

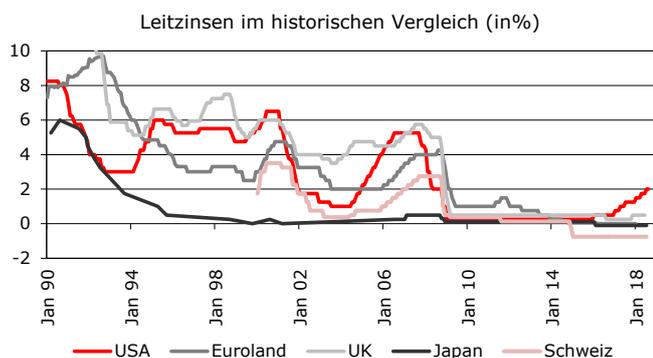


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

2. August 2018

Wann kommt die Zinswende?

Viele Jahre lang bewegten sich die Leitzinsen in den USA und in Europa im Gleichschritt, wobei in der Vergangenheit fast immer die US-Notenbank den Takt vorgab. So war es beispielsweise auch während der Finanz- und Wirtschaftskrise als die Federal Reserve im Herbst 2007 frühzeitig mit einer ersten Zinssenkung von 5,25 auf 4,75 Prozent auf das sich verschlechternde wirtschaftliche Umfeld reagierte. Im Laufe des Jahres 2008 wurde der Leitzins dann in sieben schnellen Schritten bis auf null Prozent reduziert. In der Eurozone verfolgte die Europäische Zentralbank (EZB) dagegen noch bis Anfang Juli 2008 eine restriktivere Geldpolitik. Erst nach der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers am 15. September setzte sich auch bei der EZB die Erkenntnis durch, dass die Geldpolitik auf das negative wirtschaftliche Umfeld und den Stress an den Finanzmärkten reagieren müsse. In einer gemeinsamen Sitzung mit Notenbanken aus den USA, Kanada, England, Schweden und der Schweiz wurde am 8. Oktober 2008 beschlossen, die Zinsen zu senken.



Diese Entscheidung und die sich in der Folgezeit verschärfende Finanz- und Wirtschaftskrise läutete eine

neue Ära der Geldpolitik ein und führte dazu, dass die Kapitalmarktzinsen immer weiter sanken. Denn nachdem die Notenbanken die Möglichkeiten der „normalen“ Geldpolitik vollständig ausgeschöpft hatten, in dem die Leitzinsen bis auf null Prozent gesenkt wurden, begann eine neues, groß angelegtes geldpolitisches Experiment, die „quantitative Lockerung“ (quantitative easing oder QE). Dies bedeutet, dass die Notenbanken in großem Umfang Vermögenswerte, also vor allem Staats-, aber auch Unternehmensanleihen und Pfandbriefe, am Kapitalmarkt aufkauft. Die durch die Käufe steigenden Anleihekurse führen spiegelbildlich zu sinkenden Renditen und damit zu niedrigeren Zinsen; gleichzeitig wird dem Bankensystem Liquidität zugeführt. Während Anleger, die in festverzinsliche Wertpapiere investieren wollen oder müssen, mit immer unattraktiveren Anlagekonditionen konfrontiert werden, profitieren Kreditnehmer von günstigeren Zins- und Tilgungsmodalitäten. Eine höhere Kreditnachfrage von Unternehmen und Privathaushalten soll zu mehr Konsum und Investitionen und somit zu mehr Wirtschaftswachstum und einer höheren Inflationsrate führen.

Nachdem die US-Notenbank schon im Dezember 2008 ihr erstes QE-Programm auflegte und 2010 sowie 2012 zwei Folgeprogramme beschlossen wurden, folgten ihr die Notenbanken aus England und der Schweiz zügig. Anders die EZB: Trotz einer heftigen Rezession in der Eurozone und einer Inflationsrate, die von mehr als drei Prozent im Jahr 2008 auf fast null im nächsten Jahr und auf 1,6 Prozent im Jahr 2010 sank, wurde der Leitzins bis Frühjahr 2009 auf ein Prozent gesenkt und verharrte dort bis April 2011. Die temporäre Konjunkturerholung im Jahr 2010 und die zeitweise höheren Inflationsraten

wurden von der Europäischen Zentralbank 2011 im Gegensatz zu allen anderen großen Notenbanken zum Anlass genommen, die Zinsen im April und im Juli 2011 zu erhöhen. Spätestens mit dem Beginn der europäischen Staatsschuldenkrise stellte sich diese Entscheidung als fataler Fehler heraus. Es dauerte aber bis März 2015 ehe die EZB ihr eigenes QE-Programm auf den Weg brachte. Zu diesem Zeitpunkt, also sechs Jahre nach dem Start in den USA, hatte die Fed ihre Anleihekäufe bereits wieder beendet. Die EZB weitete ihr Aufkaufprogramm dagegen im März 2016 nochmals aus und will dieses Ende 2018 beenden. Geht damit die Phase einer global äußerst expansiven Geldpolitik zu Ende? Und können Anleger davon ausgehen, dass die Zinsen in absehbarer Zeit deutlich steigen werden?

Es ist davon auszugehen, dass die geldpolitischen Entscheidungen der wichtigsten Notenbanken auch in Zukunft divergieren werden und nicht wie vor 2008 eine Phase zu erwarten ist, in der die Zentralbanken weitestgehend im Gleichschritt agieren. So zeichnet sich deutlich ab, dass die US-Notenbank ihre geldpolitische Vorreiterrolle beibehalten wird, da der Konjunkturzyklus in den Vereinigten Staaten am weitesten fortgeschritten ist. Die Fed hat sehr klar kommuniziert, dass in diesem Jahr noch mit zwei weiteren Zinserhöhungen zu rechnen ist, wobei die nächsten Schritte im September und Dezember erfolgen dürften. Seit Ende 2015 hat die US-Notenbank in sieben kleinen Schritten den Leitzins, die Fed Funds Target Rate, von einer Spanne von null bis 0,25 auf zuletzt 1,75 bis 2,0 Prozent angehoben. Ende des Jahres wird eine Spannbreite von 2,25 bis 2,50 Prozent erreicht werden, und im Laufe des Jahres 2019 ist dann mit drei weiteren Zinserhöhungen zu rechnen. Insofern ist es in den USA schon zu einer Zinswende gekommen, da sich die höheren Leitzinsen bereits auf die Kapitalmarktrenditen ausgewirkt haben. So ist die Rendite für 10-jährige US-Treasuries von knapp 1,4 Prozent im Juli 2016 auf zuletzt drei Prozent angestiegen. Da der Leitzins bis Ende 2019 in voraussichtlich fünf Schritten um 125 Basispunkte erhöht werden soll, werden die Renditen weiter ansteigen. Angesichts der Tatsache, dass die Inflationsrate von derzeit 2,2 Prozent bis Mitte nächsten Jahres auf etwa 1,5 Prozent sinken dürfte und gleichzeitig Hedgefonds sowie andere spekulativ eingestellte Marktteilnehmer bereits jetzt rekordhohe Wetten auf steigende Zinsen von US-Staatsanleihen eingegangen sind, dürfte die Rendite für 10-jährige Treasuries bis Jahresende aber bei etwa drei Prozent verharren und erst im kommenden Jahr um etwa 50 Basispunkte ansteigen. Auch wenn

eine Rendite von drei Prozent recht attraktiv ist, müssen Anleger beachten, dass bereits ein Renditeanstieg von knapp 40 Basispunkten dazu führt, dass die Kursverluste der Anleihe den Kupon übersteigen, sodass auf Jahressicht eine leicht negative Wertentwicklung zu erwarten ist. Der Anlageerfolg bei US-Anleihen wird daher maßgeblich von der weiteren Währungsentwicklung bestimmt werden.

Wirft man einen Blick auf die internationale Geldpolitik, so stellt man fest, dass in den vergangenen 12 Monaten nur wenige Zentralbanken der Zinspolitik der Federal Reserve gefolgt sind. Zu den Notenbanken, die eine ähnliche Zinspolitik verfolgen, gehören u.a. die aus Mexiko, Kanada, Großbritannien, Indien, Indonesien, Rumänien und Tschechien. Von den fast 50 Notenbanken, die wir beobachten, haben in den vergangenen 12 Monaten knapp 20 die Zinsen erhöht, 30 ließen sie dagegen unverändert. Auf Sicht der nächsten 12 Monate gehen wir nicht davon aus, dass sich an diesem Bild viel ändern wird. Im Gegenteil, da die jüngsten Konjunkturdaten eher schwach ausfielen und die Inflationsraten basisbedingt wieder sinken dürften, besteht in der Eurozone, in Japan und in vielen Schwellenländern kein Grund, die Zinsen deutlich zu erhöhen.

So hat die Europäische Zentralbank auf ihrer jüngsten Sitzung klar gemacht, dass die Zinsen bis über den Sommer 2019 hinaus nicht erhöht werden. Die erste Zinserhöhung seit 2011 könnte demnach frühestens im Oktober 2019 stattfinden. Dies spricht dafür, dass eine Zinswende – zumindest eine, die diese Bezeichnung auch verdient – in den nächsten 12 Monaten ausbleiben wird. Etwas höhere Renditen beispielsweise für deutsche Bundesanleihen sind aber dennoch wahrscheinlich, da sich die Nachfrage nach Staatsanleihen durch die Notenbank verringert. Doch auch wenn kein „frisches“ Geld mehr für Staatsanleihekäufe bereitgestellt wird und die EZB-Bilanz damit nicht mehr wächst, werden auslaufende Anleihen weiterhin ersetzt. Allein in den ersten sechs Monaten 2019 beträgt das durchschnittliche monatliche Wiederanlagevolumen rund 17 Milliarden Euro. Dies dürfte einen deutlicheren Renditeanstieg verhindern. Sollten die Renditen dennoch stärker ansteigen, bleibt der EZB die Möglichkeit einer „Operation Twist“: auslaufende Staatsanleihen könnten durch den vornehmlichen Kauf langer Laufzeiten ersetzt werden. Die damit verbundene schlechte Nachricht für Zinsanleger ist aber, dass die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen sich auch weiterhin nur im Schneckentempo nach oben bewegen wird.

Wochenausblick für die Zeit vom 6. August bis 10. August 2018

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Auftragseingänge, m/m	1,4%	-1,3%	2,6%	0,2%			6. August
D: Auftragseingänge, y/y	3,6%	1,4%	3,1%	3,8%			6. August
D: Industrieproduktion, m/m	-1,1%	-1,6%	2,6%	0,3%			7. August
D: Industrieproduktion, y/y	3,0%	0,8%	4,4%	3,9%			7. August
D: Exporte, m/m	1,9%	-0,3%	1,8%	-0,1%			7. August
D: Exporte, y/y	4,2%	3,1%	3,6%	5,4%			7. August
D: Importe, m/m	-0,5%	2,6%	0,7%	0,2%			7. August
D: Importe, y/y	2,3%	4,3%	4,3%	7,8%			7. August
E-19: Sentix	24,0	19,6	19,2	9,3	12,1	12,4	6. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Zweite Zinserhöhung in 11 Jahren



Bis gestern hat die Bank of England (BoE) in den letzten elf Jahren lediglich einmal die Zinsen erhöht. Die zweite Zinserhöhung erfolgt heute mit dem Beschluss des geldpolitischen Komitees, die Zinsen um 25 Basispunkte auf 0,75% zu erhöhen. Auch wenn dieser Schritt von der Mehrheit der Marktteilnehmer erwartet wurde, war es keinesfalls eindeutig, dass dieser Zinsschritt erfolgen muss. Die Einstimmigkeit des Komitees bei der Entscheidung kam von daher überraschend. Dies liegt an der Ambiguität der zuletzt veröffentlichten Daten. Die BoE verfolgt ein Inflationsziel von 2%. Mit 2,4% liegen die letzten Inflationsdaten über dem Ziel, was somit für einen Zinsschritt spricht. Auch weitere Daten sprechen für eine Zinserhöhung. So ist das Wachstumstempo weiterhin robust und liegt mit prognostizierten 1,75% (y/y) über dem Potenzialwachstum, woraus weiterer Inflationsdruck resultieren kann. Außerdem befindet sich der Arbeitsmarkt in einem sehr guten Zustand. So liegt bei einer Rekordbeschäftigung die Arbeitslosenquote auf dem tiefsten Stand seit den 1970er Jahren.

Daraus könnte weiterer Lohndruck entstehen, der die Portemonnaies der Angestellten füllt und Konsum und Inflation anheizt. Andererseits haben sich einige Konjunkturdaten in letzter Zeit verschlechtert. So zeigt der aktuelle Einkaufsmanagerindex ein schwächeres Wachstum als in den Vormonaten an. Auch die Inflationsrate war in den letzten Monaten wieder rückläufig und das Verbrauchervertrauen hat sich ebenfalls abgemildert. Vor dem Hintergrund der Möglichkeit eines Handelskrieges mit der USA und dem bevorstehenden Brexit unter noch unklaren Bedingungen ist diese Abschwächung auch nur verständlich. Allerdings scheint die BoE sich dennoch etwas „hawkish“ positioniert zu haben, wie auch die erstmalige Schätzung des natürlichen Zinses vermuten lässt. Dieser kann als Indikator für den mittelfristigen Zins gesehen werden und würde mit einer Schätzung von zwei bis drei Prozent für weitere Zinsschritte sprechen. Wie die tatsächliche Entwicklung aussehen wird, ist angesichts der politischen Unwägbarkeiten jedoch völlig unklar.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	02.08.2018	26.07.2018	29.06.2018	01.05.2018	01.08.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	17:10	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	25179	-1,4%	3,7%	4,5%	14,6%	1,9%
S&P 500	2807	-1,1%	3,2%	5,7%	13,3%	5,0%
Nasdaq	7707	-1,8%	2,6%	8,1%	21,1%	11,6%
DAX	12525	-2,2%	1,8%	-0,7%	2,2%	-3,0%
MDAX	26725	-0,8%	3,4%	2,9%	7,7%	2,0%
TecDAX	2883	-1,7%	7,1%	9,8%	27,0%	14,0%
EuroStoxx 50	3463	-1,3%	2,0%	-2,1%	-0,4%	-1,2%
Stoxx 50	3113	-1,2%	2,3%	0,9%	0,4%	-2,0%
SMI (Swiss Market Index)	9142	0,0%	6,2%	2,9%	1,0%	-2,6%
FTSE 100	7561	-1,3%	-1,0%	0,5%	1,9%	-1,6%
Nikkei 225	22513	-0,3%	0,9%	0,0%	12,6%	-1,1%
Brasilien BOVESPA	79186	-0,3%	8,8%	-8,0%	19,0%	3,6%
Russland RTS	1138	-0,9%	-1,4%	-1,4%	12,2%	-1,4%
Indien BSE 30	37165	0,5%	4,9%	5,7%	14,1%	9,1%
China Shanghai Composite	2767	-4,0%	-2,8%	-10,2%	-16,0%	-16,3%
MSCI Welt (in €)	2149	0,3%	3,3%	7,3%	10,9%	5,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1087	0,7%	2,0%	-2,8%	3,4%	-3,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	96	59	440	34	146
Bobl-Future	131,53	-35	-64	53	-81	-8
Schatz-Future	111,89	-8	-20	-3	-23	-9
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,30	0	-1	1	-13	0
3 Monats \$ Libor	2,35	1	1	-1	104	65
Fed Funds Future, Dez 2018	2,22	0	5	3	76	0
10-jährige US Treasuries	2,99	1	13	2	74	58
10-jährige Bunds	0,47	13	16	-9	4	5
10-jährige Staatsanl. Japan	0,12	3	9	8	4	7
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,00	5	7	-9	-3	13
US Treas 10Y Performance	557,98	-0,2%	-1,1%	0,0%	-4,4%	-4,0%
Bund 10Y Performance	611,50	-0,9%	-1,2%	1,3%	1,5%	0,7%
REX Performance Index	482,73	-0,3%	-0,4%	0,7%	0,4%	0,4%
IBOXX AA, €	0,80	4	3	-1	4	12
IBOXX BBB, €	1,61	4	-3	18	32	38
ML US High Yield	6,57	2	0	3	61	42
JPM EMBI+, Index	797	-0,7%	1,5%	-0,9%	-3,3%	-4,7%
Wandelanleihen Exane 25	7385	0,0%	0,1%	-0,2%	2,6%	-0,2%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	429,28	-1,0%	-2,2%	-3,8%	-2,7%	-0,7%
MG Base Metal Index	315,50	-1,1%	-7,5%	-9,5%	0,7%	-12,1%
Rohöl Brent	72,70	-2,6%	-8,5%	-1,4%	41,7%	9,1%
Gold	1213,90	-1,1%	-3,0%	-6,9%	-4,6%	-6,9%
Silber	15,44	-0,3%	-4,4%	-4,3%	-7,7%	-9,2%
Aluminium	2030,00	-0,9%	-5,7%	-10,2%	7,7%	-10,0%
Kupfer	6147,00	-1,9%	-7,2%	-8,4%	-2,6%	-14,7%
Eisenerz	66,66	4,3%	2,9%	1,8%	-6,9%	-6,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1760	3,0%	27,1%	32,6%	82,4%	28,8%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1614	-0,9%	-0,4%	-3,8%	-1,7%	-3,2%
EUR/ GBP	0,8911	0,5%	0,8%	1,0%	-0,2%	0,4%
EUR/ JPY	129,41	-0,4%	0,3%	-2,1%	-0,9%	-4,1%
EUR/ CHF	1,1543	-0,6%	-0,2%	-3,6%	1,1%	-1,4%
USD/ CNY	6,8387	0,6%	3,3%	8,0%	1,7%	5,1%
USD/ JPY	111,73	0,4%	0,9%	1,7%	1,2%	-0,9%
USD/ GBP	0,7674	0,9%	1,3%	4,3%	1,5%	3,8%

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jbottger@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 Veröffentlichungen des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.