

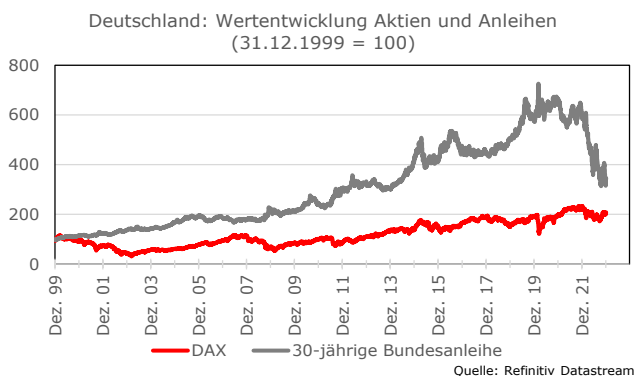


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

5. Januar 2023

„Don't fight the Fed!“ – Kapitalmärkte im Bann der Notenbanken

Das Kapitalanlagejahr 2022 wird man nicht so schnell vergessen. Geprägt wurde es von der Zinswende der Notenbanken. So erhöhte die US-Notenbank den Leitzins in sieben Schritten um 425 Basispunkte, und auch die Europäische Zentralbank beendete im vergangenen Jahr ihre expansive Geldpolitik mit vier Zinserhöhungen um insgesamt 250 Basispunkte. Vor allem dem Anleihemarkt bekam diese Zinswende nicht: Sowohl Staats- als auch Unternehmensanleihen erlebten ein Blutbad mit mehrheitlich zweistelligen prozentualen Verlusten, die bei länger laufenden Anleihen umso höher ausfielen. So verlor eine 10-jährige Bundesanleihe im vergangenen Jahr rund zwanzig Prozent an Wert, bei einer 30-jährigen Bundesanleihe betrug das Minus sogar fast fünfzig (!) Prozent. Im Vergleich dazu fielen die Kursverluste bei vielen Aktien moderater aus.



Die ersten Handelstage des Jahres 2023 zeigten eine freundlichere Tendenz, sowohl Aktien als auch Anleihen starteten in das neue Jahr mit Kursgewinnen. Ursächlich hierfür waren die Inflationsraten aus einigen europäi-

schen Ländern, die im Dezember stärker als erwartet gesunken sind. In Deutschland ging die Preissteigerungsrate von 10,0 auf 8,6 Prozent zurück, in Frankreich von 6,2 auf 5,9 Prozent und in Spanien von 6,8 auf 5,8 Prozent. Ausschlaggebend hierfür waren die Energiepreise. So ging der Preis für Öl der Sorte Brent im Monatsvergleich um fast 15 Prozent zurück, Benzin und Diesel verbilligten sich bei uns um knapp zehn Prozent. Zudem machte sich die staatliche Übernahme der monatlichen Zahlung für Erdgas und Fernwärme in Deutschland preisdämpfend bemerkbar, wobei aber nicht alle Privathaushalte von dieser Maßnahme profitierten.

Entscheidend für die Geldpolitik der Notenbanken im Jahr 2023 werden zwei Dinge sein: Zum einen werden die Zinsen von der konjunkturellen Lage beeinflusst. Die meisten Frühindikatoren haben sich im Verlauf der vergangenen Monate deutlich abgeschwächt, ein scharfer wirtschaftlicher Einbruch ist dennoch unwahrscheinlich. Dies liegt insbesondere an der Robustheit der Arbeitsmärkte. Ohne einen deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit, der sich im Moment weder in den USA noch in der Eurozone abzeichnet, ist ein starker Rückgang des privaten Konsums unwahrscheinlich. Dies wäre aber eine notwendige Voraussetzung für eine Rezession, die die Notenbanken zu einem Umdenken in Richtung einer expansiveren Geldpolitik veranlassen könnte.

Zum anderen, und dieser Aspekt ist der deutlich Wichtigere, haben die Federal Reserve und die EZB klargemacht, dass für ihre Geldpolitik die Bekämpfung der Inflation oberste Priorität hat. Angesichts von Inflations-

Konjunktur und Strategie

bzw. Kerninflationen, die derzeit noch bei 10,1 und 5,0 Prozent in der Eurozone sowie von 5,5 und 4,7 Prozent in den USA liegen, sind weitere Zinserhöhungen deswegen vorprogrammiert. Die EZB dürfte auf ihren kommenden beiden Sitzungen am 2. Februar und am 16. März die Leitzinsen um mindestens 75, wenn nicht um insgesamt 100 Basispunkte erhöhen. Die US-Notenbank hat mit den im Dezember veröffentlichten „Summary of Economic Projections“ gezeigt, dass sie davon ausgeht, dass der Leitzins bis Ende 2023 um weitere 75 Basispunkte von aktuell 4,25 bis 4,5 Prozent auf 5 bis 5,25 Prozent angehoben wird. Erst 2024 und 2025 ist nach der aktuellen Einschätzung der Fed mit Zinssenkungen von jeweils 100 Basispunkten zu rechnen.

Hält die US-Notenbank an dieser Einschätzung fest und trifft sie ihre geldpolitischen Entscheidungen so wie angekündigt, könnte sich hieraus allerdings ein Problem für die Märkte ergeben, da diese sich mit ihren Erwartungen von der Notenbank abgekoppelt haben. So zeigen die Fed-Funds-Futures, dass der Markt zwar im Einklang mit der Fed Zinserhöhungen von jeweils 25 Basispunkten für die drei kommenden Sitzungen am 1. Februar, 22. März und 3. Mai erwartet, dann aber schon im September und Dezember Zinssenkungen von jeweils 25 Basispunkten für wahrscheinlich hält. Statt der Medianprognose der Fed von 5,1 Prozent erwarten die Marktteilnehmer also eine Lockerung der Geldpolitik auf 4,7 Prozent. Für Ende 2024 liegt die Prognose der Notenbank bei einem Leitzins von 4,1 Prozent, die Zinsfutures gehen dagegen nur von einem Zins von 3,5 Prozent aus.

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
01.02.2023	0,0%	0,0%	0,0%	57,0%	43,0%	0,0%	0,0%	0,0%
22.03.2023	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%	55,8%	39,3%	0,0%	0,0%
03.05.2023	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	33,6%	46,5%	17,2%	0,0%
14.06.2023	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	31,2%	45,5%	19,4%	1,3%
26.07.2023	0,0%	0,0%	0,4%	7,5%	33,7%	41,0%	16,3%	1,1%
20.09.2023	0,0%	0,1%	2,6%	15,4%	35,9%	33,6%	11,7%	0,8%
01.11.2023	0,1%	1,2%	8,3%	24,6%	34,8%	23,8%	6,8%	0,4%
13.12.2023	0,8%	6,0%	19,2%	31,5%	27,4%	12,4%	2,5%	0,1%

Quelle: CME Fed Watch Tool, 5. Januar 2023, 15.30 Uhr

Anleger/-innen sind normalerweise gut beraten, sich nicht gegen die Politik der Notenbanken zu stellen, nicht umsonst heißt eine bekannte Investmentphilosophie „Don't fight the Fed!“. In dem jüngst veröffentlichten Protokoll der letzten Notenbanksitzung warnt die Fed dann auch nochmal mit offenen und deutlichen Worten

davor, die Entschlossenheit der Zentralbank zu unterschätzen, den Leitzins für längere Zeit auf einem hohen Niveau zu belassen, um sicherzustellen, dass die Inflation wieder in Richtung der Zwei-Prozent-Zielmarke sinkt. Steigende Aktien- und Anleihekurse, wie sie zuletzt zu beobachten waren, führen zu einer Lockerung der finanziellen Bedingungen und könnten zu einer erneuten Beschleunigung des Wirtschaftswachstums und der Nachfrage nach Arbeitskräften führen – mit ungewollten und negativen Auswirkungen auf die Inflationsrate. „Participants noted that, because monetary policy worked importantly through financial markets, an unwarranted easing in financial conditions, especially if driven by a misperception by the public of the Committee's reaction function, would complicate the Committee's effort to restore price stability.“ Eine Erholung der Kapitalmärkte könnte aus Sicht der Notenbankmitglieder also dazu führen, die Zinsen noch stärker als angekündigt zu erhöhen und damit das Risiko einer schwerwiegenden und länger anhaltenden Rezession zu vergrößern. Dies spricht unter Anlagegesichtspunkten im Moment dagegen, sich zu stark in risikobehafteten Wertpapieren zu engagieren und beispielsweise die Aktienquote deutlich zu erhöhen.

Da sich allerdings die Anzeichen verstärkt haben, dass der Inflationsdruck schneller und stärker nachlässt, als es bislang erwartet wurde, steigen die Chancen, dass von Seiten der Geldpolitik in den kommenden Monaten doch Entwarnung gegeben werden kann. Die Lieferkettenprobleme lösen sich immer weiter auf, die Transportkosten sind gegenüber dem Vorjahr geradezu eingebrochen und angesichts hoher Lagerbestände nehmen viele Unternehmen hohe Preisabschläge in Kauf, um ihre Güter an den Mann und an die Frau zu bringen. Zudem sind die Energiepreise stark gesunken, sodass es dieses Jahr tatsächlich zu den eigentlich schon 2022 erwarteten Basiseffekten kommen dürfte, die ab dem Frühjahr zu einem deutlichen Rückgang der weltweiten Preissteigerungsraten führen. Hinzu kommen in einigen Ländern, wie bei uns in Deutschland, ab dem Frühjahr die Effekte der Strom- und Gaspreisbremse. Alles in allem halten wir es deshalb aus heutiger Sicht für wahrscheinlich, dass die Inflationsraten in Deutschland, der Eurozone und in den USA bis Jahresende auf drei Prozent und mit Glück sogar noch etwas tiefer fallen werden. Da aber die Notenbanken nicht den Fehler machen wollen, die Inflation zu früh für besiegt zu erklären, wird es noch etwas dauern, bis sie grünes Licht geben werden.

Marktdaten

	Stand 05.01.2023 17:08	Veränderung zum				
		29.12.2022 -1 Woche	02.12.2022 -1 Monat	04.10.2022 -3 Monate	04.01.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	32883	-1,0%	-4,5%	8,5%	-10,6%	-0,8%
S&P 500	3831	-0,5%	-5,9%	1,1%	-20,1%	-0,2%
Nasdaq	10339	-1,3%	-9,8%	-7,5%	-33,8%	-1,2%
Russell 2000	1756	-0,6%	-7,2%	-1,1%	-22,6%	-0,3%
DAX	14447	2,7%	-0,6%	14,0%	-10,6%	3,8%
MDAX	26682	4,9%	1,9%	13,5%	-24,9%	6,2%
TecDAX	3005	1,7%	-4,2%	6,1%	-21,6%	2,9%
EuroStoxx 50	3968	3,1%	-0,3%	13,9%	-9,2%	4,6%
Stoxx 50	3771	1,9%	-0,9%	9,4%	-2,4%	3,3%
SMI (Swiss Market Index)	11070	2,0%	-1,1%	4,5%	-14,2%	3,2%
FTSE 100	7648	1,8%	1,2%	7,9%	1,9%	2,6%
Nikkei 225	25821	-1,0%	-7,0%	-4,3%	-11,9%	-1,0%
Brasilien BOVESPA	107164	-2,3%	-4,3%	-7,8%	3,5%	-2,3%
Russland RTS	941	0,4%	-15,1%	-14,5%	-42,0%	-3,1%
Indien BSE 30	60353	-1,3%	-4,0%	3,9%	0,8%	-0,8%
China CSI 300	3969	2,9%	2,5%	4,3%	-19,3%	2,5%
MSCI Welt	2624	0,5%	-4,0%	4,5%	-19,2%	0,8%
MSCI Welt SRI	2483	-0,1%	-5,3%	-7,6%	-23,4%	0,4%
MSCI Emerging Markets	974	1,8%	0,0%	9,0%	-21,1%	1,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	136,47	248	-542	-515	-3434	354
Bobl-Future	116,93	75	-358	-423	-1620	118
Schatz-Future	105,64	9	-126	-191	-641	22
3 Monats Euribor	2,17	27	77	151	274	28
3M Euribor Future, Dez 2022	3,37	-18	46	0	369	-24
3 Monats \$ Libor	4,79	3	6	105	457	2
Fed Funds Future, Dez 2022	4,72	11	21	-9528	395	8
10-jährige US Treasuries	3,75	-8	25	14	208	-8
10-jährige Bunds	2,32	-14	47	44	245	-24
10-jährige Staatsanl. Japan	0,43	-2	18	20	35	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,43	-12	39	46	152	-18
US Treas 10Y Performance	584,80	0,9%	-1,5%	-0,5%	-15,0%	0,9%
Bund 10Y Performance	539,12	1,7%	-3,4%	-2,8%	-18,2%	2,6%
REX Performance Index	432,17	-0,1%	-2,6%	-2,9%	-11,7%	-0,1%
IBOXX AA, €	3,39	-14	41	20	290	-20
IBOXX BBB, €	4,48	-16	37	1	357	-22
ML US High Yield	8,75	-24	26	-41	379	-23
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	-1,8%	5,3%	-19,6%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	571,24	-5,2%	-6,6%	-11,0%	0,0%	-6,4%
MG Base Metal Index	408,93	-2,1%	-1,4%	10,2%	-11,1%	-2,2%
Rohöl Brent	78,64	-4,5%	-8,3%	-14,4%	-1,8%	-7,4%
Gold	1829,21	0,9%	2,2%	6,1%	0,8%	0,7%
Silber	24,15	0,6%	4,2%	14,1%	5,0%	1,7%
Aluminium	2231,75	-6,0%	-11,3%	-4,8%	-21,1%	-5,0%
Kupfer	8236,00	-2,1%	-2,3%	5,6%	-15,9%	-1,5%
Eisenerz	115,35	3,9%	7,4%	21,2%	-4,6%	3,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1176	-22,4%	-11,2%	-36,9%	-48,5%	-22,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0525	-1,2%	-0,1%	6,4%	-6,7%	-1,3%
EUR/ GBP	0,8852	0,0%	3,2%	1,4%	6,1%	-0,2%
EUR/ JPY	140,81	-1,0%	-0,4%	-1,7%	7,3%	0,1%
EUR/ CHF	0,9855	0,2%	0,2%	0,9%	-4,8%	0,1%
USD/ CNY	6,8800	-1,3%	-2,5%	-3,3%	7,9%	-0,3%
USD/ JPY	132,63	-0,3%	-1,3%	-8,0%	14,2%	1,1%
USD/ GBP	0,8412	1,4%	2,8%	-4,1%	14,0%	1,2%

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 3282-2401
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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.