

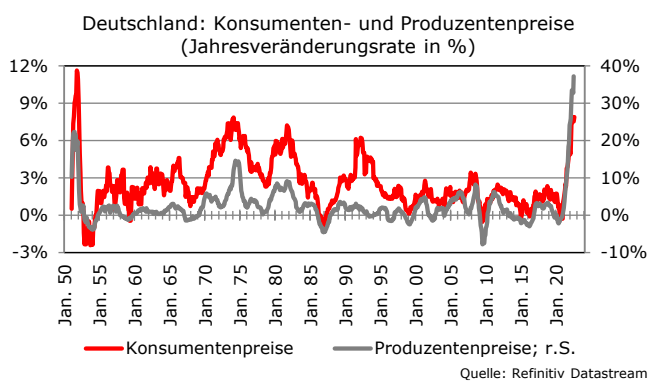


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

15. September 2022

Notenbanken im Angriffsmodus: Wie weit steigen die Zinsen?

In vielen Ländern ist die Inflationsrate so hoch wie seit langer Zeit nicht mehr, in manchen steigen die Preise sogar so stark wie niemals zuvor. In Deutschland haben sich die Konsumentenpreise im August um 7,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr verteuert, eine noch höhere Inflation gab es zuletzt Ende 1951/ Anfang 1952 mit Preissteigerungsraten von in der Spitze mehr als elf Prozent. Vor allem die gestiegenen Energiepreise wirken sich auf die Inflationsrate aus. Das im deutschen Warenkorb mit gut 34 Prozent vertretene Segment „Wohnung, Wasser, Strom, Gas und andere Brennstoffe“ trug zuletzt rund die Hälfte zur gesamten Inflationsrate bei. Hierbei kommt den Strom- und Gaspreisen eine besondere Rolle zu. Aber der Preisanstieg ist nicht mehr nur allein auf die hohen Energiepreise zurückzuführen, denn immer mehr Kategorien im Warenkorb sind von steigenden Preisen betroffen.



Besserung zeichnet sich in absehbarer Zeit aber leider nicht ab. Im Gegenteil, in den kommenden Monaten dürfte die Inflationsrate bei uns prozentual zweistellige Werte erreichen. Dies liegt unter anderem daran, dass beispielsweise die hohen Energiepreise erst mit zeitlicher

Verzögerung im Warenkorb berücksichtigt werden. So sind die börsennotierten Großhandelspreise für Strom und Gas in diesem Jahr um rund 300 Prozent angestiegen, während die deutschen Konsumenten im August im Vergleich zum Vorjahr „nur“ knapp 60 Prozent mehr für Gas und gut 15 Prozent mehr für Strom bezahlen mussten. Aber dabei wird es nicht bleiben, weitere und auch deutliche Preisanpassungen nach oben sind absehbar, sodass zumindest für den Zeitraum von November 2022 bis Februar 2023 davon auszugehen ist, dass sich die deutsche Inflationsrate oberhalb der Zehn-Prozent-Marke wiederfinden wird. Selbst ein Überschreiten der alten Rekordmarke kann nicht ausgeschlossen werden, und dies wird auch in der gesamten Eurozone die Preissteigerungsrate weiter in die Höhe treiben.

Diese Entwicklung hat mittlerweile auch die Notenbanken alarmiert. Nachdem diese – wie fast alle Ökonomen – die Inflation lange Zeit unterschätzt hatten, wird in jüngster Zeit versucht, mit Macht dagegenuhhalten. So hat die Europäische Zentralbank ihre Leitzinsen im Juli um 50 und im September sogar um 75 Basispunkte erhöht. Damit beträgt der Einlagenzins nun 0,75 und der Hauptrefinanzierungssatz 1,25 Prozent. Allerdings wirkt die Geldpolitik der EZB auch mit diesen Zinssätzen immer noch akkomodierend, also die Wirtschaft anregend, während es den Zentralbanken in der aktuellen Lage darum gehen muss, das Wachstum zu dämpfen, um die Inflation unter Kontrolle zu bekommen. In der Geldtheorie gibt es hierfür das Konzept des neutralen oder des natürlichen Zinssatzes. Der neutrale Zins, so die Annahme, führt weder zu einer Beschleunigung noch zu einer Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstums und somit

zu einer stabilen Inflationsrate. Allerdings lässt sich der neutrale Zins nicht objektiv bestimmen, und er ist zudem abhängig vom Konjunkturzyklus. Viele Ökonomen gingen bislang davon aus, dass der neutrale Zins in der Eurozone bei etwa zwei Prozent und in den USA bei 2,5 Prozent liegen würde. Um die Inflationsrate wieder in Richtung der Zwei-Prozent-Marke zu bewegen, müsste der Leitzins also über das Niveau des neutralen Zinsens hinaus angehoben werden.

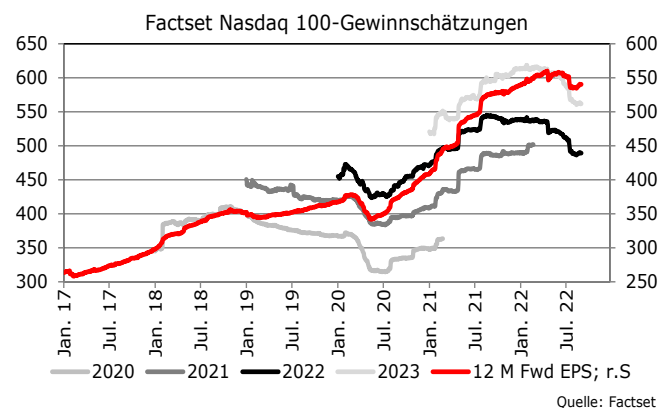
Präsidentin Lagarde hat genau dies mit Blick auf die nächsten Zinsentscheidungen der EZB bereits angekündigt. Im Oktober wird abzuwägen sein, ob die Leitzinsen um 50 oder um 75 Basispunkte angehoben werden. Die Marktteilnehmer favorisieren derzeit eine kleinere Erhöhung, wir gehen dagegen aufgrund des skizzierten Inflationsszenarios erneut von einem „Jumbo-Zinsschritt“ aus. Im Dezember rechnen wir dann mit einer weiteren Erhöhung um 50 Basispunkte, sodass der Hauptrefinanzierungssatz am Jahresende bei 2,5 Prozent und damit etwas oberhalb des neutralen Zinsniveaus liegen dürfte. Auch wenn sich die EZB eigentlich von der Forward Guidance verabschiedet hat, ließ sich Frau Lagarde schon so weit in die Karten gucken, dass sie selbst von „mehr als zwei (einschließlich der vom 8. September), aber weniger als fünf“ weiteren Zinsanpassungen ausgeht. Dies deutet aus heutiger Sicht darauf hin, dass die EZB der Meinung ist, dass der Zinserhöhungszyklus bis März 2023 abgeschlossen sein könnte. Die „Terminal Rate“ am Ende des Zinszyklusses der EZB könnte dann bei drei Prozent liegen.

Auch in den USA wird die Federal Reserve die Zinsen weiter erhöhen. Zwar ist die CPI-Inflationsrate im Juli und August etwas gesunken, mit 8,3 Prozent liegt sie dennoch auf einem unakzeptabel hohen Niveau. Das bedeutet, dass die US-Notenbank am 21. September ihren Leitzins um weitere 75 Basispunkte auf 3,0 bis 3,25 Prozent erhöhen wird. Anfang November und Mitte Dezember wird die Fed Funds Rate weiter angehoben, sodass sie am Jahresende wahrscheinlich bei vier Prozent liegen wird. Sollte sich die konjunkturelle Situation nicht deutlich verschlechtern und der Arbeitsmarkt nicht abkühlen, könnte die US-amerikanische „Terminal Rate“ im ersten Halbjahr 2023 bei 4,5 Prozent liegen.

Für die Kapitalmärkte sind dies zunächst keine guten Nachrichten. Die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen dürfte bis Jahresende Richtung zwei Prozent, die für 10-jährige US-Treasuries Richtung vier Prozent ansteigen. Am Aktienmarkt werden es zinssensitive Titel weiterhin

schwer haben, vor allem Technologiewerte könnten von der Bewertung her wieder unter Druck geraten. Hinzu kommt, dass die restriktivere Geldpolitik die Aussichten für eine sanfte wirtschaftliche Landung verringert, wie die inverse Zinsstrukturkurve in den USA signalisiert. Der Abstand zwischen der Rendite 10-jähriger und 2-jähriger Staatsanleihen beträgt mittlerweile minus 40 Basispunkte. Noch besser als Rezessionsindikator eignet sich die Differenz zwischen 10-jährigen Treasuries und 3-Monats-T-Bills. Noch ist diese mit rund 20 Basispunkten positiv, doch schon in der nächsten Woche droht auch hier eine Inversion. Nicht nur die Konjunktursorgen dürften dann weiter zunehmen, auch die für die Aktienmärkte wichtigen Gewinnerwartungen für das Jahr 2023 müssten wahrscheinlich nach unten revidiert werden.

So gehen die Analysten beispielsweise für die Unternehmen im S&P 500 für dieses und nächstes Jahr von einem Gewinnanstieg von jeweils rund acht Prozent aus. Angesichts des schwierigeren wirtschaftlichen Umfelds und unter der Annahme, dass die US-Inflationsrate im nächsten Jahr etwas sinken wird, halten wir die Prognosen für die 2023er Gewinne für sehr ambitioniert. Klammert man zudem die Gewinne der Energieunternehmen aus, käme man zu dem Ergebnis, dass die S&P-Gewinne im nächsten Jahr sogar deutlich stärker zunehmen sollen als in diesem Jahr – dies halten wir für noch unwahrscheinlicher. Noch frappierender ist der Optimismus, den die Analysten für die Gewinne der an der Nasdaq notierten Technologieunternehmen hegen: Für die 100 größten Firmen wird für dieses Jahr trotz der hohen Inflation ein Gewinnrückgang von 2,5 Prozent erwartet, im nächsten Jahr sollen die Erträge dagegen um 15 Prozent ansteigen. Diese Prognosen lassen sich mit den makroökonomischen Einschätzungen derzeit nicht unter einen Hut bringen. Insofern sehen wir hier noch einiges Enttäuschungspotenzial.



Marktdaten

	Stand 15.09.2022 15:42	Veränderung zum					
		08.09.2022 -1 Woche	12.08.2022 -1 Monat	14.06.2022 -3 Monate	14.09.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	31095	-2,1%	-7,9%	2,4%	-10,1%	-6,1%	-14,4%
S&P 500	3946	-1,5%	-7,8%	5,6%	-11,2%	-6,6%	-17,2%
Nasdaq	11720	-1,2%	-10,2%	8,2%	-22,1%	-10,1%	-25,1%
Russell 2000	1838	-0,5%	-8,8%	7,6%	-16,8%	-5,4%	-18,1%
DAX	12975	0,6%	-5,9%	-2,5%	-17,5%	-11,3%	-18,3%
MDAX	24602	-2,1%	-11,8%	-10,0%	-31,4%	-22,8%	-30,0%
TecDAX	2928	-0,9%	-8,3%	2,9%	-25,4%	-6,7%	-25,3%
EuroStoxx 50	3536	0,7%	-6,4%	1,7%	-15,6%	-11,0%	-17,7%
Stoxx 50	3506	0,5%	-4,4%	3,0%	-1,9%	-4,2%	-8,2%
SMI (Swiss Market Index)	10729	-0,6%	-3,6%	0,3%	-11,3%	-10,2%	-16,7%
FTSE 100	7267	0,1%	-3,1%	1,1%	3,3%	-3,1%	-1,6%
Nikkei 225	27876	-0,7%	-2,4%	4,7%	-9,1%	5,4%	-3,2%
Brasilien BOVESPA	110424	0,5%	-2,1%	8,2%	-5,0%	-1,4%	5,3%
Russland RTS	1286	3,9%	15,2%	1,0%	-26,7%	6,8%	-19,4%
Indien BSE 30	59934	0,4%	0,8%	13,7%	2,9%	4,7%	2,9%
China CSI 300	4027	-0,3%	-3,9%	-4,6%	-18,1%	-12,9%	-18,5%
MSCI Welt	2618	-0,7%	-7,6%	3,6%	-16,0%	-10,0%	-19,0%
MSCI Welt SRI	2506	-1,2%	-8,7%	3,8%	-17,2%	-11,1%	-22,6%
MSCI Emerging Markets	963	0,6%	-5,3%	-5,4%	-25,7%	-20,2%	-21,9%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund- Future	143,63	-395	-1171	4	-2828	-2236	-2774
Bobl-Future	121,55	-163	-510	42	-1395	-943	-1169
Schatz- Future	107,57	-142	-213	-36	-468	-413	-446
3 Monats Euribor	1,01	110	110	159	156	154	160
3M Euribor Future, Dez 2022	2,21	23	102	0	275	2	3
3 Monats \$ Libor	3,48	25	56	148	337	299	327
Fed Funds Future, Dez 2022	4,04	33	60	0	396	2	3
10-jährige US Treasuries	3,44	15	59	-4	216	146	194
10-jährige Bunds	1,74	2	81	0	208	154	192
10-jährige Staatsanl. Japan	0,26	1	7	1	21	7	19
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,08	11	58	-34	136	80	122
US Treas 10Y Performance	596,67	-1,0%	-4,1%	1,6%	-15,7%	-10,8%	-14,6%
Bund 10Y Performance	563,46	0,2%	-6,3%	1,4%	-16,3%	-11,8%	-14,9%
REX Performance Index	446,89	-0,9%	-4,1%	-0,2%	-9,5%	-7,1%	-8,9%
IBOXX AA, €	2,88	0	90	-1	265	180	240
IBOXX BBB, €	4,03	-1	95	14	345	230	316
ML US High Yield	8,51	12	99	-4	396	265	360
Wandelanleihen Exane 25	6556	0,0%	-4,9%	2,0%	-20,8%	-13,1%	-19,9%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	653,93	3,2%	-2,8%	-16,3%	22,5%	-0,7%	16,5%
MG Base Metal Index	383,97	1,0%	-6,0%	-14,2%	-13,7%	-22,7%	-16,8%
Rohöl Brent	92,05	3,1%	-6,4%	-24,0%	24,9%	-5,1%	17,4%
Gold	1681,34	-1,5%	-6,3%	-7,3%	-7,0%	-11,8%	-7,7%
Silber	19,65	6,3%	-4,4%	-6,2%	-17,6%	-19,8%	-15,6%
Aluminium	2256,00	0,0%	-7,5%	-11,3%	-19,7%	-32,1%	-19,6%
Kupfer	7893,50	-0,3%	-2,4%	-14,4%	-16,3%	-20,3%	-19,0%
Eisenerz	100,43	2,1%	-8,5%	-28,3%	-21,6%	-29,7%	-10,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1595	35,4%	8,0%	-30,2%	-62,2%	-28,9%	-28,1%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	0,9989	-0,2%	-2,9%	-4,4%	-15,4%	-11,9%	-11,8%
EUR/ GBP	0,8686	0,2%	2,7%	0,2%	1,8%	4,0%	3,5%
EUR/ JPY	143,21	-0,3%	4,2%	1,8%	10,1%	9,7%	9,8%
EUR/ CHF	0,9570	-1,7%	-1,2%	-7,9%	-12,1%	-8,3%	-7,4%
USD/ CNY	6,9881	0,4%	3,6%	3,6%	8,5%	10,7%	9,9%
USD/ JPY	143,17	-0,7%	7,2%	5,7%	30,5%	24,5%	24,4%
USD/ GBP	0,8698	-0,1%	5,4%	4,4%	20,5%	17,9%	17,8%

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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.