

Catella Finance Focus

CATELLA

#01/23

ZEITENWENDE AN DEN KAPITALMÄRKTEN

Zurückblickend war das Jahr 2022 ein turbulentes Jahr. Der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine sorgte für eine humanitäre Katastrophe und ein Ende ist derzeit noch nicht in Sicht. Zudem trug dieser Krieg auch zu einer deutlichen Verschlechterung der makroökonomischen Rahmenbedingungen in der europäischen Volkswirtschaft bei. Die Turbulenzen auf den europäischen Energiemärkten sowie die auch im Jahr 2022 zu beobachtenden Unterbrechungen globaler Lieferketten aufgrund der COVID-19 Pandemie führten in Europa zu historisch hohen Inflationsraten. Den aktuellen Catella Finance Focus nehmen wir als Anlass das geldpolitische Jahr 2022 noch einmal zu resümieren und einen Ausblick für das Jahr 2023 zu geben. Trotz dieser Gemengelage der Polykrisen möchten wir somit einen Ausblick auf die kommenden Monate geben. Schon vorneweg: Die Konjunkturindikatoren zeigen sich sehr robust und von einem starken wirtschaftlichen Einbruch gehen wir in den kommenden Monaten nicht aus. So ist beispielsweise in diesem Zusammenhang zu nennen, dass nach ersten Angaben des Statistischen Bundesamtes, trotz der ökonomischen Turbulenzen, das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt Deutschlands im Jahr 2022 um 1,9 % wuchs und somit keinen Rückgang verbuchte. Auch entspannte sich die Situation auf dem deutschen Energiemarkt. Allem Anschein nach kann somit in diesem Winter ein Gasmangel verhindert werden. Volatil bleibt gleichwohl das Kapitalmarktumfeld.

RÜCKBLICK

Die ökonomischen Entwicklungen im Jahr 2022 hatten zur Folge, dass in der Eurozone die Inflationsraten Werte erreichten, die deutlich oberhalb des Zielwertes der Europäischen Zentralbank (EZB) einzuordnen waren. So lag bspw. im November 2022 die jährliche Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex im Euroraum bei 10,1 %. Diese hohen Inflationsraten haben deutliches Potenzial für gesellschaftspolitische Spannungen zu sorgen, da vor allem einkommensschwache private Haushalte mit keinen bzw. wenigen Ersparnissen durch solch hohe Teuerungsraten vor enorme wirtschaftliche Probleme gestellt werden.

Um ihrer Hauptaufgabe – Gewährleistung der Preisniveaustabilität (Zielinflationsrate 2,0 %) – gerecht zu werden, musste die EZB auf diesen hohen Kaufkraftverlust des Euros reagieren. Nach anfänglichem Zögern beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung vom 21. Juli 2022 einen Strategiewechsel und leitete damit eine Zeitenwende in der Geldpolitik ein – aus expansiv wurde restriktiv. Infolgedessen erlebte der Euroraum im Laufe des Jahres 2022 eine in der Geschwindigkeit noch nie dagewesene sowie von vielen Marktteilnehmern nicht erwartete Erhöhung des Zinsniveaus. In vier Zinsschritten hob die Notenbank des Euroraums das Niveau der Leitzinsen insgesamt um 250 Basispunkte an. So stieg der Zins für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte im Laufe des Jahres 2022 von 0 % auf 2,50 % (Zins für Spitzenrefinanzierungsfazilität von 0,25 % auf 2,75 %; Zins für Einlagefazilität von -0,5 % auf 2,00 %).

Aber nicht nur die Zentralbank des Euroraums sah sich aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklungen im Jahr 2022 mit Inflationsraten deutlich oberhalb des angestrebten Zielwertes konfrontiert. Auch im Vereinigten Königreich waren steigende Preise zu bilanzieren und so lag bspw. im November 2022 die jährliche Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex bei 10,7 %.¹ Als Folge reagierte auch die Bank of England (BoE) mit einer deutlichen Anpassung des Zinsniveaus. Die britische Notenbank ließ den Leitzins in mehreren Schritten im Laufe des Jahres 2022 von 0,25 % auf 3,5 % ansteigen.² Neben dem britischen Pfund und dem Euro verloren auch andere Währungen (z.B. DKK, SEK, NOK, CHF) europäischer Mitgliedsstaaten infolge der grassierenden, hohen Inflation an Kaufkraft und zwangen deren Notenbanken mit Zinserhöhungen zu intervenieren.

ABB I: Entwicklung Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) – jährliche Veränderungsrate



Quelle: Eurostat, Darstellung Catella

¹ Quelle: Office for National Statistics

² Quelle: Bank of England

Aber nicht nur in Europa waren im Jahr 2022 hohe Inflationsraten zu bilanzieren. Auch in den USA verlor die Währung aufgrund eines starken, konsumgetriebenen Wirtschaftsaufschwungs deutlich an Kaufkraft. So lag im Juni 2022 die Inflationsrate in den USA bei 9,1 %, reduzierte sich jedoch bis zum November 2022 um zwei Prozentpunkte auf 7,1 %. Auch im Dezember kam es in den USA zu einem weiteren Rückgang der Inflation. Am 12. Januar 2023 teilte das US-Arbeitsministerium mit, dass für Dezember 2022 eine Teuerungsrate von 6,5 % in den USA zu verzeichnen ist.

Diese Entwicklung deutet an, dass die deutliche Anhebung des Zinsniveaus durch die US-amerikanische Zentralbank Federal Reserve Board (Fed) Wirkung zeigte und deflationäre Entwicklungen erzeugte. Die Fed hob im Laufe des Jahres in sieben (!) Schritten den Leitzins um insgesamt 400 Basispunkte an. So stieg die Spanne des Zinssatzes von 0,25 % - 0,50 % auf 4,25 % - 4,50 %.³ Somit reagierte die Fed früher mit einer deutlich restriktiveren Zinspolitik auf die hohen Teuerungsraten als bspw. die EZB oder andere europäische Notenbanken. Neben einer deutlichen Erhöhung des Zinsniveaus durch die Fed hat die Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika die Installation eines sog. „Inflation Reduction Act 2022“ beschlossen. Ziel dieses Programmes soll sein die deutlichen inflationären Entwicklungen in den USA zu reduzieren. Darüber hinaus soll das Programm dazu beitragen die Wirtschaft der USA klimafreundlicher zu gestalten und legt daher besonderen Fokus auf Investitionen in Technologien, durch die CO2-Emissionen reduziert werden, z.B. sollen Elektroautos sowie Solar- und Windenergie gefördert werden. Aus Sicht Europas beinhaltet diese Initiative der USA jedoch wirtschaftliche Gefahren und Abhängigkeiten. So werden durch die Regierung der USA nur Elektroautos steuerlich gefördert, die in den USA zusammengebaut wurden. Ab dem Jahr 2026 sieht der „Inflation Reduction Act 2022“ darüber hinaus vor, dass ein Anteil von 80 % der seltenen Materialien, die für die Antriebsbatterien verwendet werden, aus den USA stammen oder aus einem Land, das ein Freihandelsabkommen mit den USA pflegt. Zwischen den USA und der Europäischen Union (EU) besteht ein solches Abkommen nicht. Für die Automobilindustrie in der EU, sofern die entsprechenden Unternehmen nicht in den USA produzieren, hätte der „Inflation Reduction Act 2022“ somit negative Folgen.⁴

³ Quelle: Federal Reserve Board

⁴ Quelle: Bankenverband

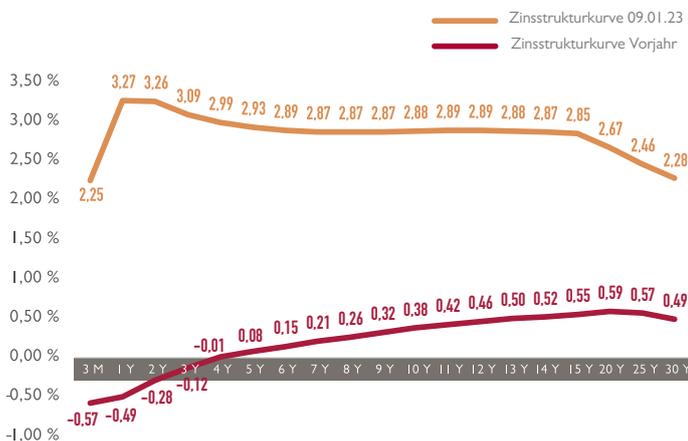
AUSBLICK

Auf der Pressekonferenz im Anschluss an die letzte EZB-Sitzung vom 15. Dezember 2022 betonten die Währungshüter, dass „die Zinssätze [...] noch **deutlich** und **stetig** steigen müssen, um ein Niveau zu erreichen, das ausreichend restriktiv ist, um eine rechtzeitige Rückkehr der Inflation auf das mittelfristige Ziel von 2 % zu gewährleisten“. Durch dieses restriktive Zinsniveau soll eine Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sowie der Inflationserwartungen der Marktteilnehmer erreicht werden. In ihren aktuellen Prognosen geht die EZB davon aus, dass sich die durchschnittliche Inflationsrate in 2023 auf 6,3 %, 2024 auf 3,4 % und schließlich 2025 auf 2,3 % belaufen wird, was jeweils aber (deutlich) über der Zielmarke von 2,0 % liegt. Eine weitere Straffung der Geldpolitik erfolgt über die ab März 2023 startende Reduzierung des Anleiheaufkaufprogramms (APP) um 15 Mrd. EUR pro Monat. Des Weiteren projiziert die EZB für die Eurozone eine kurze und relativ milde Rezession für die kommenden Quartale. Ein erstes Signal einer solchen Rezession kann man derzeit bereits an den Kapitalmärkten erkennen – die inverse Zinsstrukturkurve ist zurück! (vgl. Abb. 2).

Diese Zinsstrukturkurve spiegelt im Übrigen auch die Erwartungen der Marktteilnehmer wider, dass uns diese „Hochzinsphase“ (im Vergleich zum Niveau aus dem wir gekommen sind) noch 2-3 weitere Jahre begleiten wird. Der EZB-Rat wird in seinen regelmäßigen Sitzungen zur Geldpolitik die nächsten (Zins-)Schritte von den weiteren Entwicklungen der Inflationsrate, der Inflationserwartungen sowie der Konjunktur abhängig machen. Zudem werden die europäischen Währungshüter sicherlich auch genau die nächsten Schritte der amerikanischen Fed sowie die weitere Entwicklung der dortigen Wirtschaft und Inflationsrate verfolgen und aus deren Ergebnissen mögliche Einflüsse auf die Eurozone ableiten. Die nächste EZB-Sitzung findet bereits am 02. Februar 2023 in Frankfurt statt und wir erwarten eine Fortsetzung der angekündigten Zinserhöhungen. Vor dem Hintergrund der vermutlich länger als gedacht anhaltenden Inflation sowie des sehr deutlichen Bekenntnisses der EZB die Leitzinsen weiter anzuheben, haben wir unsere Prognosen aus dem Catella Finance Focus 01/22 von September weiter nach oben korrigiert (vgl. Abb. 3) und gehen von weiter steigenden Zinsen aus.

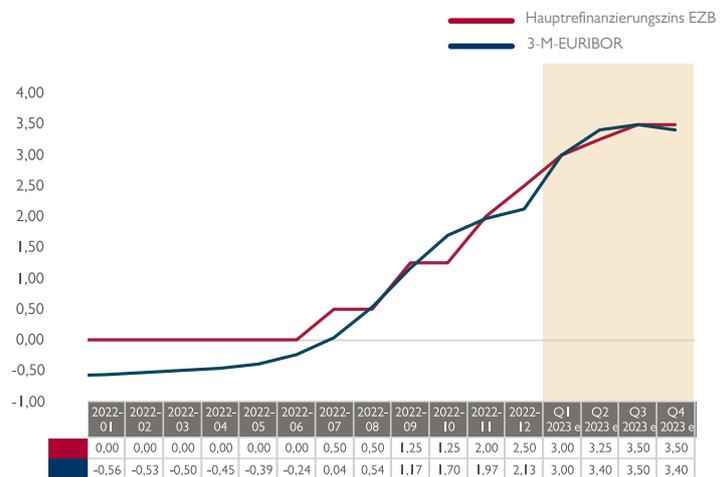
Die Bedingungen für Immobilienfinanzierungen und Immobilieninvestments werden sich in den kommenden Monaten weiter verschlechtern, solange das aktuelle Preisniveau für Immobilien weiterhin stagniert. Hier erwarten wir in den kommenden Monaten ein Nachgeben der Objektpreise auf den Angebotsmärkten für alle Assetklassen. Potenzielle Wertverluste werden aber durch Mietsteigerungen größtenteils aufgefangen.

Abb. 2: Zinsstrukturkurve



Quelle: Erste Group, Catella

Abb. 3: Entwicklung und Prognose kurzfristiges Zinsniveau



Quelle: EZB, Catella (e = Prognose)

ÜBERSICHT ZUR EUROPÄISCHEN ZINSLANDSCHAFT 2022/2023

CATELLA

- HVPI (Harmonisierter Verbraucherpreisindex) aus November 22
- Interbankzinssatz für 3-Monats-Gelder aus Dezember 22 in %
- Zinssatz Staatsanleihe 10 J. aus November 22 in %

Durchschnitt betrachteter Länder:

- HVPI aus November 22: **9,60 %**
- Interbankzinssatz für 3-Monats-Gelder aus Dezember 22: **2,50 %**
- Zinssatz Staatsanleihe 10 J. aus November 22: **2,90 %**



Quellen: Eurostat, EZB, nationale Notenbanken

Über Catella

Catella gehört zu den führenden Spezialisten im Bereich Immobilieninvestment und Fondsmanagement und agiert in 13 Ländern. Der Konzern hat ein verwaltetes Vermögen von rund 13 Mrd. Euro. Catella ist im Mid Cap Segment des Nasdaq Stockholm gelistet.

Mehr unter [catella.com](https://www.catella.com)

Kontakt:

Prof. Dr. Thomas Beyerle
thomas.beyerle@catella-investment.com
Stefano Hruska
stefano.hruska@catella-investment.com
Maximilian Otten
maximilian.otten@catella-investment.com