

# CIO View

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



10. März 2023

## *DIE NOTENBANKEN SOLLTEN NUN ENTSCHLOSSENHEIT ZEIGEN*

Wie hat sich die Welt in nur wenigen Wochen gewandelt. Zu Beginn des Jahres, vor kaum mehr als zehn Wochen, herrschte an den Märkten die Erwartung, dass ein Ende des Zinserhöhungszyklus in Sicht ist. Jetzt hat sich die Einschätzung verändert. Zu dieser Neubewertung der Situation hat diese Woche der Vorsitzende der amerikanischen Notenbank Fed, Jerome Powell, maßgeblich beigetragen. Er sprach vor dem Bankenausschuss des US-Senats und brachte eine Kernbotschaft mit, die an den Finanzmärkten einen Kursrückgang auslöste: Der Zinsgipfel könnte höher ausfallen als bisher erwartet.

Damit stellte Powell die Wirtschaft auf einen Weg ein, der schmerzhafter werden könnte als gedacht. Und damit drängt sich auch mehr und mehr die Parallele zu den Inflationsjahren 1979 bis 1982 auf. Damals löste die Islamische Revolution im Iran einen globalen Ölpreisschock aus, der die Inflationsraten in den entwickelten Ländern auf neue Höhen trieb. Für den 6. Oktober 1979 setzte der damalige Fed-Vorsitzende Paul Volcker überraschend eine Fed-Sitzung an, auf der er eine kompromisslose Politik zur Inflationsbekämpfung durchsetzte. In rascher Abfolge erhöhte die Fed daraufhin die Leitzinsen von 9 Prozent im Jahr 1978 auf bis zu 19 Prozent im Jahr 1980. Und dennoch stieg die Inflationsrate in den USA zunächst im April 1980 auf 14,7 Prozent.

Über hohe Zinsen für Kredite wollte Volcker die Wirtschaftsaktivität drosseln und durch die nachlassende Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen die Inflation bekämpfen. „Der amerikanische Lebensstandard muss sinken“, sagte Volcker damals gegen viele Widerstände und wütende Proteste. Der Preis, den Volcker der amerikanischen Wirtschaft abverlangte, war in der Tat hoch: Die hohen Leitzinsen drückten die US-Wirtschaft in zwei „Volcker-Rezessionen“. Auf die erste kurze im Jahr 1980 folgte im Juli 1982 eine zweite, die heftiger werden und 16 Monate dauern sollte. Um 1,8 Prozent schrumpfte die Wirtschaft im Jahr 1982. Die Arbeitslosenquote lag im Dezember 1982 auf einem Hoch von 10,8 Prozent. Und dennoch: Die Politik ging auf. Im Jahr 1983 hatte Volcker die Teuerungsrate auf 3,2 Prozent gedrückt. In den folgenden Jahrzehnten sollte die amerikanische Inflation nie mehr die Marke von 5 Prozent übersteigen – bis zum Jahr 2022, als sie auf mehr als 9 Prozent stieg.

Befindet sich Jerome Powell in derselben Situation wie Paul Volcker im Jahr 1979? Der Vergleich liegt nahe, ist doch auch heute die Inflation binnen weniger Monate dramatisch gestiegen und scheint sich für längere Zeit festzusetzen. Doch historische Vergleiche sind so verlockend wie irreführend.

Die Ausgangspunkte sind in der Tat ähnlich: Ende der 1970er Jahre hat - wie heute auch - ein sprunghafter Anstieg der Energiepreise die Teuerungsraten binnen kurzer Zeit in die Höhe getrieben. In Zeiten hoher Inflation versuchen die Arbeitnehmer ihre realen Kaufkraftverluste durch hohe Lohnabschlüsse auszugleichen. Die höheren Löhne tragen bei den Unternehmen zu einem weiteren Anstieg der Produktionskosten bei, nachdem sie schon die höheren Energiepreise verkraften mussten. Sind sie in der Lage, die Preise für ihre Produkte weiter anzuheben, dann kann sich eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen.

Die Arbeitnehmervertreter fordern derzeit quer durch Europa einen Ausgleich für höhere Preise. In der deutschen Wirtschaft stehen Lohnforderungen von 10 Prozent, 12 Prozent oder auch 15 Prozent im Raum. In Frankreich beispielsweise belaufen sie sich im Durchschnitt auf 14 Prozent in Unternehmen mit 200 bis 500 Beschäftigten und auf 27 Prozent in Unternehmen mit mehr als 500 Beschäftigten.<sup>[1]</sup> Es ist noch offen, wie hoch die Abschlüsse am Ende ausfallen werden. Ob und wie schnell die Unternehmen ihre gestiegenen Kosten auf ihre Kunden überwälzen können, hängt von der Wettbewerbssituation ab. Höhere Löhne führen daher oftmals mit einer zeitlichen Verzögerung zu Inflation.

Entscheidend wird in den kommenden Monaten sein, ob die Notenbanken die Leitzinsen so stark erhöhen, dass sie die Inflation brechen. Steigen erst einmal die Inflationserwartungen, dann wird es zunehmend schwieriger für die Notenbanken, die Inflation zu bekämpfen. Inflation ist ein sehr unsoziales Problem, da es die Schwächsten in der Gesellschaft am stärksten belastet. Zweifel an der Entschiedenheit der Notenbank, die Inflation zu bekämpfen, wollte Powell zerstreuen: „Die historische Aufzeichnung warnt stark vor einer verfrühten Lockerung der Politik“, sagte Powell und endete mit dem Satz: „Wir werden den Kurs beibehalten, bis die Aufgabe erledigt ist.“ Fraglich ist, bis zu welcher Höhe die Fed und die EZB gehen wollen, oder in anderen Worten, wie große Schmerzen sie ihrer Wirtschaft zumuten können. Paul Volckers Antwort auf die hohe Inflation um 1980 zeigt jedoch: Je länger die Notenbanken zögern, die Zinsen auf das notwendige Niveau anzuheben, desto schmerzhafter wird die Landung für die Wirtschaft und desto härter werden die Folgen für den Arbeitsmarkt, die Konjunktur und die Einkommen der privaten Haushalte sein. Deshalb ist es erforderlich, dass die Notenbanken rasch und entschlossen agieren.

Angesichts dieser Perspektiven rücken an den Aktienmärkten einerseits Unternehmen in den Vordergrund, die solide wirtschaften und nicht zu hohe Schulden auf ihren Bilanzen angehäuft haben. Andererseits werden Unternehmen im Vorteil sein, die aufgrund ihrer Marktmacht höhere Kosten leichter über Preiserhöhungen auf ihre Kunden übertragen können. Damit rücken Unternehmen aus dem Luxusbereich in den Fokus oder auch Anbieter von stark nachgefragten Marken aus dem Konsumbereich. Bei diesen Gruppen von Unternehmen reagieren die Kunden weniger stark auf den Verkaufspreis.

[1] [https://rnc.bfmtv.com/actualites/economie/travail/greves-les-revendications-salariales-n-ont-jamais-ete-aussi-nombreuses\\_AV-202302130367.html](https://rnc.bfmtv.com/actualites/economie/travail/greves-les-revendications-salariales-n-ont-jamais-ete-aussi-nombreuses_AV-202302130367.html)

**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.**

MARKTÜBERSICHT  
10.03.2023

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	4226,6	-1,6	-0,3	11,4
DAX 40	15416,7	-1,0	0,3	10,7
CAC 40	7223,0	-1,7	-0,6	11,6
FTSE 100	7735,7	-2,7	-1,8	3,8
SMI	10822,6	-3,3	-2,5	0,9
S&P 500	3918,3	-3,1	-1,3	2,1
Nasdaq Comp.	11338,4	-3,0	-1,0	8,3
Nikkei 225	28144,0	0,8	2,5	7,9
CSI 300	3967,1	-4,0	-2,5	2,5
Hang Seng	19319,9	-6,1	-2,4	-2,3

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	2,5	0,5	0,5	0,5
US Federal Funds *)	4,625	0	0	0,25
SNB Sichteinlagen	0,5	0,5	0,5	1,25

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	2,54	-0,17	-0,11	-0,03
US T-Note 10 J.	3,85	-0,10	-0,07	-0,02
Schweiz 10 J.	1,37	-0,18	-0,09	-0,25

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,0596	-0,4	0,2	-1,0
EUR in GBP	0,8842	-0,1	-0,5	0,1
EUR in CHF	0,9844	1,1	1,2	0,5
US-Dollar Index**)	105,118	0,6	0,2	1,5

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1834,3	-1,2	0,4	0,6
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	81,32	-5,3	-3,1	-5,3

Letzte Aktualisierung: 10.03.2023 11:45

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

## 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.

© 2023, Herausgeber: ODDO BHF SE, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.