

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF AG



25. März 2022

INFLATION – CATCH ME IF YOU CAN

Die Zentralbanken haben die geldpolitischen Zügel angezogen. Die Federal Reserve (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) haben ihre Inflationsprognosen für 2022 auf 4,3% bzw. 5,1% erhöht.

Gleichzeitig haben die Zentralbanken ihre Wachstumsprognosen auf 2,8% in den USA und 3,7% in der Eurozone gesenkt. Im Februar 2022 betrug die Inflation in den USA 7,9% und ist damit so hoch wie seit 40 Jahren nicht mehr.

Angesichts der hohen Inflation hat die Fed die Zinswende eingeleitet. Im März 2022 wurden die Leitzinsen erstmals seit 2018 wieder erhöht. Die EZB verringert die Nettokäufe von Anleihen auf ein monatliches Volumen von 20 Milliarden Euro bis Juni 2022.

Die Ankündigungen der Zentralbanken haben Spuren an den Finanzmärkten hinterlassen: Die Anleger erwarten nunmehr eine Anhebung des EZB-Einlagensatzes um 40 Basispunkte bis zum Jahresende. Die Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen liegen seit langer Zeit erstmals wieder über 2%.

Die Zinsen werden weiter steigen und das Wachstum wird sich verlangsamen. Angesichts der hohen Inflation haben die Zentralbanken zwei Möglichkeiten, die Geldpolitik zu straffen.

Die erste Möglichkeit besteht darin, die kurzfristigen Zinssätze zu erhöhen. Zinserhöhungen führen zu geringeren Investitionen und damit einer Verlangsamung des Wachstums. Die zweite Möglichkeit besteht darin, die Käufe von Anleihen zu reduzieren. Geringere Anleihekäufe führen zu einem Anstieg insbesondere der langfristigen Zinssätze. Drei Szenarien sind in diesem Umfeld vorstellbar:

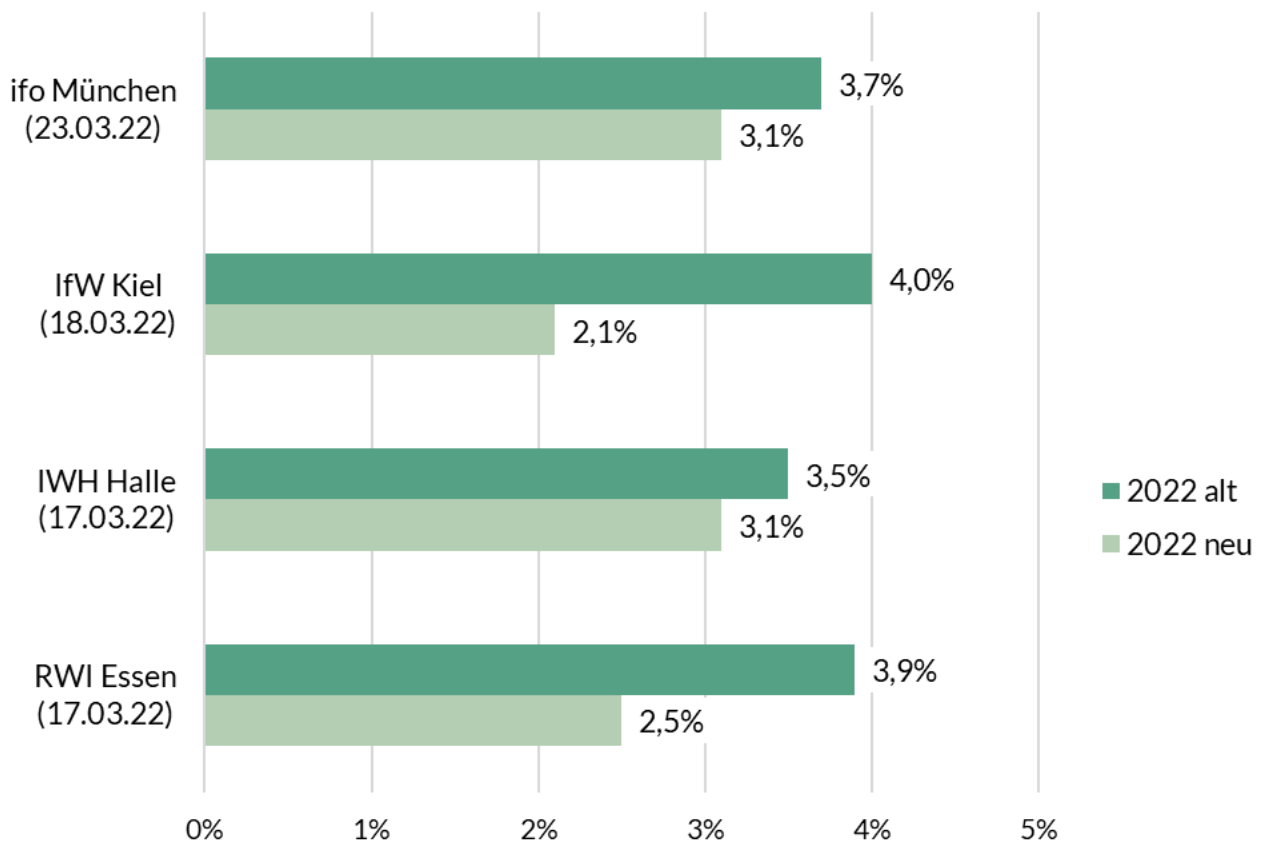
Szenario 1: Verlangsamung des Wirtschaftswachstums

Bisher sind die meisten Ökonomen davon ausgegangen, dass die globale Wirtschaft um über 4% im Jahr 2022 wachsen wird. Der Konflikt in der Ukraine und die Sanktionen des Westens werden zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums führen.

Die untenstehende Graphik gibt die veränderten Wachstumserwartungen der großen Forschungsinstitute in Deutschland wieder. Die hohe Inflation wirkt wie eine „Ölsteuer“: Wer mehr Geld beim Tanken ausgibt, hat weniger Kaufkraft zum Erwerb anderer Güter und Dienstleistungen. Zudem steigt die Unsicherheit. Die höheren Kosten für Rohstoffe führen zu einem Angebotsschock.

Einige Unternehmen werden ihre Produktion zurückfahren wegen der hohen Kosten für Energie, Metalle und Agrarrohstoffe. Die Gewinnspannen gehen bei den Unternehmen zurück, die die höheren Kosten nicht an die Verbraucher weitergeben können. Das Sentiment der Verbraucher sinkt.

Graphik: Wachstumsprognosen Wirtschaftsforschungsinstitute



Quellen:

ifo Schnelldienst digital, 2022, 3, Nr. 1, 1-15;
Kieler Konjunkturbericht, Nr. 89 (2022 | Q1);
IWH Konjunktur aktuell, Nr. 1, 2022;
RWI Konjunkturbericht, Jahrgang 73 (2022), Heft 1

Szenario 2: Eine neue Rezession

Die Wahrscheinlichkeit, dass die US-Wirtschaft in eine Rezession fällt, ist infolge der Ukraine-Krise zuletzt deutlich gestiegen. Wir schätzen jedoch, dass die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA weiterhin bei nur 20% bis 40% liegt. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession schätzen wir anhand der Zinsstrukturkurve, die die Renditen in Abhängigkeit der Laufzeit der Anleihen widerspiegelt.

Eine inverse Zinsstrukturkurve war seit den 1960er Jahren ein verlässlicher Indikator für eine Rezession in den folgenden 12 Monaten. Die Zinsstrukturkurve in den USA hat sich verflacht. Sie ist aber noch nicht invers, da die Renditen von Anleihen mit einer Laufzeit von 3 Monaten immer noch deutlich unter den Renditen von Anleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren liegen.

Szenario 3: Die Rückkehr der Stagflation

Von einer Stagflation spricht man, wenn das Wirtschaftswachstum stagniert, die Inflation hoch ist und die Arbeitslosigkeit steigt. Eine hohe Arbeitslosigkeit ist in den USA weiterhin unwahrscheinlich. Die Arbeitslosigkeit in den USA lag im Februar 2022 bei 4,1%. Im April 2020 – während der Corona-Krise – lag die Arbeitslosenquote bei 14,4%. Das Risiko einer Stagflation ist in der Eurozone wahrscheinlicher als in den USA, da Europa stärker vom Ukraine-Konflikt betroffen ist.

Dieses wirtschaftliche Umfeld bedeutet für Anleger dreierlei:

1. Neutral bei EUR/USD bleiben. Kurzfristig könnte der USD von einer strafferen Geldpolitik durch die Fed weiter profitieren. In Krisenzeiten setzt zudem oftmals eine Flucht in den Dollar ein. Darüber hinaus belastet die Ukraine-Krise die Wirtschaft der Eurozone aufgrund ihrer größeren Abhängigkeit von russischen Öl- und Gasimporten stärker. Mittelfristig erwarten wir, dass die EZB vermutlich in der zweiten Jahreshälfte ebenfalls die längst überfällige Zinswende einleiten wird. Zwar spricht die ansteigende Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone momentan für Anlagen in USD. Der Dollar ist aber gemessen an der Kaufkraftparität schon heute teuer bewertet.
2. CHF übergewichten. Seit 1994 sind die Erzeugerpreise in den USA um 80%, in Deutschland um 69%, in der Schweiz aber nur um 3% gestiegen. Im gleichen Zeitraum hat der CHF gegenüber EUR und USD um 37% aufgewertet. Dieser Inflationstrend verstärkt sich derzeit: Der Anstieg der Erzeugerpreise in der Eurozone, den USA und der Schweiz liegt bei 23,4%, 10% bzw. 5,8%. Wer sich vor steigender Inflation insbesondere in Europa und den USA fürchtet, könnte im CHF eine sicherere Zuflucht finden.
3. Anleihen untergewichten und kurze Duration. Wir erwarten, dass die Inflation hoch bleibt und die Zinsen weiter steigen. In einem solchen Umfeld sollte man Anleihen am besten weiter untergewichten und hält die Duration kurz. Die Volatilität am Anleihenmarkt wird voraussichtlich hoch bleiben.

Quellen: Bloomberg, Fed, EZB, ODDO BHF, BLS, Eurostat, Markit PMI, CBO

MARKTÜBERSICHT
25.03.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	3903,5	0,0	-0,5	-9,2
DAX 40	14423,0	0,1	-0,3	-9,2
CAC 40	6614,9	-0,1	-0,7	-7,5
FTSE 100	7491,7	1,2	0,4	1,5
SMI	12164,6	-0,2	1,5	-5,5
S&P 500	4520,2	1,3	3,3	-5,2
Nasdaq Comp.	14191,8	2,1	3,2	-9,3
Nikkei 225	28149,8	0,0	6,1	-2,2
CSI 300	4174,6	0,0	-8,9	-15,5
Hang Seng	21404,9	0,0	-5,8	-8,5

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	-0,5	0	0	0
US Federal Funds *)	0,375	0	0,25	0,25
SNB Sichteinlagen	-0,75	0	0	0

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,1006	-0,4	-1,9	-3,2
EUR in GBP	0,8341	0,5	0,2	0,9
EUR in CHF	1,0204	0,9	0,8	1,7
US-Dollar Index **)	98,614	0,4	2,0	3,1

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1953,1	1,6	2,3	6,8
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	115,94	7,4	14,8	49,1

Letzte Aktualisierung: 25.03.2022 13:38

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % (%) bzw. in Prozentpunkten (Pp); *) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***) Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

Kontakt (Deutschland)

NEWMARK FINANZKOMMUNIKATION

Andreas Framke

+49 69 94 41 80 55

andreas.framke@newmark.de

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF Aktiengesellschaft, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.