch die EZB ihre Anleihekäufe reduzieren, im Unterschied zur US Federal Reserve aber nicht einstellen.

Von daher gehen wir davon aus, dass die Geldpolitik in der Eurozone und (in etwas geringerem Ausmaß) in den USA expansiv bleiben wird. Dies spricht gegen das Szenario einer nachhaltigen Zinswende. Allerdings sollte man nicht übersehen, dass in diesem Jahr bereits einige Notenbanken die Zinsen erhöht und somit die Geldpolitik gestrafft haben. Hierzu gehören in erster Linie Zentralbanken aus den Schwellenländern, allen voran die Notenbanken Brasiliens (+575 Basispunkte seit Jahresbeginn) und Russlands (+325 Basispunkte) oder in dieser Woche auch die polnische Notenbank. Aber auch in den Industrieländern gab es bereits die ersten Zinserhöhungen, beispielsweise in Norwegen, Neuseeland oder auch in Südkorea, bislang jedoch nur jeweils um bescheidene 25 Basispunkte. Insofern lässt sich konstatieren: Die Zinswende hat längst begonnen, auch wenn viele sie noch nicht so richtig wahrnehmen.



Für den Anleger bedeutet dies, bei Anleihen weiterhin vorsichtig zu agieren, da weitere Kursverluste, vor allem bei Staatsanleihen, wahrscheinlich sind. Die Aktienmärkte dürften dagegen auch in einer Phase, in der die Geldpolitik nicht mehr expansiver, sondern zum Teil sogar etwas restriktiver wird, bessere Perspektiven bieten.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	04.11.2021 17:49	28.10.2021 -1 Woche	01.10.2021 -1 Monat	03.08.2021 -3 Monate	03.11.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Dow Jones	36071	1,0%	5,1%	2,7%	31,3%	17,9%
S&P 500	4670	1,6%	7,2%	5,6%	38,6%	24,3%
Nasdaq	15906	3,0%	9,2%	7,8%	42,5%	23,4%
Russell 2000	2402	4,5%	7,1%	8,0%	48,8%	21,6%
DAX	16030	2,1%	5,8%	3,1%	32,6%	16,8%
MDAX	35882	2,5%	5,1%	1,7%	35,0%	16,5%
TecDAX	3944	2,8%	7,4%	6,0%	36,7%	22,8%
EuroStoxx 50	4331	2,3%	7,3%	5,2%	39,8%	21,9%
Stoxx 50	3752	2,1%	7,8%	4,7%	33,0%	20,7%
SMI (Swiss Market Index)	12403	2,1%	7,2%	2,0%	24,0%	15,9%
FTSE 100	7288	0,5%	3,7%	2,6%	25,9%	12,8%
Nikkei 225	29794	3,4%	3,6%	7,8%	27,9%	8,6%
Brasilien BOVESPA	104173	-1,4%	-7,7%	-15,7%	8,5%	-12,5%
Russland RTS	1827	-2,9%	3,1%	11,5%	64,8%	31,7%
Indien BSE 30	60068	0,1%	2,2%	11,6%	49,2%	25,8%
China CSI 300	4869	0,1%	0,0%	-1,3%	1,9%	-6,6%
MSCI Welt (in C)	3212	1,5%	6,8%	7,0%	37,5%	27,0%
MSCI Emerging Markets (in C)	1262	-0,6%	1,8%	0,5%	14,2%	4,0%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	169,34	28	-88	-763	-668	-830
Bobl-Future	134,97	70	-12	-46	-84	-21
Schatz-Future	112,24	18	1	-13	-22	-3
3 Monats Euribor	-0,57	0	0	0	-5	1
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,56	-2	-2	-2	1	0
3 Monats \$ Libor	0,14	1	1	2	-9	-10
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	0	0	2	0
10-jährige US Treasuries	1,53	-4	7	36	65	62
10-jährige Bunds	-0,22	-7	0	30	40	35
10-jährige Staatsanl. Japan	0,07	0	2	6	3	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,15	-4	4	27	36	35
US Treas 10Y Performance	690,23	-0,1%	-0,9%	-3,0%	-3,7%	-3,6%
Bund 10Y Performance	661,82	0,2%	-0,5%	-3,1%	-3,9%	-3,3%
REX Performance Index	490,91	0,1%	-0,2%	-1,5%	-2,0%	-1,7%
IBOXX AA, C	0,37	-2	5	27	30	35
IBOXX BBB, C	0,79	0	12	34	-1	24
ML US High Yield	4,83	11	15	15	-110	-14
Wandelanleihen Exane 25	8209	0,0%	0,3%	-1,4%	4,6%	-1,4%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	580,72	-1,4%	3,3%	9,5%	66,6%	41,8%
MG Base Metal Index	451,34	-0,5%	3,9%	2,5%	40,3%	27,3%
Rohöl Brent	82,09	-2,7%	3,5%	13,2%	106,4%	58,2%
Gold	1791,59	-0,5%	2,0%	-1,0%	-6,0%	-5,6%
Silber	23,26	-3,5%	3,1%	-8,7%	-3,9%	-11,8%
Aluminium	2638,30	-3,6%	-7,0%	2,2%	38,4%	33,7%
Kupfer	9648,50	-2,1%	5,6%	1,3%	41,7%	24,5%
Eisenerz	99,35	-18,5%	-14,2%	-45,1%	-14,7%	-36,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	2892	-20,3%	-44,4%	-11,9%	129,0%	111,7%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1540	-0,5%	-0,5%	-2,9%	-1,4%	-6,0%
EUR/ GBP	0,8551	1,1%	-0,2%	0,2%	-4,7%	-4,5%
EUR/ JPY	131,23	-0,4%	1,8%	1,2%	7,1%	3,7%
EUR/ CHF	1,0538	-1,1%	-2,3%	-1,8%	-1,6%	-2,4%
USD/ CNY	6,3970	0,1%	-0,8%	-1,1%	-4,2%	-2,0%
USD/ JPY	114,00	0,4%	2,6%	4,5%	9,1%	10,4%
USD/ GBP	0,7411	2,3%	0,3%	3,0%	-3,1%	1,3%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
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

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2988
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.