



Konjunktur und Strategie

21. März 2024

Zentralbanken: Vom Feind zum Freund der Anleger

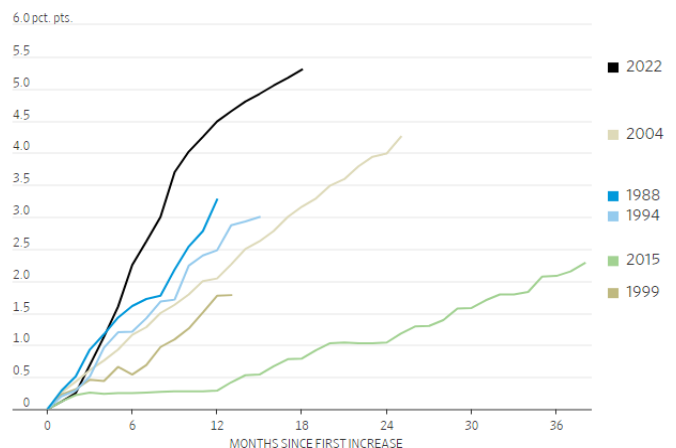
Die gute Börsenentwicklung der vergangenen 15 Monate ist vor allem auf das Agieren der Notenbanken zurückzuführen. Waren diese im Jahr 2022 aufgrund des Beginns einer deutlich restriktiveren Geldpolitik noch der „größte Feind“ der Anleger, so sind sie seit dem vergangenen Jahr aufgrund des sich abzeichnenden Endes des Zinserhöhungszyklus – wieder einmal – der „größte Freund“. So gewann der DAX im Jahr 2023 20 Prozent an Wert und legte in den ersten knapp drei Monaten dieses Jahres noch einmal acht Prozent zu. Erstmals wurde die Marke von 18.000 Punkten, unser Kursziel für das Jahresende, überschritten.

Fed und EZB nehmen Zinssenkungen ins Visier

Nachdem die US-Notenbank den Leitzins zwischen März 2022 und Juli 2023 in Siebenmeilenstiefeln um 525 Basispunkte angehoben hat, wird seit geraumer Zeit über den Zeitpunkt der ersten Zinssenkung spekuliert. Noch zu Jahresbeginn waren sich die meisten Marktteilnehmer einig, dass ein solcher Schritt im März erfolgen könnte. Da die US-Wirtschaft aber robust wächst, am Arbeitsmarkt weiterhin nahezu Vollbeschäftigung herrscht und der Rückgang der Inflation zuletzt ins Stocken geraten ist, haben sich die Zinserwartungen nach hinten verschoben. Mit einem ersten Zinsschritt nach unten wird nun im Juni oder Juli gerechnet. Fed-Präsident Powell hat nach der FOMC-Sitzung am Mittwochabend bestätigt, dass seine Kollegen und er weiterhin davon ausgehen, dass die Zinsen in diesem Jahr in drei Schritten um jeweils 25 Basispunkte gesenkt werden können. Allerdings braucht die Fed noch etwas mehr Zuversicht, dass sich der Rückgang

der Inflation in Richtung der Zielmarke von zwei Prozent fortsetzt.

Kumulierte Veränderung des US-Leitzins seit der ersten Zinserhöhung



Quelle: Wall Street Journal, Federal Reserve

Wir gehen davon aus, dass die US-Inflationsrate (gemessen am PCE-Preisindex) bis zur Juni-Sitzung auf 2,4 Prozent zurückgehen wird und ab September gute Chancen auf Preissteigerungsraten von unter zwei Prozent bestehen. Vor diesem Hintergrund halten wir Zinssenkungen auf den FOMC-Sitzungen am 31. Juli, 18. September und 7. November für wahrscheinlich. Selbst eine anhaltende Stärke des Arbeitsmarktes wäre nach Aussage des Fed-Chefs kein Grund, mit Zinssenkungen zu lange zu warten. Sollte es hingegen zu einer unerwarteten Abschwächung kommen, könnte die Notenbank auch früher mit Zinssenkungen beginnen. Für die Jahre 2025 und 2026 zeichnen sich aus heutiger Sicht jeweils drei weitere Zinssenkungen pro Jahr ab. Da ein Teil der Anleger damit gerechnet hatte, dass die Fed die Zinssenkungserwartungen dämpfen würde, schlossen die US-Aktienmärkte nach Powells Pressekonferenz auf Rekordniveau.

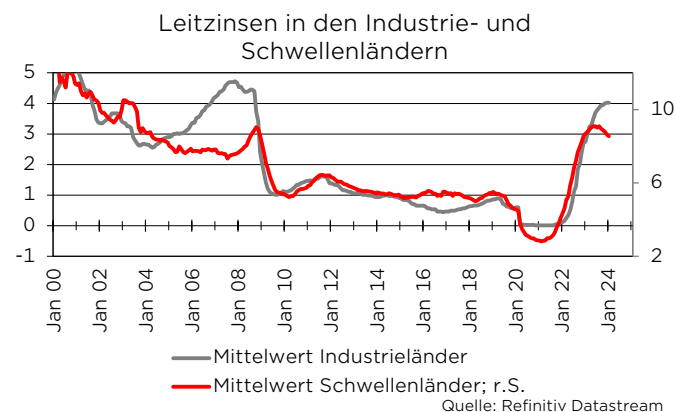
Auch von Seiten der Europäischen Zentralbank mehren sich die Anzeichen für eine baldige Zinssenkung. Die Inflationsrate ist inzwischen auf 2,6 Prozent gesunken, vor allem, weil sich der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln deutlich verlangsamt hat. Während die Nahrungsmittelpreise im März 2023 noch um fast 16 Prozent über dem Vorjahresniveau lagen, hat sich der Preisanstieg inzwischen auf knapp vier Prozent abgeschwächt. In den kommenden Monaten ist ein weiterer Rückgang auf rund zwei Prozent wahrscheinlich. Lediglich die Preise für Dienstleistungen steigen derzeit mit vier Prozent noch überdurchschnittlich stark, wobei wir bis zum Sommer eine Verlangsamung des Anstiegs auf 2,5 Prozent erwarten. Eine Zinssenkung auf der nächsten EZB-Ratssitzung am 11. April ist unwahrscheinlich, vielmehr dürfte mit einer ersten Zinssenkung bis zum 6. Juni gewartet werden. Damit könnte die EZB diesmal der US-Notenbank bei der geldpolitischen Wende zuvorkommen.

Aus konjunktureller Sicht wäre hingegen eine frühere Zinssenkung in der Eurozone wünschenswert. Die Wirtschaft befindet sich nach wie vor in einer besorgniserregend schwachen Verfassung, auch wenn wir keine Rezession im eigentlichen Sinne erwarten (zwei Quartale in Folge mit negativer BIP-Entwicklung). Die Frühindikatoren zeigen aber, dass das Verarbeitende Gewerbe weiterhin stark unter Druck steht. Insbesondere in Deutschland beurteilen die Industrieunternehmen die Lage sehr negativ - auch wenn die Stimmung vielleicht schlechter ist als die Lage. Immerhin konnte sich der Dienstleistungssektor zuletzt erholen. Von Zinssenkungen dürfte nicht nur die Bauwirtschaft profitieren, sondern auch viele kleinere Unternehmen, die sich in diesem Jahr refinanzieren müssen und bei denen die hohen Kapitalkosten zu einer sinkenden Rentabilität führen. Je früher die EZB reagiert, desto besser.

Japan als geldpolitischer Nachzügler, Schweiz als Vorreiter

Mit der Bank of Japan (BoJ) und der Schweizerischen Nationalbank (SNB) haben in dieser Woche zwei Zentralbanken, die sonst nicht so sehr im Fokus stehen, den anderen die Show gestohlen. Die SNB senkte ihren Leitzins von 1,75 Prozent auf 1,5 Prozent. Die meisten Beobachter hatten diesen Schritt erst zu einem späteren Zeitpunkt erwartet. Da die Inflationsrate in der Schweiz aber bereits seit Juli 2023 kontinuierlich unter der Marke von zwei Prozent liegt und zuletzt mit 1,2 Prozent der geringste Preisdruck seit Herbst 2021 verzeichnet wurde, ist

der Schritt aus unserer Sicht nur konsequent, da die Notenbank davon ausgeht, dass die Inflationsrate auch in den kommenden Jahren unter zwei Prozent liegen wird. Die SNB ist zwar die erste Notenbank eines wichtigen Industrielandes, die die Zinsen wieder senkt, aber bei weitem nicht die erste, die zu einer expansiveren Geldpolitik übergeht. In den Schwellenländern haben in den letzten sechs Monaten bereits mehrere Zentralbanken die Zinsen gesenkt, zuletzt die brasilianische Zentralbank, die bereits die sechste Zinssenkung beschlossen hat.



Ganz anders die Situation in Japan. Dort hat die BoJ als letzte Notenbank das zwölfjährige geldpolitische Experiment mit Negativzinsen beendet. Sie schaffte den negativen Leitzins von -0,1 Prozent ab und legte ein neues Zielband von 0,0 bis 0,1 Prozent fest. Sie beendete auch die meisten unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, die sie seit der globalen Finanzkrise 2008 ergriffen hatte, indem sie die Aktienkäufe einstellte und das Ziel für die Renditen langfristiger Staatsanleihen aufhob. Diese geldpolitische Entscheidung ist jedoch vor allem ein symbolischer Schritt. Denn die BoJ wird ihre quantitative Lockerung fortsetzen, bei der sie sich verpflichtet, japanische Staatsanleihen ungefähr im gleichen Umfang wie bisher zu kaufen, derzeit etwa sechs Billionen Yen (40 Milliarden US-Dollar) pro Monat. „Straffung“ ist vielleicht nicht das richtige Wort für diese Politik, und „Normalisierung“ ist somit etwas übertrieben. Während diese Entscheidung von vielen als ein Signal gefeiert wurde, dass die große Finanz- und Wirtschaftskrise, die 2008/2009 begann, nun endgültig zu den Akten gelegt werden könne, sollte man eines nicht vergessen: In der Vergangenheit waren Zinserhöhungen der japanischen Notenbank fast immer ein sicherer Indikator dafür, dass die nächste Krise vor der Tür steht. Hoffen wir, dass es diesmal anders ist!

Carsten Klude

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	21.03.2024 16:39	14.03.2024 -1 Woche	20.02.2024 -1 Monat	20.12.2023 -3 Monate	20.03.2023 -12 Monate	29.12.2023 YTD
Dow Jones	39832	2,4%	3,3%	7,4%	23,5%	5,7%
S&P 500	5315	3,2%	6,8%	13,1%	34,5%	11,4%
Nasdaq	16467	2,1%	5,4%	11,4%	41,0%	9,7%
Russell 2000	2100	3,4%	4,8%	5,9%	20,3%	3,6%
DAX	18168	1,3%	6,4%	8,6%	21,7%	8,5%
MDAX	26493	0,9%	2,9%	-3,1%	-0,4%	-2,4%
TecDAX	3413	-0,3%	1,5%	2,3%	5,9%	2,3%
EuroStoxx 50	5047	1,1%	6,0%	11,3%	22,5%	11,6%
Stoxx 50	4401	0,1%	3,1%	7,8%	16,5%	7,5%
SMI (Swiss Market Index)	11716	0,0%	2,3%	5,1%	10,1%	5,2%
FTSE 100	7893	1,9%	2,3%	2,3%	6,6%	2,1%
Nikkei 225	40816	5,2%	6,4%	21,2%	51,5%	22,0%
Brasilien BOVESPA	128417	0,6%	-1,2%	-1,8%	27,2%	-4,3%
Russland RTS	1124	-0,8%	2,8%	4,6%	14,7%	3,7%
Indien BSE 30	72641	-0,6%	-0,6%	3,0%	26,0%	0,6%
China CSI 300	3581	0,5%	5,0%	8,6%	-9,1%	4,4%
MSCI Welt	3415	1,0%	4,3%	9,4%	27,5%	7,8%
MSCI Welt SRI	3271	0,6%	3,0%	-2,5%	25,7%	5,1%
MSCI Emerging Markets	1032	-1,6%	1,3%	3,5%	9,5%	0,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	131,91	-10	-135	-591	-606	-531
Bobl-Future	117,75	17	101	-154	-153	-153
Schatz-Future	105,65	5	25	-80	-78	-89
3 Monats Euribor	3,92	1	1	2	103	4
3M Euribor Future, Dez 2024	3,08	4	23	72	27	78
3 Monats \$ Libor	5,59	0	0	-4	64	0
Fed Funds Future, Dez 2024	4,62	-5	12	72	174	79
10-jährige US Treasuries	4,28	-2	-1	42	80	41
10-jährige Bunds	2,41	1	6	46	30	41
10-jährige Staatsanl. Japan	0,75	-3	2	18	50	12
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,65	-9	-21	-2	-33	-4
US Treas 10Y Performance	586,57	0,2%	0,3%	-2,4%	-2,9%	-2,4%
Bund 10Y Performance	550,12	-0,1%	-0,4%	-3,0%	-0,2%	-2,7%
REX Performance Index	441,50	0,0%	-0,1%	-2,1%	0,3%	-1,4%
IBOXX AA, €	3,38	2	-1	31	-14	31
IBOXX BBB, €	3,97	2	-3	20	-59	21
ML US High Yield	7,89	-1	-15	2	-114	10
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	577,15	0,6%	4,2%	5,7%	6,2%	7,7%
MG Base Metal Index	394,59	-0,5%	4,9%	2,7%	-2,1%	0,9%
Rohöl Brent	85,38	0,2%	3,7%	6,1%	15,7%	9,9%
Gold	2172,99	0,7%	7,2%	6,8%	9,8%	5,2%
Silber	24,91	0,3%	8,0%	2,3%	10,8%	2,7%
Aluminium	2223,49	0,8%	3,0%	1,7%	-0,1%	-5,2%
Kupfer	8818,84	0,4%	4,7%	3,9%	1,4%	4,2%
Eisenerz	110,29	-0,6%	-13,8%	-18,2%	-14,0%	-19,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	2284	-2,8%	40,0%	6,2%	48,1%	9,1%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0861	-0,6%	0,5%	-0,8%	1,3%	-1,7%
EUR/ GBP	0,8572	0,4%	0,3%	-1,1%	-2,0%	-1,1%
EUR/ JPY	164,54	1,8%	1,5%	4,7%	16,9%	5,3%
EUR/ CHF	0,9758	1,5%	2,4%	3,2%	-1,7%	5,4%
USD/ CNY	7,1993	0,0%	0,1%	0,8%	4,6%	1,3%
USD/ JPY	151,26	2,0%	0,8%	5,3%	15,2%	7,2%
USD/ GBP	0,7893	0,6%	-0,1%	0,0%	-3,3%	0,6%

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.