

AKTIENMÄRKTE GEGEN NOTENBANKEN

Verwundert reibt man sich die Augen. Die Aktienmärkte feiern eine Party, während die Leitzinsen erhöht werden und die Zinsstruktur an den Rentenmärkten eine Rezession ankündigt. Wetten die Aktienkäufer gegen die Notenbanken und werden sie sich dabei die Finger verbrennen? Der Widerspruch löst sich ein Stück weit auf, wenn man die Signale des Rentenmarkts richtig interpretiert. Die aktuelle „Mega-Inversion“ der Zinsstruktur ist ein positives Signal, denn sie deutet mittelfristig auf deutlich sinkende Leitzinsen hin. Allerdings steht dieses Signal unter einem Vorbehalt. Es setzt voraus, dass der allseits erwartete deutliche Rückgang der Inflationsraten bald Wirklichkeit wird.

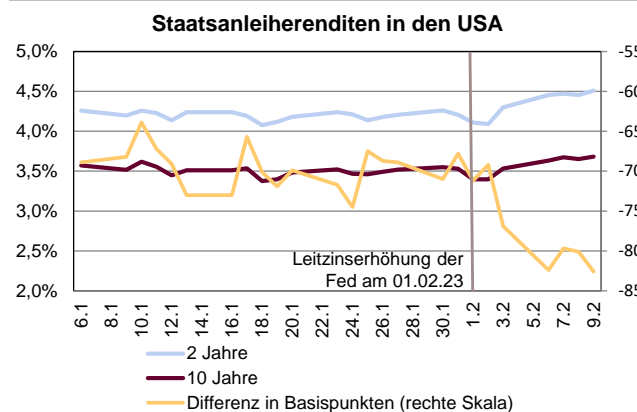
Stell dir vor, die Notenbanken heben die **Leitzinsen** an und die Aktienmärkte feiern eine Party. Trotz Zinserhöhungen in den USA (25 Basispunkte am 1. Februar), im Euroraum und in Großbritannien (jeweils 50 Basispunkte am 2. Februar) setzen die Aktien ihre Rallye unbeeindruckt fort. Der S&P 500 erreichte am Tag nach der Zinsanhebung sein Jahreshoch, der DAX gestern. Haben die Märkte die Botschaft der Zentralbanken nicht verstanden oder glauben sie ihr aus guten Gründen nicht?

Zunächst einmal gibt es keinen Zweifel daran, dass **Zinserhöhungen für den Aktienmarkt keine gute Nachricht sind**. Höhere Zinsen verringern den Barwert zukünftiger Gewinne und damit den rechnerischen Unternehmenswert. Während Banken und Versicherungen von höheren Zinsen profitieren, stellen sie für den Großteil der Branchen und Unternehmen eine Belastung dar, die die Gewinne schmälert. Eine restriktive Zinspolitik dämpft zudem das Wachstum der Geldmenge und damit einen wichtigen Treiber der Aktienkurse.

Dennoch kann es Situationen geben, in denen die Aktienmärkte **positiv auf Leitzinserhöhungen reagieren**. Dies kann zum einen dann der Fall sein, wenn die Erhöhung geringer ausfällt als erwartet. Zum anderen kann eine Zinsanhebung durch die Notenbank so kommentiert werden, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen über den zukünftigen Zinspfad nach unten revidieren (“dovish rate hike”).

In der vergangenen Woche war jedoch weder das eine noch das andere der Fall. **Die Zinsen wurden wie erwartet erhöht und die Zentralbanken gaben keine Entwarnung für die kommenden Monate**. Im Gegenteil: Die Europäische Zentralbank kündigte sogar an, die Leitzinsen im März noch einmal um 50 Basispunkte anzuheben und beendete damit Spekulationen, dass der nächste Zinsschritt geringer ausfallen könnte. Nach dem bärenstarken US-amerikanischen Arbeitsmarktbericht

vom vergangenen Freitag kommt nun auch die Fed ins Grübeln. Sollte die Lage am Arbeitsmarkt sehr angespannt bleiben, "könnte es sein, dass wir mehr tun müssen", sagte Fed-Chef Jerome Powell diese Woche in einem Interview.



Doch auch solche Äußerungen können die positive Stimmung am Aktienmarkt nicht wirklich trüben. Was also ist der Treibstoff der Rallye? Die Antwort liefert der **Rentenmarkt**. Die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen US-Staatsanleihen ist so negativ wie seit über 40 Jahren nicht mehr. Eine solche inverse Zinsstruktur gilt als Frühindikator für eine Rezession und ist daher eigentlich nicht geeignet, die Aktienmärkte zu beflügeln. Doch selbst die glühendsten Verfechter der Frühindikator-These müssen zugeben, dass die Botschaft der inversen Zinsstruktur diesmal - wie schon vor über 40 Jahren - eine andere ist.

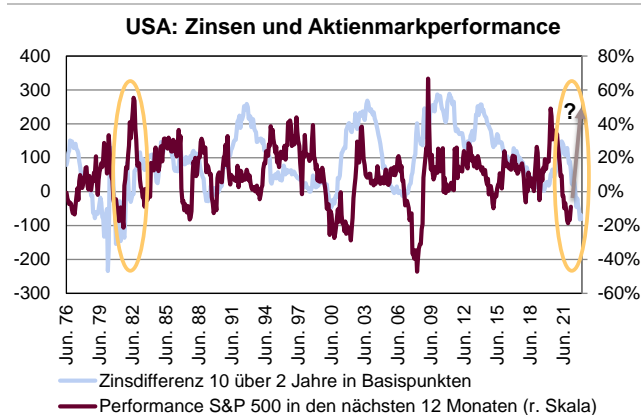
Um dies zu verstehen, muss man wissen, dass die Rendite einer 10-jährigen Anleihe dem Durchschnitt der erwarteten kurzfristigen Renditen in den nächsten 10 Jahren entspricht. Liegen die 2-jährigen deutlich über den 10-jährigen Renditen, spiegelt dies die Erwartung wider, dass die 2-jährigen Renditen in den nächsten 10 Jahren deutlich unter den aktuellen Niveaus liegen werden. Dies ist immer dann der Fall, wenn eine vorübergehend sehr hohe

Inflation die Zentralbanken zu einer aggressiven Geldpolitik zwingt. Da vieles darauf hindeutet, dass die Notenbanken auch diesmal erfolgreich gegen die Inflation vorgehen werden, kann man davon ausgehen, dass in den nächsten Jahren **Leitzinssenkungen** bevorstehen. Aus den so genannten "Dot-Plots", in denen die Erwartungen der Fed-Vertreter über die Entwicklung der Leitzinsen in den kommenden Jahren zusammengefasst werden, geht hervor, dass die Fed selbst mit Zinssenkungen ab dem kommenden Jahr rechnet. Voilà! Die guten alten Zeiten kehren zurück, in denen die Zentralbanken wieder die besten Freunde der Aktienmärkte sind.

Während eine leichte Inversion der Zinsstruktur negativ für die Aktienmärkte ist, sendet die aktuelle "Mega-Inversion" ein positives Signal. In den frühen 1980er Jahren war die Aktienmarktpformance nach der letzten Mega-Inversion extrem gut (siehe Grafik). So gesehen löst sich der Widerspruch zwischen Aktienmärkten und Notenbanken also ein Stück weit auf. Die Frage ist nicht mehr ob, sondern wann die Zinsen gesenkt werden. Weder die Fed noch die EZB haben bisher eine Zinssenkung schon in diesem Jahr ausgeschlossen. Die Marktteilnehmer verlagern ihre Erwartungen für eine Fed-Zinssenkung allerdings zunehmend auf das kommende Jahr. Mit Blick auf die Dot Plots dürfte die erste Zinssenkung der Fed spätestens 2024 kommen, der die EZB in gewohnter Manier mit zeitlicher Verzögerung folgen dürfte.

All dies setzt natürlich voraus, dass die **Inflationsraten** in den kommenden Monaten deutlich zurückgehen. Das gilt auch für die Kerninflation, bei der sich zumindest im

Euroraum noch keine Trendwende abzeichnet. Die Headline-Inflation profitiert dagegen immer noch von der Entspannung bei den Energiepreisen. Allerdings nimmt die Rezessionswahrscheinlichkeit deutlich ab, was die Ölpreise bislang erstaunlicherweise noch nicht widerspiegeln. Wieder steigende Energiepreise könnten daher bald die Stimmung trüben. Zudem stehen in Ländern wie Deutschland sehr hohe Lohnforderungen im Raum, so dass hinsichtlich der Zweitrundeneffekte auch noch keine Entwarnung gegeben werden kann.



Vor den ersten Senkungen wird es also noch einige Zinserhöhungen geben. Die jüngsten Kommentare von Notenbankvertretern deuten darauf hin, dass es eher mehr sein werden als bisher erwartet. Und bis zu den ersten Leitzinssenkungen könnte noch gut ein Jahr vergehen. Das ist eine sehr lange Zeit. **Die Partystimmung an den Aktienmärkten erscheint daher zwar nicht völlig verfehlt, aber doch reichlich verfrüht.**

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2023

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.