

KOMMT NÄCHSTES JAHR DIE ZINSWENDE?

An den Kapitalmärkten steigt die Hoffnung, dass der Höhepunkt der geldpolitischen Straffungen bald erreicht sein wird. Nachdem die Leitzinsen in den USA, im Euroraum und in Großbritannien gerade um jeweils 75 Basispunkte angehoben wurden, dürften die nächsten Zinsschritte nicht mehr ganz so hoch ausfallen. Eine Zinswende ist das allerdings noch nicht, denn die Preisentwicklung hat sich noch lange nicht normalisiert. Selbst wenn die Inflationsraten im kommenden Jahr zurückgehen, gibt es gute Gründe, warum die Leitzinsen hoch bleiben sollten. Die Hoffnungen auf zwei Leitzinssenkungen der Fed in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres, die die Kapitalmärkte nach dem gestern gemeldeten Rückgang der Inflation in den USA nun einpreisen, erscheinen unbedeutend.

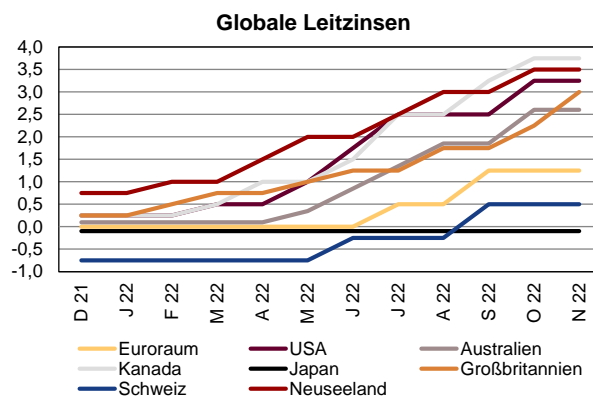
Die **Leitzinsen** wurden in diesem Jahr weltweit so stark und so schnell angehoben wie selten zuvor. Mehr als 300 Mal haben die globalen Notenbanken die Zinsen seit Jahresbeginn erhöht. Die hartnäckige Inflation hat fast alle Zentralbanken zum Handeln gezwungen. Ausnahmen bilden die Türkei, wo die Zinsen trotz extrem hoher Inflation auf politischen Druck hin gesenkt werden, und Länder wie Japan und China, die eine vergleichsweise geringe Inflation haben.

Für das kommende Jahr stellen sich **drei zentrale Fragen**: Behalten die Notenbanken das hohe Tempo der Leitzinserhöhungen bei? Wann und auf welchem Niveau wird der Höhepunkt des Zinszyklus erreicht? Und wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Leitzinsen im kommenden Jahr sogar gesenkt werden?

Angesichts der immer noch viel zu hohen Preissteigerungen kann derzeit keine Notenbank den Kampf gegen die Inflation für beendet erklären. Nach den massiven Zinserhöhungen der letzten Monate gibt es jedoch **gute Gründe, das Tempo zu verlangsamen**. Geldpolitische Maßnahmen entfalten ihre volle Wirkung mit einer zeitlichen Verzögerung von einem Jahr und mehr. Um eine zu starke Straffung zu vermeiden, dürfte daher das Ausmaß der nächsten Zinsschritte kleiner ausfallen. Die kanadische Notenbank entschied sich bereits Ende Oktober für eine Zinserhöhung um nur einen halben Prozentpunkt, obwohl der Markt mit 75 Basispunkten gerechnet hatte. Sowohl die US-amerikanische Fed als auch die EZB dürften im Dezember "nur" um 50 Basispunkte erhöhen. Im kommenden Jahr könnten die Zinsschritte dann nur noch 25 Basispunkte betragen.

Die Notenbanken geben sich allerdings große Mühe, dass ein etwas geringeres Tempo bei den Zinserhöhungen nicht als Signal der Entwarnung interpretiert wird. Der Kapitalmarkt lauert geradezu darauf, dass die Zentralbanken eine Kehrtwende vollziehen. Daher

verband Fed-Chef Jerome Powell die Ankündigung, dass weitere Zinserhöhungen geringer ausfallen könnten, mit dem Hinweis, dass die Zinssätze am Ende des Erhöhungszyklus wahrscheinlich höher liegen würden als bisher angenommen. Die Kapitalmärkte hatten daraufhin die Erwartungen für den "peak" der Leitzinsen in den USA zunächst nach oben korrigiert. Nach dem gestern gemeldeten Rückgang der Inflation im Oktober geht der Markt aber für nächstes Jahr nun aber davon aus, dass die Leitzinsen auf maximal fünf Prozent angehoben werden. Für das zweite Halbjahr sind zwei Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte eingepreist.



Die **Spekulationen über eine Zinswende** im kommenden Jahr reißen also nicht ab. Es ist inzwischen breiter Konsens, dass sich das Wirtschaftswachstum in den nächsten Monaten deutlich abschwächen wird. Die verzögerte Wirkung der Zinserhöhungen in diesem Jahr trägt ihren Teil zu dieser Verlangsamung bei. Die Gefahr, dass einigen Ländern eine tiefe und länger andauernde Rezession bevorstehen könnte, ist sehr real. Für Großbritannien ist das sogar die offizielle Prognose der Notenbank. Letzte Woche hatte die Bank of England (BoE) dennoch die Leitzinsen um 75 Basispunkte auf drei Prozent erhöht und angekündigt, dass weitere Zinsschritte notwendig seien. Gleichzeitig wies die BoE darauf hin, dass die Markterwartung von 5,25 Prozent für den Leitzins

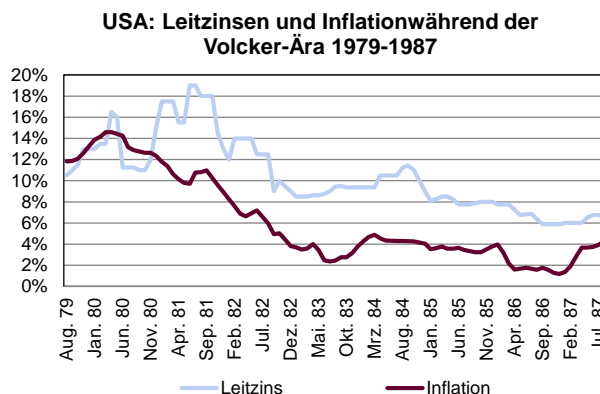
im nächsten Jahr zu hoch sei. Inzwischen geht der Markt nur noch von weiteren Zinserhöhungen um insgesamt 150 Basispunkte aus.

Die Europäische Zentralbank hat dagegen andere Töne angeschlagen. EZB-Präsidentin Christine Lagarde, die lange gezögert hatte, die Zinsen anzuheben, stellt sich gegen Spekulationen, dass das schwache Wachstum keine weiteren Zinserhöhungen zulasse. Lagarde signalisierte stattdessen, dass eine "milde" Rezession die EZB nicht von weiterer Zinserhöhung abhalten würde. Der Kapitalmarkt sieht weitere Leitzinserhöhungen um bis zu 150 Basispunkte bis Mitte 2023.

Viele Beobachter fragen sich, wie lange die japanische Zentralbank dem Trend steigender Zinsen standhalten kann. Die Bank of Japan (BoJ) hat in diesem Jahr an ihrer Negativzinspolitik festgehalten und mit Wertpapierkäufen einen Anstieg der Kapitalmarktzinsen verhindert ("Yield Curve Control"). Mit erheblichen Konsequenzen: Der japanische Yen ist auf ein 24-Jahres-Tief gegenüber dem US-Dollar gefallen, was die Importe verteuert und die inländische Inflation zunehmend nach oben treibt. 60 Prozent der erwachsenen Japaner erwarten inzwischen, dass die Inflation in einem Jahr bei mindestens fünf Prozent liegen wird. Die BoJ könnte schon bald gezwungen sein, die Steuerung des Kapitalmarktzinses aufzugeben. Selbst eine Leitzinserhöhung ist nicht ausgeschlossen.

Eine **Zinswende** könnte daher im kommenden Jahr zunächst in Japan stattfinden – und zwar nach oben. Für die meisten anderen Notenbanken wird es allerdings zunehmend schwieriger, einen restriktiven Kurs zu rechtfertigen. Zentralbanken wie die Bank of England, die

politischem Druck in der Vergangenheit kaum Stand gehalten haben, könnten die ersten sein, die dann das Ende des Zinserhöhungszyklus verkünden.



Aus Sicht der Notenbanken ist es aber gefährlich, zu früh das Signale der **“peak hawkishness”** zu senden – also den Eindruck zu erwecken, dass der Höhepunkt der geldpolitischen Straffung überschritten sei. Paul Volcker begann Mitte 1980 die Leitzinsen in den USA zu senken, als die Inflation noch bei über 14 Prozent lag. Schon sechs Monate später musste die Fed diesen Fehler korrigieren und einen weiteren Zinserhöhungszyklus starten. Mit 19 Prozent erreichten die Leitzinsen im Sommer 1981 ein höheres Niveau als im ersten Zyklus und die USA erlebten eine doppelte Rezession („double-dip recession“). Selbst wenn die Inflationsraten aktuell bereits wieder fallen, sollten die Leitzinsen daher nicht sofort gesenkt werden. Gerade die Fed hat diese Lektion wohl gelernt. Dass der Kapitalmarkt dennoch für die zweite Hälfte des nächsten Jahres bereits Leitzinssenkungen der Fed einpreist, dürfte daher ein Fehler sein.

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), Annette Streicher (astreicher@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 2022

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.