

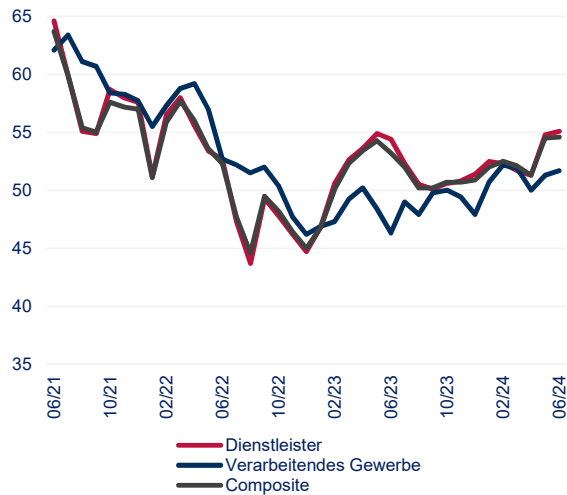
# Politische Börsen haben kurze Beine?!

Dr. Stefan Kempf | Juli 2024

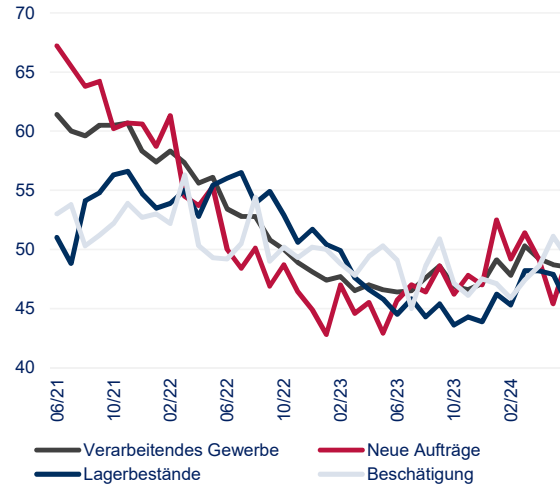
## Frühindikatoren zeigen ein uneinheitliches Bild für die USA

### Die wirtschaftliche Dynamik scheint sich aber zu verlangsamen

USA: Einkaufsmanagerindex von S&P Global



USA: Einkaufsmanagerindex von ISM



Industrieproduktion (Jahresveränderung)



- Trotz der gut laufenden Konjunktur und den Prognoseanpassungen für das Bruttoinlandsprodukt seit Jahresanfang zeigen die Maßnahmen der Federal Reserve langsam Wirkung. Bisher erwartet der Konsens einen Anstieg des BIP um +2,4%. Die Frühindikatoren für ein gutes Geschäftsumfeld bei den Unternehmen werden uneinheitlich.
- Auch die Inflationen für die USA zeigten für den Monat Mai einen leichten Rückgang der Kerninflation, also die Inflation ohne die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise, im Vergleich zum Vorjahr von 3,4%, im April waren es noch 3,6%. Im Monatsvergleich zeigte sich nur noch ein Anstieg von 0,2% im Vergleich zum Vormonat von 0,3%.

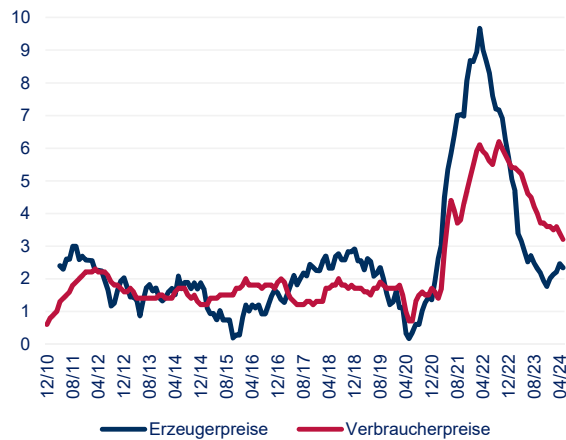
- Während die Einkaufsmanagerumfragen von S&P Global PMI-Vertrauensumfragen im Juni immer noch gut ausfielen (der Composite-Index erreichte mit 54,6 den höchsten Stand seit April 2022), gilt dies nicht für eine andere Umfragereihe, die vom ISM durchgeführt wurde.
- Der Indikator für das Verarbeitende Gewerbe fiel zuletzt für Juni 2024 weiter unter der 50-Punkte-Marke (Grenze für eine schrumpfende Aktivität) auf 48,5. Während sich die Komponente „Neue Aufträge“ im Vergleich zum Vormonat von 45,4 auf 49,3 erholte, verschlechterte sich die Komponente „Lagerbestände“ von 47,9 auf 45,4.

- Dies spiegelt sich auch in der Industrieproduktion wieder. Deren Jahresveränderungsrate zeigt eine abnehmende Dynamik und beträgt im Mai 0,1% im Vergleich zum Vormonat von -0,8%. Im Durchschnitt betrug die Jahresveränderungsrate in den letzten 12 Monaten -0,25%. Der Durchschnitt über die letzten 3 Monate von -0,3% scheint somit auf eine weitere Verlangsamung der Aktivität hinzudeuten.
- Die amerikanische Wirtschaft ist sehr stark von den privaten Konsumausgaben getrieben. Die Lage der US-Wirtschaft wird somit kurzfristig vor allem vom Verhalten der Haushalte abhängen.

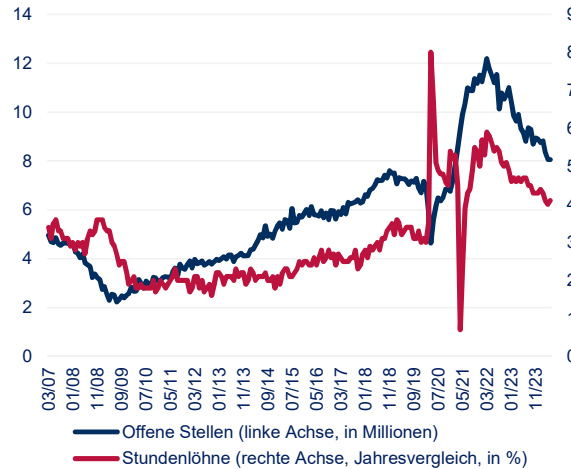
## Erzeugerpreise nahe beim Inflationsziel der Federal Reserve

Die Inflation geht zurück, die Frustration der Verbraucher über die hohen Preise bleibt

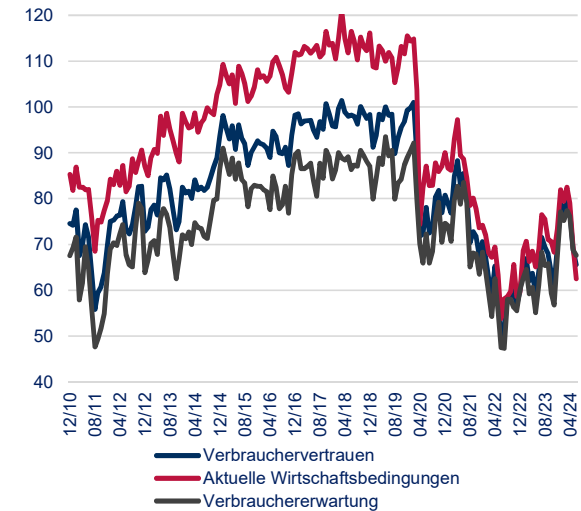
USA: Jahresvergleich Produzenten- und Konsumentenpreise ohne Lebensmittel und Energie



USA: Offene Stellen und Veränderung der Stundenlöhne



USA Verbrauchervertrauen



- Ein Frühindikator für die Entwicklung der Verbraucherpreise sind die Erzeugerpreise. Diese befinden sich nun schon seit Mai 2023 unter 3%. Im Mai 2024 betrug der Preisanstieg im Vergleich zum gleichen Monat des Vorjahres 2,34%. Das ist deutlich näher am Inflationsziel der Federal Reserve von 2% und unter dem Wert für die Kerninflation der Verbraucherpreise von 3,2%. Aber der Abstand zwischen den beiden Werten verringert sich.
- Die Entwicklung der Verbraucherpreise dürfte sich in den folgenden Monaten weiter verlangsamen, wenn die Unternehmen Preiserhöhungen weiterhin nur moderat weitergeben können. Dies ist unter anderem abhängig von der Lohnentwicklung.

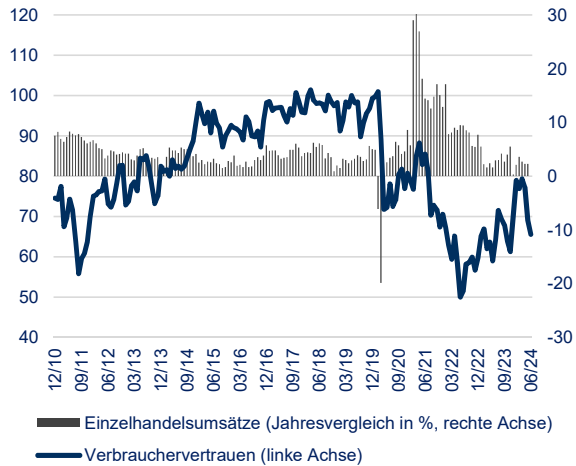
- Die Entwicklung der Stundenlöhne ist im Mai 2024 auf 4,1% gestiegen – von 4,0% im April 2024 – allerdings entspricht dies dem gleichen Wert wie im März 2024. Lediglich im Mai 2021 war die Jahresveränderung niedriger. Mit abnehmender Industrieproduktion nimmt auch der Bedarf an Arbeitskräften und die Anzahl der offenen Stellen ab (Mai 2024: 8,06 Millionen). Dies dürfte die Entwicklung der Stundenlöhne weiter bremsen.
- Auch der Konsum der US-Amerikaner hängt vor allem vom Arbeitsmarkt ab. Die Arbeitslosenquote ist zwar im Mai 2024 auf 4,0% von im April 3,9% gestiegen, befindet sich aber immer noch nur um 0,6% vom historischen Tief im April 2023 von 3,4% entfernt.

- Das Verbrauchervertrauen hingegen trübt sich überraschend deutlich ein: Gemäß dem Konsumklimaindex der University of Michigan ist der Index weiter auf 68,2 Indexpunkte gefallen. Im März lag der Wert noch bei 79,4 Indexpunkten.
- Denn Schuld daran sind vor allem die Umfrageergebnisse zur aktuellen Lage. Diese sind im gleichen Zeitraum von 82,5 auf 65,9 Indexpunkte gefallen. Die Verbraucher hätten zwar erkannt, dass die Inflation in den letzten zwei Jahren erheblich nachgelassen habe und glauben auch nicht an weitere deutliche Preisanstiege. Sie sind aber frustriert über die hohen Preise.

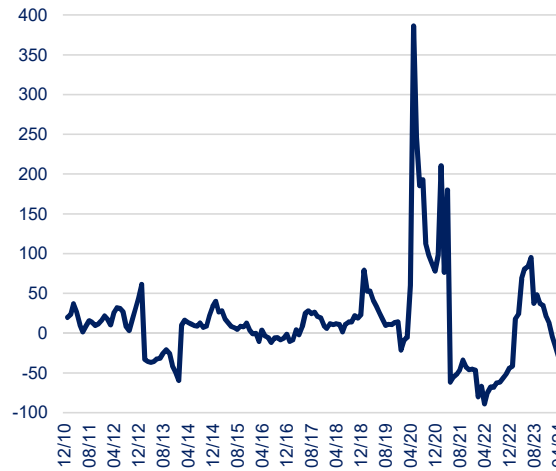
## Zinssenkungen in den USA nahezu ausgepreist

Die Fed könnte der Wirtschaft zusätzlichen Schwung verschaffen, aber bleibt zögerlich

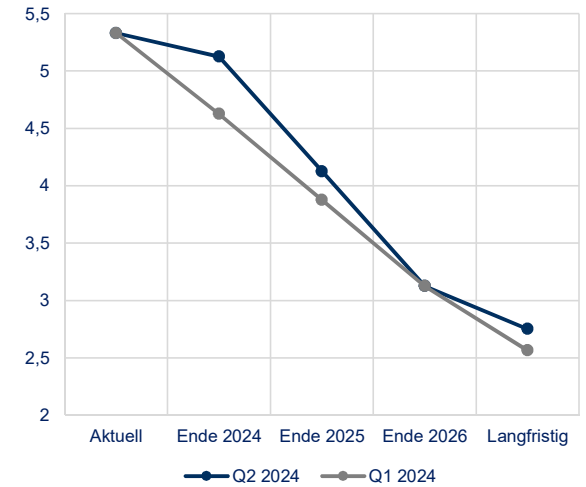
USA: Verbrauchervertrauen versus Einzelhandelsumsätze



USA: Jahresveränderung Haushaltsersparnisse



USA: Fed Dots



- Diese Frustration über die gestiegenen Preise bekommt auch der Einzelhandel zu spüren. Dessen Umsätze sind im Mai 2024 um 2,3 % im Jahresvergleich gewachsen. Der Mittelwert über die vorherigen letzten 12 Jahresvergleichswerte beträgt jedoch 2,9 % und ist um 0,6% höher.
- Auch die Jahresveränderung der Haushaltsersparnisse befindet sich im niedrigen und negativen Bereich. Den Haushalten fällt es deutlich schwerer, ihren Konsum aufrechtzuerhalten und greifen daher teilweise auf Rücklagen zurück.

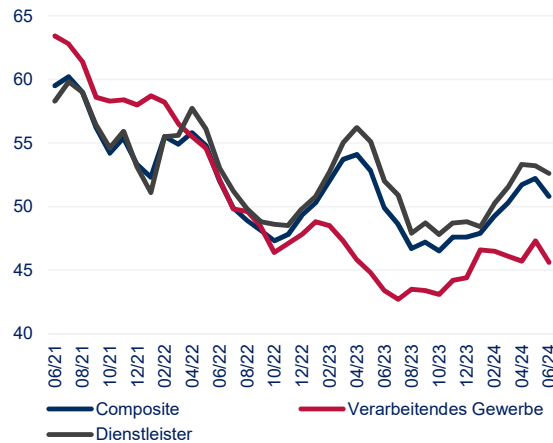
- Es wird daher angebracht sein, hier aufmerksam zu bleiben, um die gute Entwicklung der US-Konjunktur zu bestätigen.
- Eine moderate Verlangsamung der Wirtschaft auf der anderen Seite des Atlantiks könnte sich jedoch positiv auf die dortige Inflationsentwicklung auswirken.
- Bisher dauert die Rückkehr der Verbraucherpreise auf das Zielniveau der US Notenbank von +2% schon länger als von Marktteilnehmern erwartet, da insbesondere die Dienstleistungspreise und die Löhne - zwar langsamer aber dennoch - weiterhin steigen. Dies ist der Hauptgrund, warum die Geldpolitik bislang unverändert blieb.

- Dies lässt sich auch an der neuesten Umfrage der „Fed Dots“ ablesen, die jedes Quartal veröffentlicht werden. Hieran lassen sich die Absichten der amerikanischen Federal Reserve ablesen.
- Bei den „Dots“ handelt es sich um die Punkte, mit denen die Mitglieder des Offenmarktausschuss der Fed („FOMC“) angeben, wo sie die sogenannte „Fed Funds Rate“ in den nächsten Jahren sehen. Die Mitglieder des FOMC entscheiden auch über die zukünftige Zinspolitik.
- Danach hat sich der erwartete Umfang der Zinswende im Vergleich zum Frühjahr deutlich verringert. Im Schnitt ergibt sich hieraus nur noch ein Zinsschritt von 25 Basispunkten in 2024.

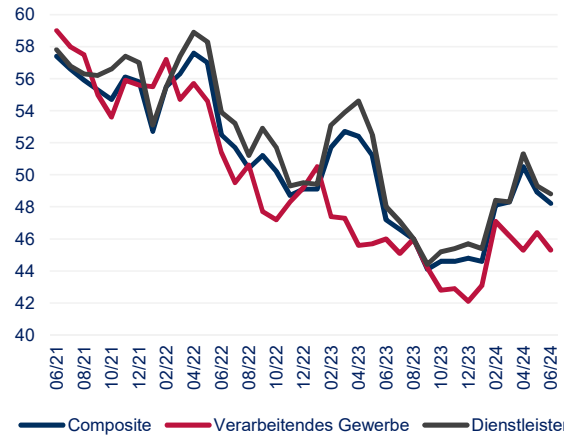
# Einkaufsmanager in der Eurozone

Furcht vor politischem Stillstand in Frankreich und Handelskrieg mit China belasten

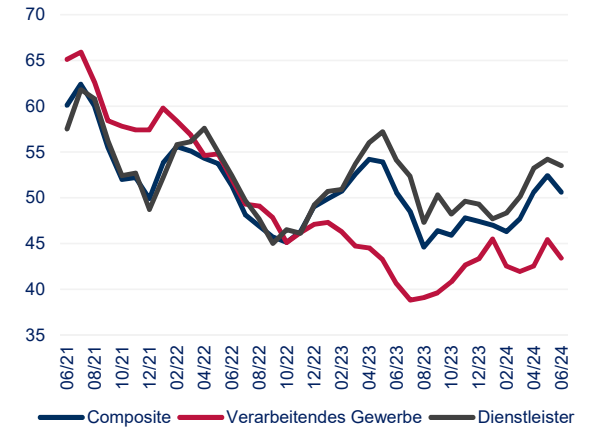
Eurozone: Einkaufsmanagerindex



Frankreich: Einkaufsmanagerindex



Deutschland: Einkaufsmanagerindex



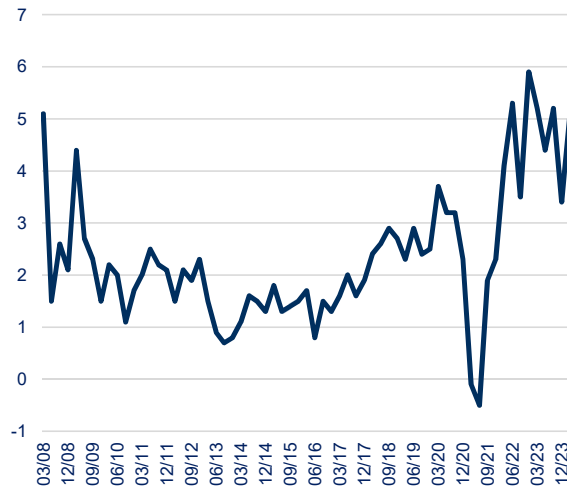
- In der Eurozone sind die Signale der Einkaufsmanagerindizes eindeutiger. Seit Oktober 2023 erholt sich der von S&P veröffentlichte Index von seinem Tief bei 46,5 Indexpunkten.
- Inzwischen ist er in den Bereich ab 50 Punkten zurückgekehrt in dem von einer wirtschaftlichen Expansion gesprochen wird. Er beträgt für Juni 2024 50,8 Indexpunkte.
- Aber auch die Einkaufsmanagerindizes in der Eurozone haben in letzter Zeit einen Dämpfer bekommen. Die zurückgehende Euphorie wird vor allem von zwei Ländern ausgelöst: Frankreich und Deutschland.

- Bei den Europawahlen hat insbesondere die extrem rechte Rassemblement National (RN) an Stimmen zugelegt. Daraufhin hat Präsident Emmanuel Macron das französische Parlament aufgelöst und Neuwahlen für den 30. Juni und 7. Juli 2024 angekündigt. Es ist höchst umstritten, ob der Staatschef sein Land damit aus der Krise heraus oder in eine viel tiefere hineinführen wird.
- Der RN konnte letzten Sonntag seit Wahlergebnis bei den Europawahlen sogar noch übertreffen und erreichte 33% der Stimmen. Platz 2 erreichte das Linksbündnis mit 28%. Das Mitte-Lager von Präsident Macron erreichte 20%. Die Stimmung der Einkaufsmanager ist in diesem Zusammenhang deutlich unter die Grenze von 50 abgesackt: Für Juni beträgt der Index nur noch 48,2 Indexpunkte.

- Die Furcht vor der Europa-unfreundlichen Vereinigung ist groß – auch mit Blick auf die angespannte Haushaltslage des Staates. Eine Obergrenze für Migranten, Sozialwohnungen nur für Franzosen, Mehrwertsteuersenkung auf Strom, Gas und Benzin von 20 auf 5,5 %, die Rücknahme der Rentenreform sind nur Auszüge aus dem Wahlprogramm des RN. Finanziert werden soll das Programm unter anderem mit einer Kürzung der Beitragszahlung an die EU.
- Die Einkäufer in Deutschland dagegen sind besorgt wegen der Ausweitung des Handelskonfliktes mit China und der Drohung Europas mit der Einführung von Importzöllen, u.a. auf Elektrofahrzeuge. Die Furcht vor Gegenmaßnahmen in Deutschland ist besonders hoch, da die Verflechtung der Wirtschaft mit der von China hierzulande besonders groß ist.

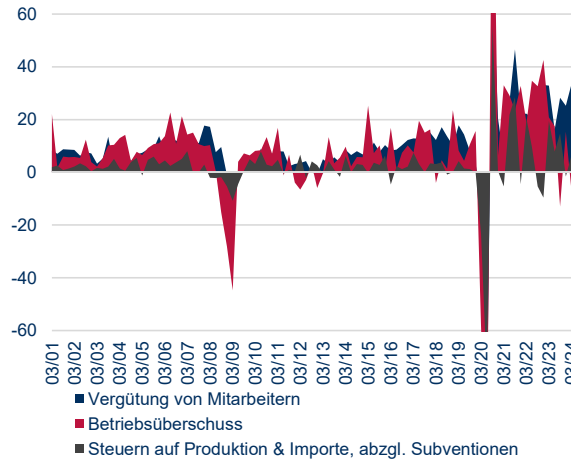
## Unternehmensgewinne schmelzen aufgrund steigender Kosten Aber das Investorenvertrauen kehrt zurück!

Eurozone: Lohnkosten



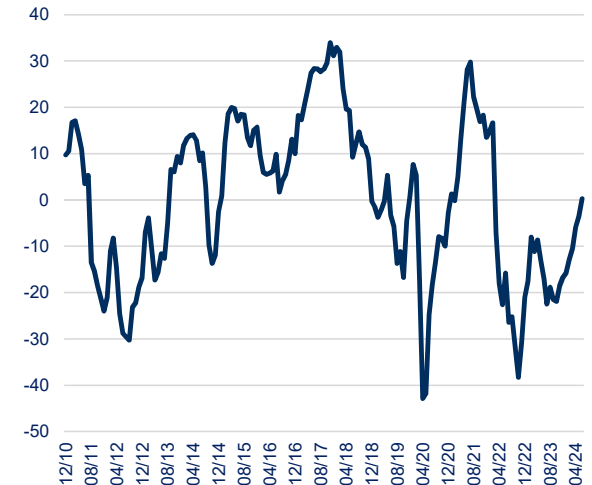
- Um die Wirtschaft zu stützen hat die EZB bereits die Zinsen auf der letzten Sitzung um 0,25 % reduziert.
- Dies ist im Einklang mit dem Rückgang der Inflation in der Eurozone für Mai 2024 auf nun 2,6%, gemessen am HVPI. Allerdings hält sich die EZB das weitere Vorgehen offen. Denn die Inflation ist im Vergleich zum Vormonat im Jahresvergleich wieder um 0,2% gestiegen und die aktuelle Rate ist noch nicht am eigenen Inflationsziel von 2%.
- In den kommenden Monaten wird insbesondere die weitere Lohnentwicklung zu beobachten sein. Denn diese ist zuletzt im 1. Quartal 2024 um 5,1% gestiegen.

Eurozone: BIP nach Einkommen (Veränderung in Milliarden Euro)



- Bei den laufenden und noch anstehenden Lohnverhandlungsrunden ist von Zurückhaltung derzeit noch nichts zu spüren.
- Währenddessen können die Unternehmen die gestiegenen Kosten für Material, Energie und Löhne über eine Steigerung der Produktionseffizienz kompensieren.
- Die BIP Zuwächse der letzten Quartale entfallen deshalb auch zunehmend auf die Vergütung von Mitarbeitern. Den Unternehmen bleibt an dem gestiegenen Bruttoinlandsprodukt ein immer geringerer Anteil.

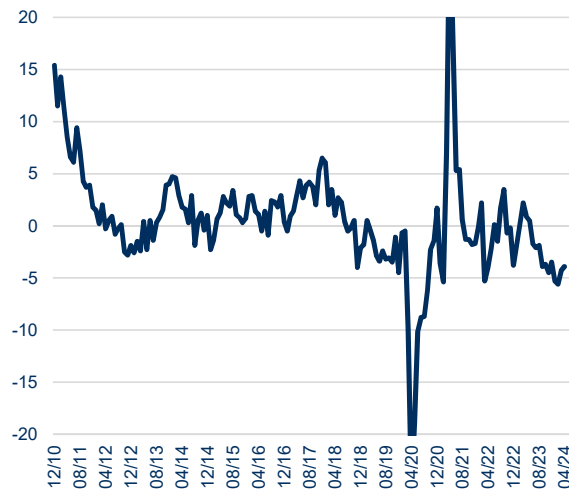
Eurozone: Sentix Konjunktur-Index



- Besserung könnte aber in Sicht sein: So hellt sich das Sentix-Investorenvertrauen für die Eurozone weiter auf und beträgt für Juni 2024 0,3%
- Ermittelt wird der Sentix Konjunktur-Index seit 2003 aus einer monatlichen Umfrage unter mehr als 5.500 privaten und institutionellen Anlegern (Stand: September 2022) zu deren Einschätzung der konjunkturellen Lage und deren Konjunkturerwartungen (6-Monats-Erwartungen). Somit gilt er als Frühindikator für die konjunkturelle Entwicklung.
- Somit könnte sich die wirtschaftliche Lage in der Eurozone trotz einer Verschiebung der politischen Machtverhältnisse und gestörter Handelsbeziehungen mit China in den kommenden Monaten verbessern.

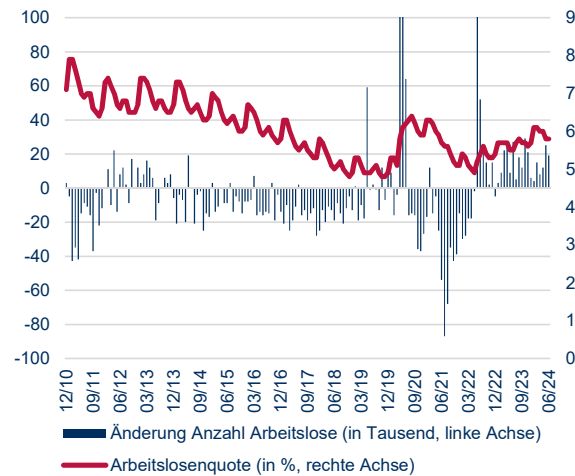
## Der deutsche Konjunkturmotor stottert weiter Rückkehr des Konsumentenvertrauens lässt auf sich warten

Deutschland: Industrieproduktion



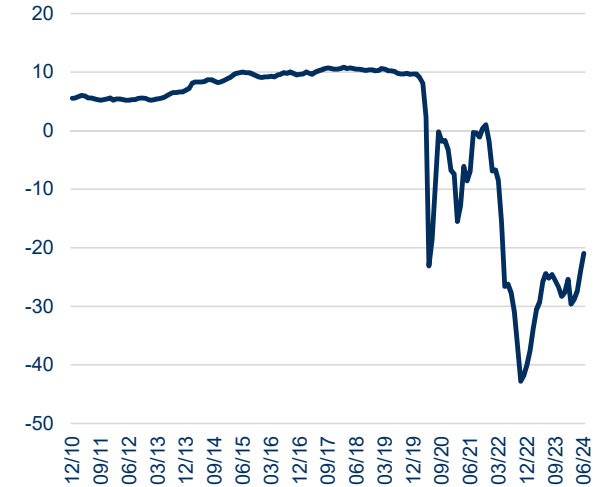
- Auch in der größten europäischen Volkswirtschaft stottert der Konjunkturmotor noch. Die Industrieproduktion für April 2024 ist im Jahresvergleich erneut um 3,9% gefallen. Der Industrie machen die immer noch hohen Energiekosten und die steigenden Lohnkosten in Folge der Inflation zu schaffen.
- Nach Zahlen der Bundesbank tragen hierzu vor allem energieintensive Sektoren wie Computer und Elektrotechnik (-8,0% im Jahresvergleich), Maschinenbau (-7,2%) und Metallverarbeitung (-6,1%) bei.
- Hinzu kommt der demographisch bedingte Fachkräftemangel.

Deutschland: Arbeitsmarkt



- Parallel hierzu steigen die Anzahl der Arbeitslosen und die Arbeitslosenquote. Folglich finden trotz Fachkräftemangel immer weniger Menschen einen passenden Arbeitsplatz.
- Selbst die normalerweise in der ersten Jahreshälfte stattfindende „Frühjahrsbelebung“ blieb aus. Insgesamt ungefähr 83.000 Menschen sind seit Jahresanfang mehr arbeitslos als noch Ende 2023.
- Zusätzlich belastend zu den hohen Energiekosten und steigenden Löhnen wirkt die Transformation auf erneuerbare Energien, die zwar stattfinden muss, bei der aber noch viele Fragen offen sind.

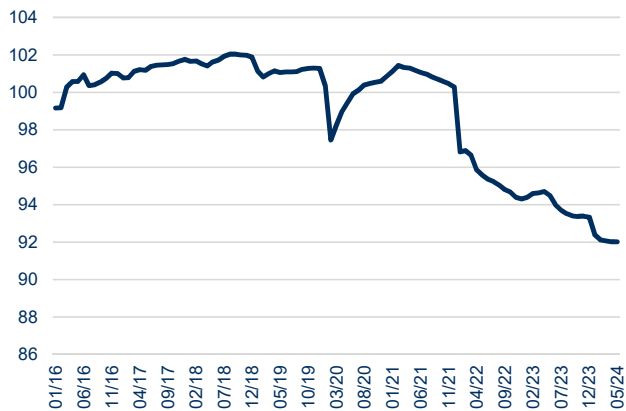
Deutschland: GfK Konsumentenvertrauen



- Analog zu den Verbrauchern in den USA belasten auch hierzulande die gestiegenen Preise die Konsumlaune. Das GfK Konsumentenvertrauen ist nach wie vor im negativen Bereich und beträgt im Juli 2024 -21,8 Indexpunkte. Im Vormonat betrug der Index noch -21,0.
- Die gestiegenen Löhne stärken die Kaufkraft der Konsumenten, reichen aber noch nicht aus, damit die Konsumenten zu alter Konsumfreude wie vor der Coronavirus-Pandemie zurückkehren.
- Auch hier belasten die gestiegenen Kosten beim Heizen und Reisen aufgrund der Energiewende. Allerdings dürften die staatlichen Stützungsmaßnahmen wie das „Klimageld“ bei Einführung ab 2025 teilweise für Entlastung sorgen.

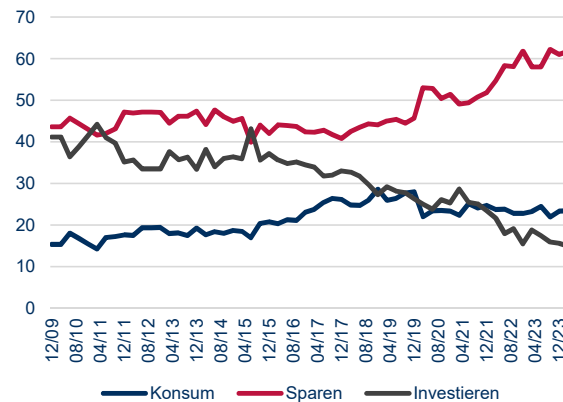
## Schwellenländer: Gedämpfter Optimismus an den Märkten China in der Wachstumsdelle

China: Umfrage zur aktuellen Lage Wohnungsmarkt



- Die Binnennachfrage wird immer noch durch das geringe Vertrauen der chinesischen Haushalte und den schwachen Immobilienmarkt beeinträchtigt, obwohl die politischen Behörden versuchen, den Sektor wiederzubeleben, indem sie den Regionen mehr Einfluss auf den Immobilienmarkt geben.
- Kernstück ist ein 300 Milliarden Yuan (ungefähr 38,5 Milliarden Euro) schweres Aufkaufprogramm, mit dem die Regionalregierungen die Immobilienpreise in den Griff bekommen sollen.
- Das grundlegende Problem ist aber das Überangebot an Immobilien bzw. die hohen Leerstände und die anhaltende Bautätigkeit.

Konsum-, Spar-, Investitionsneigung



- Dazu passend sparen die Chinesen gemäß einer Umfrage der chinesischen Notenbank derzeit lieber als dass sie konsumieren oder investieren: 61,8 % der Befragten gaben in Q1 2024 an, mehr sparen zu wollen. Lediglich 14,9 % sind bereit, ihre Investitionen zu erhöhen und nur 23,4 % der Befragten wollten dagegen mehr konsumieren.
- Die Gründe für die schwache Nachfrage unter den Konsumenten sind unter anderem die hohe Arbeitslosigkeit vieler junger Menschen und die Krise des Immobilienmarkts, in den viele Chinesen ihre Ersparnisse investiert haben.

Verbraucherpreisindex

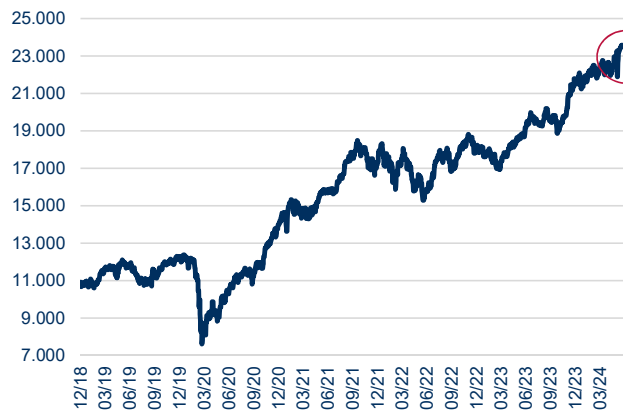


- Ein weiterer Ausdruck der schwachen Konsumnachfrage ist der schwache Preisauftrieb. Nach eigener vereinfachter Berechnung betrug dieser im Jahresvergleich gerade einmal 0,4 % im Juni 2024.
- China hatte vom Herbst vergangenen Jahres bis Januar mit einem Preisverfall (Deflation) zu kämpfen. Für Verbraucher hat das auf den ersten Blick zwar Vorteile, Ökonomen schätzen eine Deflation aber auf lange Sicht als unvorteilhaft für die Wirtschaft ein, weil Firmen weniger verdienen und dadurch Löhne sinken und Arbeitsplätze in Gefahr geraten können.

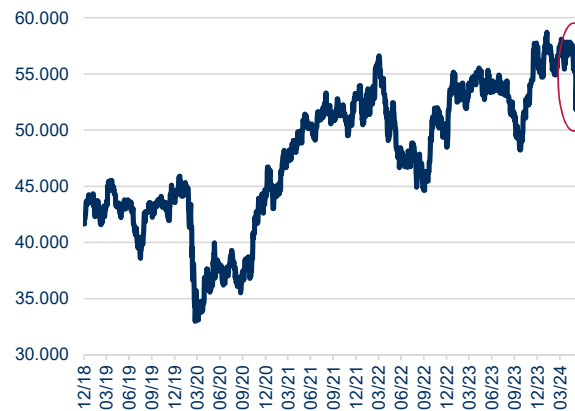


## Schwellenländer: Drei weitere Wahlen die die Märkte teilweise beunruhigen Am Ende bleibt die Zuversicht, denn „politische Börsen haben kurze Beine“

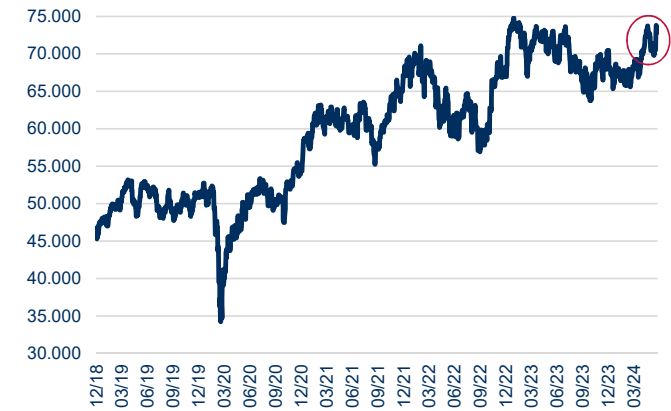
Indien: Nifty 50 Index



Südafrika: Top40



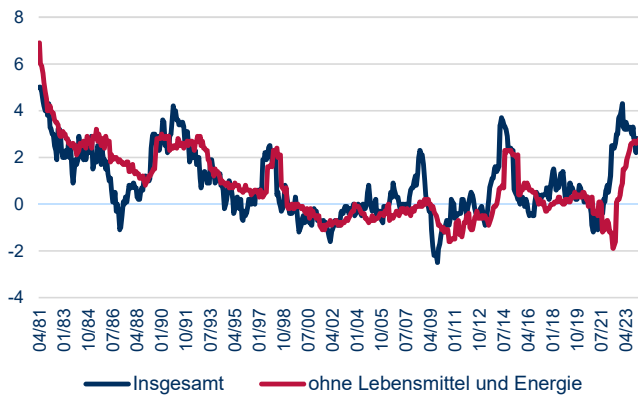
Mexiko: S&P/BMV IPC



- Der knappe Sieg der Partei von Narendra Modi in Indien verschafft ihm keine ausreichende Mehrheit, um das Land wie in den letzten zwei Amtszeiten allein und autoritär zu regieren. Die weitere Politik könnte deshalb wieder von mehr Unsicherheit geprägt sein.
- Der bisherige Ministerpräsident Narendra Modi wird eine neue Regierung auf der Grundlage einer 15-Parteien-Koalition führen. Zu den Schlüsselthemen gehörten die Arbeitslosigkeit im Land sowie steigende Preise und sinkende Einkommen. Einer Nachwahlbefragung zufolge waren dies auch die Gründe für Modis schwächeres Abschneiden.
- Modi hatte zuvor nach seiner Ernennung zum Chef der NDA erklärt, dass Ziele unter anderem sein werden, die Ersparnisse der Mittelschicht zu mehren und deren Lebensqualität zu verbessern.
- In Südafrika hat der ANC bei der Parlamentswahl schwere Verluste erlitten und ist zukünftig ebenfalls auf Koalitionen angewiesen. Auch hier wird das Regieren schwieriger.
- Seit Ende der Apartheid und der ersten allgemeinen und freien Wahl 1994 hat der ANC stets mit überwältigender Mehrheit gewonnen. In den vergangenen Jahren hat die Unterstützung jedoch nachgelassen, da die Wirtschaft stagnierte und die Arbeitslosigkeit stieg.
- In Mexiko, der zwölftgrößten Volkswirtschaft der Welt, gibt es eine neue Präsidentin Claudia Sheinbaum, die über eine komfortable Mehrheit verfügt, um das Land zu reformieren. Der Anstieg der Marktvolatilität rührt daher, dass sie im linken Spektrum der politischen Landschaft angesiedelt ist.
- An Herausforderungen mangelt es nicht: Sheinbaum möchte die bestehenden staatlichen Hilfen für junge und alte Menschen beibehalten und noch weiter ausbauen, was die sowieso angespannten Staatsfinanzen weiter belasten dürfte. Im Kampf gegen die gravierende Drogenkriminalität will sie weiterhin den Streitkräften das Kommando überlassen, aber neue Akzente setzen. Im Energiebereich möchte sie im Gegensatz zur Vorgängerregierung die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien fördern.

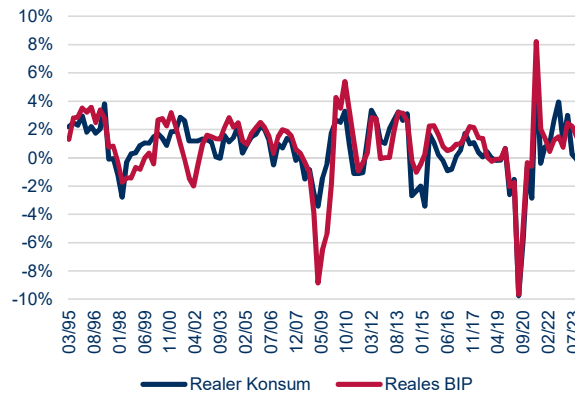
## Dreht Japan bald wieder an der Zinsschraube? Der Konsum schwächelt während die Inflation anzieht!

Verbraucherpreisindex



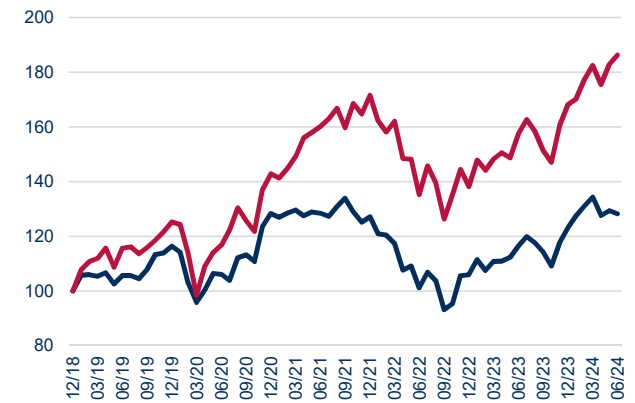
- Die japanische Notenbank diskutiert über eine Anhebung ihres Leitzinses im Juli. In der Stellungnahme der Mitglieder der Bank von Japan in der letzten Sitzung am 14. Juni wurde der zunehmende Wunsch nach einer Normalisierung der Geldpolitik für eine weitere Anhebung des Leitzinses (derzeit bei 0,1 %) bestätigt, die nach Ansicht einiger Mitglieder in der nächsten Sitzung im Juli erfolgen könnte.
- Der zunehmende Inflationsdruck, der mit der positiven Preis-Lohn-Schleife zusammenhängt, bleibt für die meisten Mitglieder die Hauptsorge, während die Schwäche des Yen die Aufwärtsrisiken für die Inflation verstärken könnte.

Reales BIP versus reale Konsumnachfrage



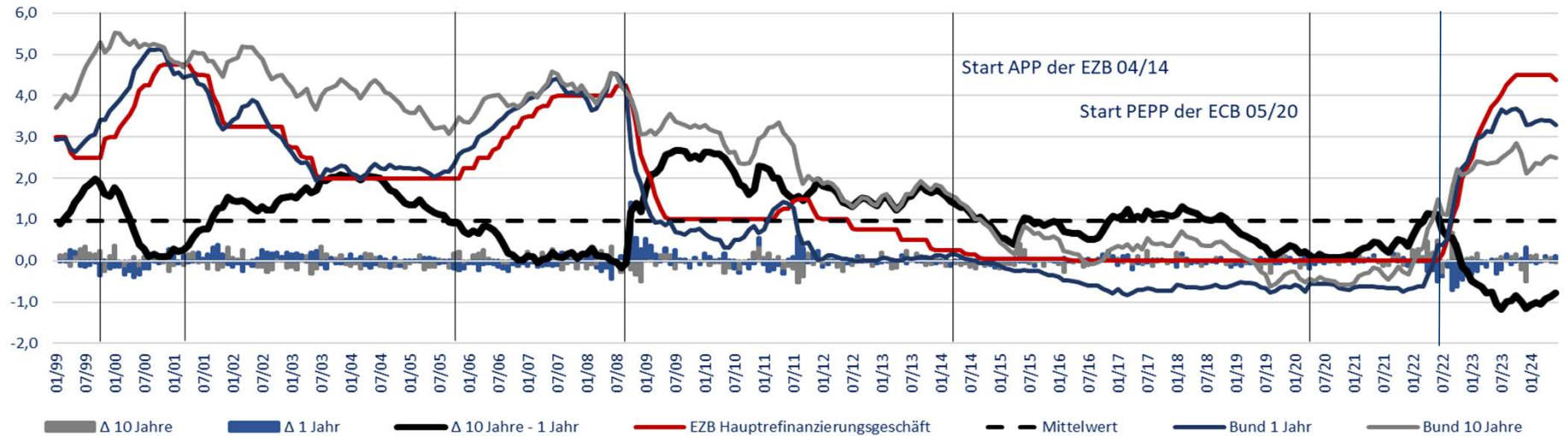
- In diesem Zusammenhang erklärte der stellvertretende Finanzminister Masato Kanda, dass die japanischen Behörden bereit sind, im Falle übermäßiger Bewegungen des Yen (der sich derzeit sehr nahe an der Schwelle von 160 gegenüber dem Dollar befindet) auf dem Devisenmarkt zu intervenieren.
- Vor diesem Hintergrund ist es wahrscheinlich, dass sich der Abwärtsdruck auf den Yen in den nächsten Quartalen umkehren dürfte, wenn die japanische Notenbank ihre Geldpolitik normalisiert.
- Das geldpolitische Gefälle gegenüber der Fed begünstigt eine Aufwertung der japanischen Währung zusätzlich.

MSCI World versus TOPIX



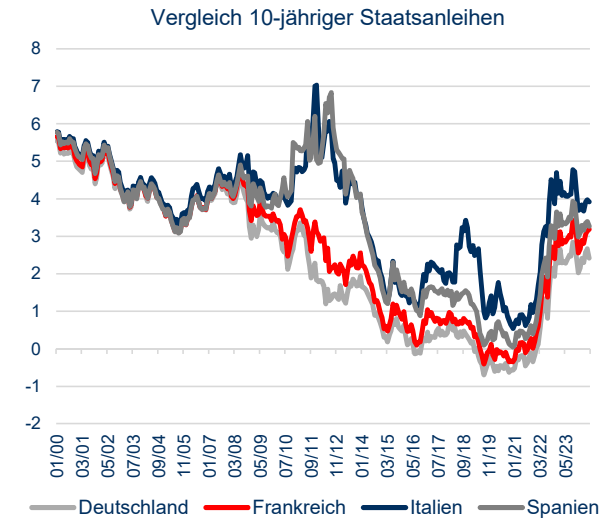
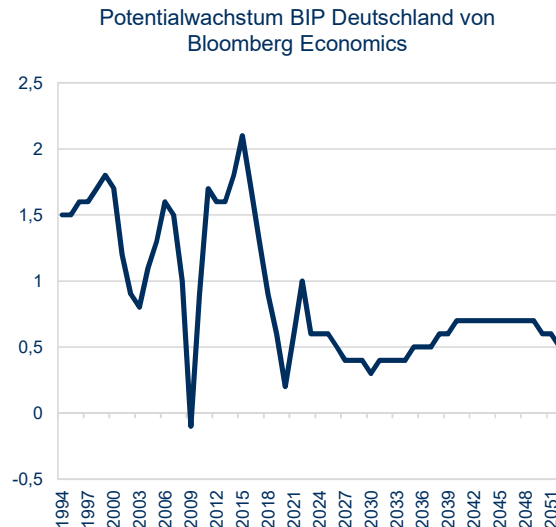
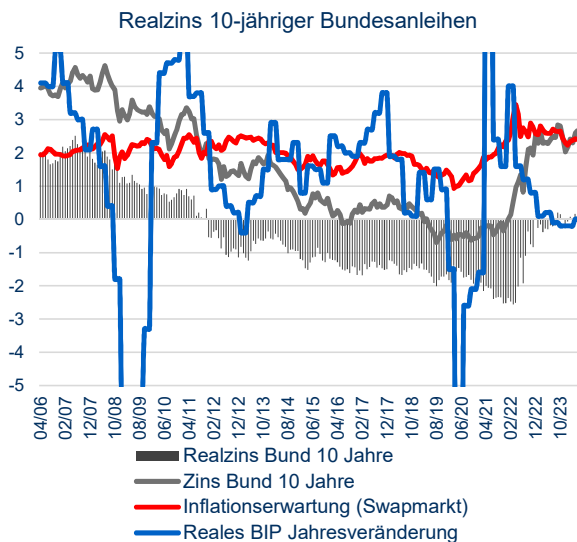
- Der schwache Yen hat den Export von Japan in andere Länder begünstigt, während die Inlandsnachfrage schwächelt. Insbesondere der private Konsum ging im 1. Quartal 2024 um 2,07% im Vergleich zum Vorjahr zurück.
- Währungseffekte haben den TOPIX seit Jahresanfang beflügelt. Allerdings verteuern sich die Refinanzierungskosten für japanische Unternehmen nun allmählich, die jahrelang von Negativzinsen profitierten. Ganze Geschäftsmodelle werden in Frage gestellt, was zu einer Zunahme von Insolvenzen führen könnte.
- Die Regierung und die japanische Notenbank stehen hier vor der Mammutaufgabe, die Geldpolitik zu normalisieren, ohne das Wachstum oder die Staatsfinanzen aufs Spiel zu setzen.

## Die EZB senkt die Zinsen ... ... wie reagieren aber die Märkte?



- Notenbanken sind in ihrer Politik für die Märkte einigermaßen berechenbar. In den regelmäßigen Erläuterungen der geldpolitischen Maßnahmen und Pressekonferenzen werden auch bewusst die nächsten Schritte kommuniziert.
- Die Marktteilnehmer nehmen diese Informationen bewusst auf und berücksichtigen diese in ihrem Handeln. Dies zeigt sich beispielsweise darin, dass die Zinsen für lange Laufzeiten bereits vor den Zinsanpassungen entsprechend reagieren.
- In obiger Grafik sind die Zinsen für ein- (dunkelblau) und 10-jährige (grau) deutsche Staatsanleihen im Monatsdurchschnitt abgetragen. Bereits bevor die EZB die Zinsen erhöht, steigt die Zinsdifferenz (schwarz). Die langfristigen Zinsen reagieren in der Regel bereits vorher (bspw. 06/99, 09/05 und 06/22).
- Bei Zinssenkungen gehen die Zinsen für langfristige Anleihen bereits vor dem Zinssentscheid nach unten (bspw. 08/08). Der Zeitpunkt der Reaktion hängt wiederum stark von der Kommunikation und deren Zeitpunkt durch die Zentralbank ab.
- Langfristig ist aber zu beobachten, dass seit Einführung des Euro die Zinsdifferenz zwischen ein- und 10-jährigen deutschen Staatsanleihen bei ungefähr 1% lag. Am aktuellen Rand der Historie ist die Zinsdifferenz bei ungefähr -0,8% (10 Jahre 2,495 % / 1 Jahr 3,284 %). Um dies wieder an den historischen Durchschnitt anzugleichen, gibt es zwei Möglichkeiten: Entweder sinken die einjährigen Zinsen oder die 10-jährigen steigen.
- Im derzeitigen Zinssenkungspfad senkt die Zentralbank die Zinsen und die Zinsen für einjährige Deutsche Staatsanleihen werden vermutlich folgen. Hierbei ist zu beachten, dass der historische Parallelauf zwischen Hauptrefinanzierungssatz (z. Zt. 4,25%) und dem Zinssatz für 1-jährige Staatsanleihen bis zum Beginn der Negativzinsphase ungefähr im September 2014 derzeit auch nicht existiert. Auch für dieses Laufzeitband ist derzeit nur eine geringe Reaktion zu erwarten. Selbst bei 6 Zinsschritten je 25 Basispunkten verringert sich rechnerisch die Differenz von 1- und 10-jährigen Anleihen auf -0,3%.
- Bleiben also steigende Zinsen am langen Ende, um die historische Zinsdifferenz wieder herzustellen? Dies wäre bei steigender Inflation oder durch Auslaufen des Anleihenkaufprogramms zwar möglich, aber ist das realistisch?

## Die EZB senkt die Zinsen ... ... aber nicht die komplette Zinskurve



- Die EZB ist derzeit mit Blick auf ihre Geldpolitik wesentlich berechenbarer als die Fed. Doch was bedeutet das für die Zinsen für lange Laufzeiten? Unternehmens- und Baufinanzierungen laufen eher langfristig.
- Ein Investor steht bei seiner Investitionsentscheidung immer vor der Frage, ob die Investition rentabel ist. Diese Rentabilität richtet sich aber nach dem sogenannten Realzins. Das ist der Zins, den er für den Erwerb einer Anleihe bekommt abzüglich der Inflation.

- Als Vergleichsmaßstab kann hierbei vereinfachend das reale Bruttoinlandsprodukt dienen: Denn das steht nicht nur für alle in einem Land produzierten Güter und Dienstleistungen, sondern auch für alle in einem Land erzielten Einkommen. Die Ökonomen unterstellen hierbei, dass die Investition mindestens soviel abwerfen soll, wie die Einkommenszuwächse insgesamt in einem Land.
- Der Realzins für 10-jährige Bundesanleihen ist gemessen an der Inflationserwartung auf den Swap-Märkten ungefähr so groß wie das aktuelle reale BIP in Deutschland.

- Ein höherer Zins setzt ein höheres Wachstum voraus, welches aber nach Bloomberg Economics Schätzungen derzeit nicht zu erwarten ist. Die derzeit gestiegene Inflation (über dem Inflationsziel von 2% der EZB) im Umkehrschluss hält die Nominalzinsen oben.
- Parallel tritt die EZB immer noch als Nachfrager am Markt auf und hält die Zinsen niedrig. Die Zinsen 10-jähriger Anleihen sind in Deutschland zuletzt wieder gesunken, was insbesondere auf politische Unsicherheiten in Frankreich zurückzuführen sein dürfte. Das Potential für sinkende (langfristige) Zinsen ist aber aktuell begrenzt.

# Wichtige Hinweise der TARGOBANK

Keine Anlageempfehlung, keine Beratung: Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

Die TARGOBANK AG („TARGOBANK“) hat bei der öffentlichen Verbreitung von Finanzanalysen mögliche Interessenkonflikte offen zu legen. Dieser Verpflichtung kommt sie nach, indem sie auf die nachfolgende Darstellung möglicher Interessenkonflikte hinweist. Die möglichen Interessenkonflikte werden mit größtmöglicher Sorgfalt innerhalb der TARGOBANK ermittelt und regelmäßig auf ihre Aktualität überprüft. Die in Finanzanalysen geäußerten Ansichten geben die persönliche Ansicht des Analysten über die genannten Wertpapiere oder Emittenten wieder; die Vergütung des Analysten war weder in der Vergangenheit, ist nicht in der Gegenwart und wird auch nicht in Zukunft an die Einschätzungen oder Ansichten innerhalb der Finanzanalysen gebunden sein. Die in Finanzanalysen genannten Inhalte, Produktinformationen, Ausarbeitungen oder Einschätzungen zu Wertpapieren sind nur zu Ihrer Information bestimmt und sollten nicht als ein Angebot aufgefasst werden, Kapitalanlagen zu kaufen, zu verkaufen oder zu deren Kauf oder Verkauf aufzufordern.

Die TARGOBANK stellt Ihnen diese Informationen unverbindlich zur Verfügung und übernimmt keine Gewähr bezüglich der Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen, und sie haftet nicht für etwaige Schäden oder Verluste, die dem Nutzer direkt oder als Folgeschäden aus der Verwendung besagter Informationen entstehen. Die Informationen sind sorgfältig und nach dem letzten verfügbaren Stand zusammengestellt. Durch aktuelle Entwicklungen könnten diese jedoch überholt sein oder sich ansonsten geändert haben, ohne dass die bereitgestellten Einschätzungen, Bewertungen, Ausarbeitungen und Informationen geändert wurden bzw. werden. Sofern die Inhalte von Dritten zur Verfügung gestellt wurden bzw. Meinungen Dritter wiedergeben, müssen diese nicht mit den Auffassungen der TARGOBANK im Einklang, sondern können auch im Widerspruch hierzu stehen.

Die Werte der in den Finanzanalysen genannten Anlagen unterliegen Schwankungen des Marktes, welche zum ganzen oder teilweisen Verlust des Investments führen können. Zum Beispiel kann infolge von Wechselkursveränderungen bei der Währung, auf die die Kapitalanlage lautet, der Wert der Kapitalanlage steigen oder fallen, wenn die eigene Währung des Anlegers eine andere ist. Anlagen in diese Produkte sind keine Bankeinlagen, und sind entsprechend weder durch die TARGOBANK, noch im Rahmen der Einlagensicherung garantiert. Die Performance der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu. Soweit Prognosen abgegeben werden, könnten diese unter Umständen nicht oder nicht vollständig zutreffen.

Vor dem Erwerb eines Produkts sollte der Kunde eine selbständige Anlageentscheidung treffen, ohne sich auf eine Finanzanalyse zu verlassen. Die Finanzanalyse ersetzt keine anleger- und anlagegerechte Beratung. Es sollte eine ausführliche und an der Kundensituation ausgerichtete Beratung erfolgen.

Die in Finanzanalysen genannten Geldanlagen in Unternehmen oder Märkte sollten nur von Anlegern in Betracht gezogen werden, die aufgrund ihrer Kenntnisse und Erfahrungen in Finanz- und Wertpapiergeschäften in der Lage sind, die damit einhergehenden Vorteile und Risiken einzuschätzen; andere Personen sollten keine Wertpapiergeschäfte auf Grundlage einer Finanzanalyse tätigen. Die genannten Produkte können nicht von US-Personen erworben werden.

Die TARGOBANK erhält für Abschluss und Bestand eines Anlageproduktvertrages vom Emittenten oder der Kapitalanlagegesellschaft Provisionen. Zu genannten Produkten wird ein offizieller Prospekt gemäß den gesetzlichen Vorgaben veröffentlicht. Allein maßgeblich für die Produkte sind die Bedingungen des jeweiligen Prospektes, welcher kostenlos in Ihrer TARGOBANK Zweigstelle erhältlich ist.

Die TARGOBANK, aber auch Organe, Führungskräfte sowie Mitarbeiter halten möglicherweise Anteile oder Positionen an Wertpapieren oder Finanzprodukten, die Gegenstand von Bewertungen sind. Die TARGOBANK kann daher auch ein Geschäft mit einem Finanzinstrument getätigt haben, das Gegenstand der Finanzanalyse ist oder war, bevor diese Information dem Kunden zugänglich gemacht worden ist. Die TARGOBANK hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden.