

# CIO View

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



11. Februar 2022

## DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK VOR DER ZINSWENDE

Wenn die Wirtschaft Fahrt aufnimmt und die Inflation anzieht, ist es Zeit vom geldpolitischen Gaspedal zu gehen. Dieser Gedanke scheint nun auch bei der Europäischen Zentralbank (EZB) Fuß zu fassen. Lange Zeit hatten die Notenbanker im Frankfurter Ostend darauf beharrt, dass die Preissteigerungen des Jahres 2021 im Wesentlichen vorübergehender Natur sein würden, und die Inflationsraten schon bald – im Laufe des Jahres 2022 – auf den alten, flachen Pfad unterhalb des Inflationsziels zurückfallen würden. Diese Zuversicht hat Risse bekommen: Inzwischen räumt die Notenbank ein, dass der Inflationsschub stärker und dauerhafter sein könnte. Obwohl die EZB-Inflationsprognosen erst im Dezember 2021 merklich nach oben revidiert worden waren (auf 3,2% für 2022 und 1,8% für 2023), mussten die Notenbanker bei der letzten Sitzung des EZB-Rates weitere „Aufwärtsrisiken“ einräumen.

Abb. 1: Inflation im Euroraum 1991 - 2022<sup>1)</sup>



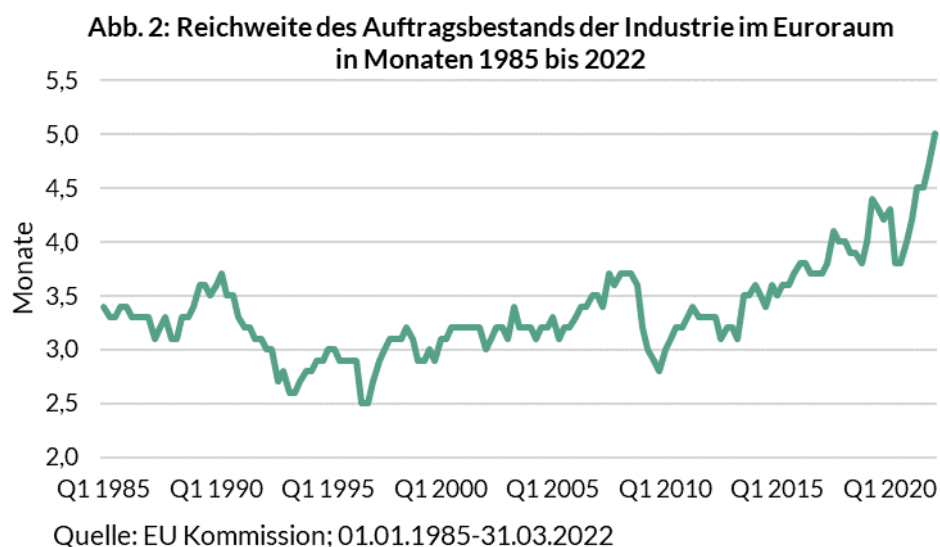
Quelle: Refinitiv Datastream, 01.01.1991-31.12.2022;

1) Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)

Die aktuelle Planung der EZB sieht vor, dass die Anleihekäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallprogramms (PEPP) im März 2022 beendet werden. Das monatliche Ankaufvolumen im Rahmen des allgemeinen Programms (APP) soll hingegen im zweiten und dritten Quartal - trotz einer Verbraucherpreisinflation von derzeit 5,1% - erhöht und nicht gesenkt werden. Danach soll das Kaufprogramm nach Willen der EZB unbefristet fortgesetzt werden. Die EZB hat mehrfach angekündigt, dass sie erst nach Auslaufen der Kaufprogramme die Zinsen erhöhen wird. Für die Marktbeobachter war es daher eine Überraschung, dass Christine Lagarde bei der Pressekonferenz am 3. Februar 2022 eine Zinserhöhung in diesem Jahr nicht mehr explizit ausschließen wollte.

Die Andeutungen eines möglichen geldpolitischen Kurswechsels von Frau Lagarde während der EZB-Presskonferenz am 3.2.2022 haben an den Märkten bereits deutliche Spuren hinterlassen. Der Euro verteuerte sich nach der Sitzung des EZB-Rats am 3. Februar um rund 1½ US Cents auf knapp 1,1450 US\$. Die Rendite von Bundesanleihen (mit zehnjähriger Restlaufzeit), die erst Anfang Februar die Nulllinie nach oben durchstoßen hatte, zog auf über 0,20% an. Am Geldmarkt wird derzeit eine Zinserhöhung von 50 Basispunkten im Jahr 2022 eingepreist. Der für das Marktzinsniveau relevante Einlagensatz der EZB würde sich also der Nulllinie annähern – das Ende der Negativzinssätze wäre gekommen! Die EZB scheint sich mit den Vorstellungen des Marktes jedoch schwer zu tun. Bei ihrem Auftritt vor dem Europäischen Parlament am 9. Februar 2022 bemühte sich Lagarde, die Markterwartungen „einzufangen“. Sie sprach von einem graduellen Vorgehen der EZB. Und EZB-Vizepräsident Luis de Guindos wies in seiner Rede am 10. Februar 2022 auf die unterschiedliche wirtschaftliche Ausgangslage im Euroraum und den USA hin.

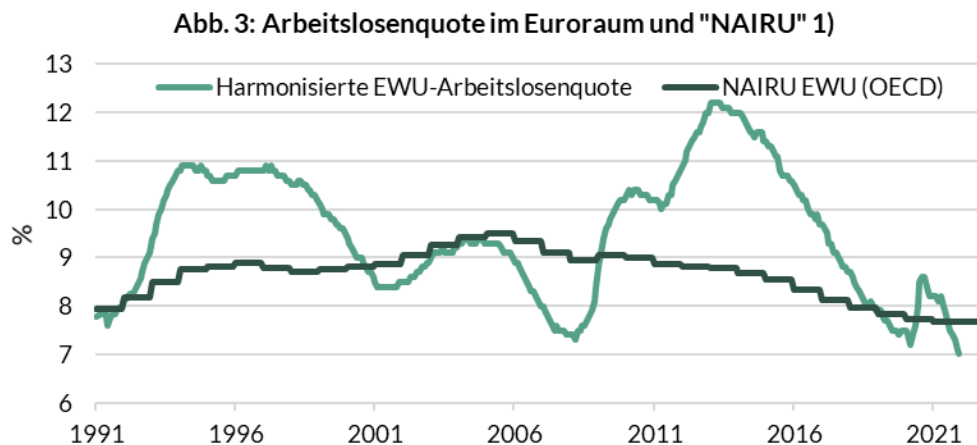
Eigentlich sind es drei Überlegungen, die aus Sicht der EZB gegen Zinserhöhungen sprechen. Erstens der zyklische Aspekt, den de Guindos angesprochen hat: Die Wirtschaft des Euroraums befindet sich nach wie vor im Erholungsprozess. Die Verluste durch die Corona-Krise sind noch immer nicht ausgeglichen. Auch die Output-Lücke, also die Differenz zwischen der tatsächlichen Wirtschaftsleistung und dem Produktionspotenzial, wird sich nach den Berechnungen der EU-Kommission voraussichtlich erst im Laufe des Jahres 2022 schließen. Zweitens bremsen die Preissteigerungen das Wirtschaftswachstum „automatisch“, da die Kaufkraft sinkt. Das gilt zumindest so lange, wie die Lohnentwicklung ruhig bleibt. Anders als in den USA ist die Lohnentwicklung im Euroraum bisher recht verhalten. Der allgemeine Arbeitskostenanstieg lag im Herbst 2021 bei 2,4% gegenüber Vorjahr, der Anstieg der Tariflöhne nur bei 1,4%. Drittens schließlich sind die Preissteigerungen zu einem wesentlichen Teil internationalen Ursprungs, insbesondere infolge der Energiepreissteigerungen. Einen externen Preisschock geldpolitisch zu bekämpfen ist gesamtwirtschaftlich nicht ungefährlich, denn die Bremswirkungen des Preisschocks verbinden sich mit den nachfragebremsenden Wirkungen der strafferen Geldpolitik.



Diesen Argumenten steht jedoch gegenüber, dass die Inflation derzeit mit der höchsten Rate seit den 1980er Jahren wächst. Der Druck auf die Notenbanken nimmt zu, die Geldpolitik anzupassen. Und der Inflationsdruck lässt nicht wie von der EZB vorhergesagt nach. Die Energiepreise sind auch in den letzten 12 Monaten weiter stark gestiegen. Lieferprobleme und Rohstoffknappheiten vergrößern den Inflationsdruck. Angesichts einer Inflation von momentan 5,1% in der Eurozone und einem von der EZB prognostizierten Wachstum von über 4% im Jahr 2022 gibt es derzeit keinen Grund, die Kaufprogramme von Anleihen weiter fortzusetzen. Im Euroraum liegt der Auftragsbestand in der Industrie bei rekordhohen 5 Monaten. Das ist der mit Abstand höchste Wert seit Beginn der Befragung Mitte der 80er Jahre.

Es gibt keinen Grund, die Wirtschaft durch eine lose Geldpolitik weiter zu stimulieren. Die EZB ist auf das primäre Ziel der Preisstabilität verpflichtet. Es ist nicht Aufgabe der EZB, die Zinsaufschläge in den höher verschuldeten EU-Mitgliedsstaaten durch weitere Käufe von Staatsanleihen künstlich niedrig zu halten. Wenn die EZB ihre Glaubwürdigkeit und damit ihre Handlungsfähigkeit bewahren will, darf sie sich nicht von der Finanzpolitik ins Schlepptau nehmen lassen.

Gleichzeitig liegt die Arbeitslosenquote im Euroraum mit 7,0% (Dezember 2021) auf dem niedrigsten Niveau der letzten 30 Jahre. Das mag unter vielen sozial- und wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten noch immer viel zu hoch sein, zumal die Zahlen in Ländern wie Italien oder Spanien weit über dem EWU-Durchschnitt liegen. Doch den Schätzungen der OECD zufolge hat die Arbeitslosenquote damit das Niveau der „Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU)“ bereits unterschritten. Nach Schätzungen der OECD liegt die „inflationneutrale Arbeitslosenquote“ (NAIRU) derzeit bei 7,7%. Liegt die tatsächliche Arbeitslosenquote unter der NAIRU, dann steigen typischerweise die Lohnkosten und damit die Preise. Es wird dann teurer für die Unternehmen, Arbeitskräfte zu finden. Der Blick auf die derzeit noch moderaten Lohnkostensteigerungen kann trügerisch sein, da üblicherweise zunächst die Inflation zunimmt, dann die Gewerkschaften höhere Löhne fordern und erst mit einer zeitlichen Verzögerung die Lohnkosten steigen. Es drohen Zweitrundeneffekte bei der Inflation durch höhere Löhne. Die erst im Dezember 2021 angehobenen Inflationsprognosen der EZB von 3,2% für 2022 und 1,8% für 2023 dürften schon heute überholt sein. Wir erwarten, dass die Inflation langsamer zurück gehen wird, als es die EZB erwartet.



Quelle: Refinitiv Datastream/OECD, 01.01.1991-31.12.2022;  
1) NAIRU: inflationsneutrale Arbeitslosenquote

Aus unserer Sicht wird der hohe Inflationsdruck dazu führen, dass die Leitzinsen in den USA mindestens vier Mal im Jahr 2022 erhöht werden. Zudem ist die Wahrscheinlichkeit stark gestiegen, dass die EZB noch in diesem Jahr die Zinsen anheben wird. Das bedeutet für uns: Die Duration bei Anleihen muss weiterhin kurz sein in einem Umfeld steigender Zinsen. Wir meiden teure Wachstumswerte, die keine, geringe oder sehr unsichere Cashflows aufweisen. Extrem hoch bewertete Aktien, deren Bewertung allein auf weit in der Zukunft liegenden Cashflows basiert, korrigieren in einem Umfeld steigender Zinsen besonders stark, wenn die Gewinnerwartungen der Aktionäre enttäuscht werden. Wer Qualitätsaktien zu einem angemessenen Kurs - wie wir - sucht, meidet solche Werte auch weiterhin. Zudem sind wir weiterhin nicht in Anleihen der höher verschuldeten EU-Mitgliedstaaten engagiert, da die Zinsen dort am stärksten steigen und die Anleihekurse fallen werden, wenn die EZB die Ankaufprogramme von Staatsanleihen zurückfahren wird.

**MARKTÜBERSICHT**  
11.02.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	4173,0	2,1	0,0	-2,9
DAX 40	15452,2	2,3	-0,1	-2,7
CAC 40	7066,9	1,7	1,0	-1,2
FTSE 100	7645,4	1,7	2,4	3,5
SMI	12230,5	0,7	0,0	-5,0
S&P 500	4504,1	0,1	-0,3	-5,5
Nasdaq Comp.	14185,6	0,6	-0,4	-9,3
Nikkei 225	27696,1	0,9	2,6	-3,8
CSI 300	4601,4	0,8	0,8	-6,9
Hang Seng	24906,7	1,4	4,6	6,4

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	-0,5	0	0	0
US Federal Funds *)	0,125	0	0	0
SNB Sichteinlagen	-0,75	0	0	0

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	0,26	0,06	0,25	0,44
UST-Note 10 J.	2,00	0,09	0,22	0,49
Schweiz 10 J.	0,33	0,05	0,23	0,46

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,1392	-0,5	1,4	0,2
EUR in GBP	0,8406	0,7	-0,6	0,1
EUR in CHF	1,0562	0,3	-1,4	-1,8
US-Dollar Index **)	95,893	0,4	-0,7	0,2

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1826,4	1,0	1,6	-0,2
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	91,27	-2,1	0,1	17,3

Letzte Aktualisierung: 11.02.2022 09:31

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 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.