

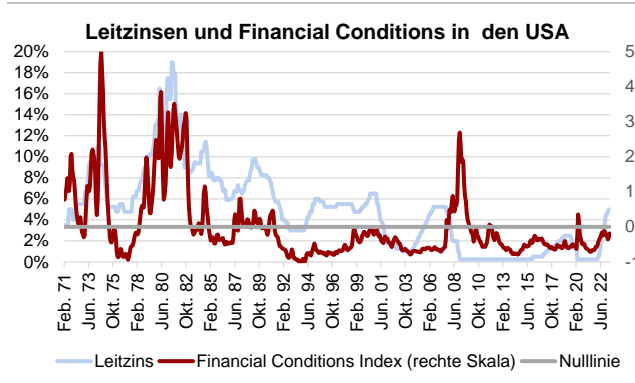
**WARUM DIE FED DIE ZINSEN WEITER ERHÖHEN WIRD (UND DIE AKTIEN TROTZDEM STEIGEN)**

Am 3. Mai wird die US-Notenbank die Leitzinsen aller Voraussicht nach noch einmal anheben. Doch trotz der schon erfolgten kräftigen Zinserhöhungen haben sich die finanziellen Rahmenbedingungen in den USA in den letzten Monaten sogar leicht verbessert. Dies liegt unter anderem an der freundlichen Entwicklung der Aktienmärkte seit November letzten Jahres, die von der Hoffnung auf ein baldiges Ende der Leitzinserhöhungen genährt wird. Damit ergibt sich eine paradoxe Situation: Die Spekulation darauf, dass der nächste Zinsschritt der letzte sein könnte, beflügelt die Aktienmärkte so sehr, dass dies den restriktiven geldpolitischen Impuls konterkariert und weitere Zinserhöhungen sogar wahrscheinlicher macht.

Im Kampf gegen die Inflation haben viele Zentralbanken die Leitzinsen kräftig angehoben. Leitzinserhöhungen wirken sich direkt auf die Höhe der kurzfristigen Zinsen aus, die aber nur eine von vielen Variablen am Finanzmarkt sind, die das Verhalten der Wirtschaftsakteure beeinflussen. Neben den langfristigen Zinsen spielen vor allem die Risikoaufschläge am Kreditmarkt ("credit spreads"), die Höhe und die Schwankungsbreite der Aktienkurse sowie der Außenwert der heimischen Währung eine wichtige Rolle. Aber auch die Verfügbarkeit von Krediten oder die Kapitalausstattung der Banken können die Realwirtschaft beeinflussen. Alle diese Variablen zusammen kennzeichnen das, was als "Financial Conditions" bzw. finanzielle Rahmenbedingungen bezeichnet wird.

Die Geldpolitik kann nur einen Teil dieser Rahmenbedingungen direkt beeinflussen. Die Finanzmärkte und ihre Reaktion auf geldpolitische Entscheidungen haben daher einen erheblichen Einfluss auf die Zinspolitik. Reagieren sie auf Leitzinserhöhungen mit starken Kursverlusten und mit einer Aufwertung der heimischen Währung, verschärfen sich die Financial Conditions, was den ursprünglichen Impuls der Geldpolitik verstärkt. Bleiben solche Reaktionen aus oder kommt es sogar zu gegenläufigen Entwicklungen, kann die restriktive Wirkung von Leitzinserhöhungen verpuffen.

Zur Messung der Financial Conditions gibt es eine Vielzahl von Indikatoren, die sich mit unterschiedlichen Methoden zu einem Index aggregieren lassen. Die Europäische Zentralbank hat kürzlich in einem [Working Paper](#) die verschiedenen Konstruktionsweisen von Financial Conditions Indices (FCI) untersucht und ist zu dem Schluss gekommen, dass eine einfache Mittelwertbildung über eine Handvoll von Indikatoren oft bessere Ergebnisse liefert als ausgefeiltere statistische Methoden.



Die Grafik zeigt die US-Leitzinsen und den National FCI der Chicago Fed für die USA, der seit 1971 veröffentlicht wird. Indexwerte über Null signalisieren restriktive finanzielle Rahmenbedingungen. Von den 1970er Jahren bis kurz vor der Lehman-Krise bewegten sich beide Größen meist in die gleiche Richtung. Durch Leitzinserhöhungen verschärfen sich die finanziellen Rahmenbedingungen, durch Leitzinssenkungen verbesserten sie sich. Dies änderte sich mit Beginn der Finanzkrise, als der massive Einbruch des Aktienmarkts und die Ausweitung der Credit Spreads die finanziellen Rahmenbedingungen in den USA zunächst drastisch verschlechterte. Die Fed reagierte mit kräftigen Leitzinssenkungen, die erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung zu einem Rückgang des FCI führten.

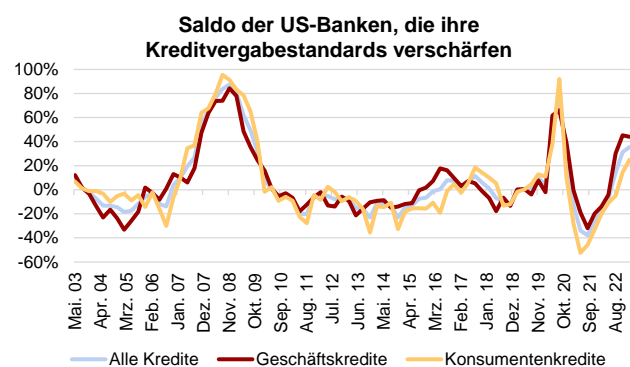
Interessant ist die restriktive geldpolitische Phase in den USA von 2004 bis 2007. Die Financial Conditions veränderten sich in diesem Zeitraum kaum, da weder die langfristigen Zinsen noch die Aufschläge für Kreditrisiken stiegen. Die Aktienmärkte erreichten sogar neue Höchststände. Die Entkopplung der Financial Conditions von den Leitzinsen war damals sehr willkommen, da die Zinsen nicht wegen Inflationsgefahren erhöht wurden, sondern nach dem Ende der Krise der Jahre 2001 bis 2003 lediglich wieder ihr normales Niveau erreichen sollten.

Seit März 2022 wurden die US-Leitzinsen erneut kräftig angehoben. Bis Oktober 2022 verschärften sich die Financial Conditions in den USA etwas, wurden aber nicht restriktiv. Seit November 2022 ist die Entwicklung rätselhaft: **Die Leitzinsen wurden weiter kräftig angehoben, doch die Financial Conditions haben sich sogar verbessert.** Dies liegt vor allem an der sehr freundlichen Entwicklung der Aktienmärkte in diesem Zeitraum. Anders als in der Phase von 2004 bis 2007 ist die Entkopplung des FCI von der Leitzinsentwicklung diesmal jedoch alles andere als willkommen. Die Inflationsraten sind viel zu hoch und eine Abkühlung der Realwirtschaft wäre daher dringend notwendig.

**Die Situation ist einigermaßen paradox.** Die Kapitalmärkte glauben, dass die Notenbank die Inflation erfolgreich bekämpft hat und deshalb schon bald die Zinsen wieder senken wird. Dieser Optimismus ist der Grund dafür, dass sich die Financial Conditions trotz Leitzinserhöhungen nicht verschlechtern, sondern sogar verbessern. Aus geldpolitischer Sicht konterkariert aber genau dies den restriktiven Impuls der Leitzinserhöhungen. Um die Inflation in den Griff zu bekommen, sind daher weitere Leitzinserhöhungen notwendig. Genau das Gegenteil von dem also, was die Kapitalmärkte derzeit einpreisen.

Selbst die Krise der Regionalbanken in den USA hat die Financial Conditions in den USA nicht nachhaltig verschlechtert. Angesichts der **Verschärfung der Kreditvergabestandards**, die sich schon seit einiger Zeit im "Senior Loan Officer Survey" der Fed zeigt und im Zuge der Bankenkrise zugenommen hat, könnte sich dies aber bald ändern. Manche Fed-Vertreter weisen darauf hin,

dass eine Verknappung des Kreditangebots die gleichen negativen Auswirkungen wie eine Zinserhöhung hat und daher weitere Zinsschritte überflüssig machen könnte. **Dennoch spricht vieles dafür, dass die Fed auf ihrer nächsten Sitzung am 3. Mai die Leitzinsen um weitere 25 Basispunkte anheben wird.** Die Kerninflationsraten sind nach wie vor viel zu hoch und die monatlichen Änderungsraten der Inflation geben keinen Grund zur Entwarnung.



Allerdings hat die Fed auf ihrer letzten Sitzung die Prognose für das BIP-Wachstum im kommenden Jahr deutlich von 1,6 auf 1,2 gesenkt. Aus den "dot plots" geht hervor, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger für 2024 mit deutlichen Zinssenkungen rechnen. **Die Reaktion der Kapitalmärkte auf die sich abzeichnende Zinserhöhung am 3. Mai könnte daher wie gewohnt paradox ausfallen.** Mit jeder weiteren Leitzinserhöhung steigt aus Sicht des Marktes die Wahrscheinlichkeit kräftigerer Zinssenkungen. Die Gefahr nimmt jedoch zu, dass die sehr optimistischen Zinserwartungen irgendwann enttäuscht werden.

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.