

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE



3. Mai 2024

WIR WERDEN WOHL LÄNGER ALS GEDACHT MIT HÖHEREN ZINSEN LEBEN MÜSSEN

Je näher wir der erwarteten ersten Zinssenkung der Fed kommen, desto mehr scheint sie in die Ferne zu rücken. Es ist ungewisser als zuvor, dass die amerikanische Notenbank im Sommer schon ihren ersten, lange erwarteten Zinsschritt nach unten vornehmen wird. Ende 2023 hatten die Marktteilnehmer für das Jahr 2024 mehrheitlich sechs und mehr Zinsschritte in den USA erwartet. Jetzt sehen sie im Mittel nur noch 1,4 Senkungen. Die Lockerung der Geldpolitik wird voraussichtlich später, langsamer und deutlich weniger stark geschehen als erwartet.

Das bestätigt unsere Überzeugung, die wir seit einiger Zeit vertreten: Die Fed wird die Leitzinsen von ihrer aktuellen Spanne von 5,25 Prozent bis 5,5 Prozent dieses Jahr voraussichtlich nur geringfügig senken. Gerade in den USA werden wir für längere Zeit höhere Geldmarksätze und, in der Konsequenz, relativ hohe Anleiherenditen sehen.

Auf was für Zins- und Renditeniveaus müssen wir uns also längerfristig einstellen? Wir gehen davon aus, dass die Null- und Negativzinssätze auf absehbare Zeit nicht wiederkehren werden. Aber in welcher Größenordnung werden sich die Leitzinssätze künftig bewegen?

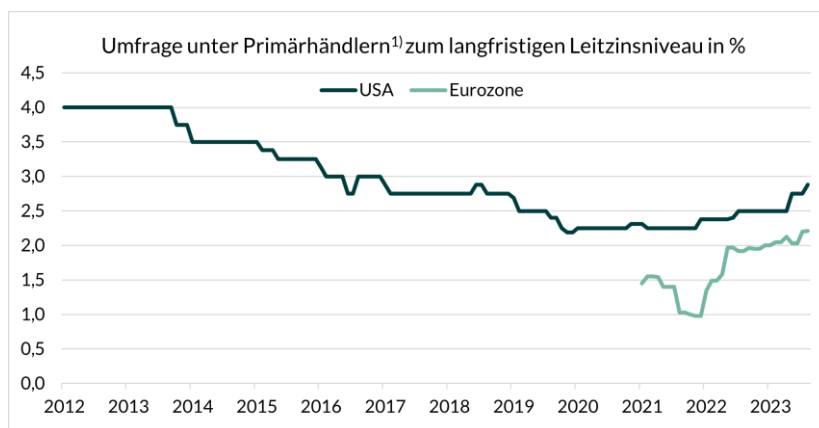
Unter Ökonomen wird eine Debatte geführt, wo der „neutrale“ oder konzeptionell eng verwandte „natürliche“ Zinssatz im aktuellen Umfeld liegen könnte. Der neutrale Zins ist jener reale (inflationsbereinigte) Zinssatz, zu dem das Produktionspotenzial voll ausgelastet ist und gleichzeitig Preisstabilität herrscht. Geht eine Notenbank über diesen Zins hinaus, so betreibt sie eine restriktive Geldpolitik, bei der sie versucht, das Wachstum der Wirtschaft und die Inflation zu bremsen.

In der Praxis lässt sich kaum bestimmen, wo dieser neutrale Zins genau liegt. Mit einiger Gewissheit lässt sich jedoch sagen: Aktuell haben die Fed und die EZB die Leitzinsen über diesen Zinssatz angehoben. Schließlich wollen beide die Inflation dämpfen.

Obwohl die Fed in den vergangenen zwei Jahren ihre Leitzinsen elf Mal in Folge angehoben hat, lag die Inflationsrate in den USA im März 2024 immer noch bei 3,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die Kerninflationsrate, bei der die volatilen Preise für Energie und Nahrungsmittel ausgeklammert werden, betrug 3,8 Prozent. Diese Werte liegen nicht nur deutlich über dem Ziel von 2 Prozent, das sich die Fed – wie auch die EZB – mittelfristig gesetzt hat. Es zeigt sich auch, dass die Inflation in den USA zwar nicht dramatisch hoch ist, sie sich aber doch hartnäckiger hält als gedacht. Die Hoffnung, die durch Corona und den Ukraine-Krieg ausgelösten Preisschocks könnten rasch überwunden werden, hat sich jedenfalls nicht bewahrheitet.

Vor allem trifft die Inflation in den USA auf einen überaus robusten Arbeitsmarkt und eine Wirtschaft, die vergleichsweise solide wächst. Im März 2024 standen 6,4 Millionen Arbeitslose im Land 8,8 Millionen unbesetzten Stellen gegenüber. Das ist weniger als im März 2022, als der Überhang mehr als 6 Millionen offene Stellen betrug. Doch er ist immer noch groß genug, um die Beschäftigten in eine gute Verhandlungsposition zu versetzen, wenn sie höhere Löhne und Gehälter durchsetzen wollen. Die Arbeitskosten in den USA stiegen im ersten Quartal um immerhin 4,2 Prozent zum Vorjahr. Sollte die Lohndynamik so hoch bleiben, dürfte das Inflationsziel schwer erreichbar sein. Damit wären auch den Zinssenkungen enge Grenzen gesetzt.

Möglicherweise ist aber auch der neutrale Zinssatz höher als bisher gedacht. In diese Richtung deuten einige strukturelle Faktoren. Langfristig wird der neutrale Zins vom Angebot und der Nachfrage nach Sparkapital bestimmt. Der Zinssatz muss hoch genug sein, so dass Sparern ein Anreiz gegeben wird, ihr mühsam erwirtschaftetes Kapital zu investieren. Steigt die Nachfrage nach Kapital, dann steigt der neutrale Zinssatz. Die Nachfrage nach Kapital steigt typischerweise, wenn Innovationen zunehmen und sich neue Investitionsmöglichkeiten auftun. Die Künstliche Intelligenz könnte zu einem deutlichen Produktivitätswachstum und neuen Investitionen führen. Die hohe Nachfrage des Staates nach Kapital infolge der zunehmenden Staatsverschuldung trägt ebenfalls zu einem höheren Zinsniveau bei. Die Staatsschulden in den USA sind relativ zum Bruttoinlandsprodukt derzeit so hoch wie zuletzt nach dem zweiten Weltkrieg. Zudem leben wir in einer multipolaren Welt: Geopolitische Krisen werden in der Zukunft vermutlich vermehrt zu Lieferkettenproblemen führen, was die Inflation und die Zinsen ebenfalls nach oben treiben könnte. Möglicherweise liegt der neutrale Zins durch die Kombination all dieser Effekte höher als bisher gedacht. Diese Tendenz spiegelt sich beispielsweise in den Umfragen der Federal Reserve Bank of New York unter den Primärhändlern bzw. der EZB unter den Banken bei der Einschätzung der langfristig erwarteten Leitzinsniveaus wider (siehe Abbildung).



Quelle: ECB, Federal Reserve Bank of New York, 1) Primärhändler sind Finanzinstitute, die von der Zentralbank autorisiert wurden, an Auktionen für Staatsanleihen teilzunehmen und als Market Maker für Staatspapiere zu fungieren.

Die von einigen Ökonomen formulierte These, dass die mit der säkularen Stagnation einhergehenden niedrigen Wachstumsraten und ein hohes globales Sparvolumen zu einem dauerhaften Fall des neutralen Zinses geführt haben, könnte sich als falsch erweisen. Wenn die US-Wirtschaft weiter so kräftig wächst wie erwartet – der IWF rechnet mit 2,7 Prozent im laufenden Jahr 2024 – und die Inflation hartnäckig hoch bleibt, dann dürfte auch das Zinsniveau längerfristig höher bleiben als erwartet. Dann wären die aktuell hoch erscheinenden Zinssätze gar nicht mehr so hoch, und die Fed hätte weniger Gründe, ihre Zinsen rasch und kräftig zurückzunehmen.

Diese Überlegungen lassen erahnen, dass der neutrale Zins zwar ein schwer zu greifendes Konzept ist, aber konkrete Auswirkungen auf die Anlagepolitik hat. Für Unternehmen, die erst in der fernerer Zukunft erwarten, Gewinne zu erwirtschaften, sinkt bei einem hohen Zins die Bewertung. Diese Überlegungen ergeben sich aus dem Discounted-Cashflow-Konzept: Zukünftige Erträge sind umso weniger wert, je höher das Zinsniveau ist. Inflation und Zinsen sind derzeit vermutlich die bedeutendsten Größen, die das Geschehen an den Kapitalmärkten bestimmen.

Für unsere Anlagepolitik bedeutet dies, dass wir noch genauer auf die Bewertung der Unternehmen achten, in die wir investieren wollen und die erwarteten Ertragsströme im Zeitverlauf analysieren. Unternehmen mit einem zukunftsweisenden Geschäftsmodell, einer geringen Verschuldung, einer hohen Eigenkapitalrendite und einer attraktiven Bewertung sind gerade in diesem wirtschaftlichen Umfeld ein interessantes Investment. Sie zu finden, ist freilich nicht einfach.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

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 SE (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 SE 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.

© 2024, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.