

GEFÄHRDEN STEIGENDE ZINSEN DEN AUFSCHWUNG IN DEN USA?

Steigende Kapitalmarktzinsen in den USA belasten den Anleihenmarkt und die Wachstumswerte am Aktienmarkt. Aber können sie auch zu einer Gefahr für den Aufschwung der US-Wirtschaft werden? Der Anstieg der langfristigen Zinsen ist aus volkswirtschaftlicher Sicht kein Warnsignal, sondern Teil eines Anpassungsprozesses, der eine Überhitzung der Konjunktur verhindern kann. Für die Wachstumsaussichten ist zudem nicht das Zinsniveau, sondern vor allem der Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen relevant. Dieser Abstand nimmt aktuell zu, was ein positives Signal für die Konjunktur ist. Gefährlich wird der Zinsanstieg erst, wenn er vor allem vom kurzen Ende ausgeht.

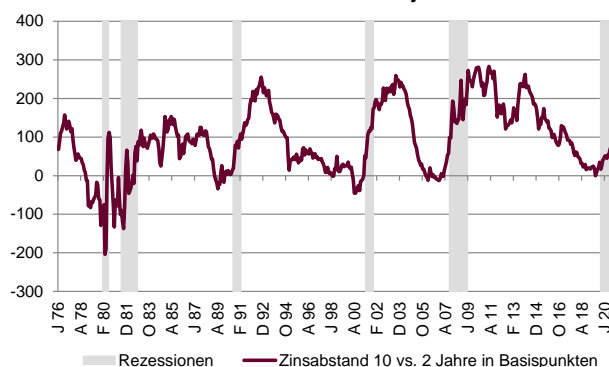
Obwohl der Lockdown in Deutschland in dieser Woche erneut verlängert wurde, bleiben die Aussichten für die deutsche Industrie gut. Das liegt an der unverändert positiven Dynamik des globalen Wachstums. Seit Jahresbeginn haben sich vor allem in den USA die Konjunkturerwartungen auf Grund der massiven fiskalischen Impulse deutlich verbessert. Im gleichen Zeitraum sind jedoch auch die langfristigen US-Zinsen kräftig angestiegen, so dass sich die Frage stellt, ob diese Entwicklung zu einer Gefahr für den Aufschwung in den Vereinigten Staaten werden könnte.

Steigende Zinsen **dämpfen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage** auf vielfältige Weise. Am offensichtlichsten ist der negative Effekt, den sie auf die Finanzierungsbedingungen haben. Dadurch sinkt die Nachfrage vor allem in jenen Bereichen, die stark von Fremdkapital abhängen. Neben den Unternehmensinvestitionen gilt das vor allem für die private Nachfrage nach Immobilien, die in den USA eine sehr wichtige Rolle für das Wirtschaftswachstum spielt. Aber auch der Schuldendienst des Staates verteuert sich und macht so Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen wahrscheinlicher. Negativ wirken steigenden Zinsen zudem auf den Gegenwartswert von zukünftigen Zahlungsströmen, was die Investitionsbereitschaft senkt und eine Gefahr für den Aktienmarkt darstellt. Schwächere Aktienmärkte wiederum lösen einen negativen Vermögenseffekt aus, der die private Nachfrage zusätzlich dämpft.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht sind diese negativen Effekte aber nicht per se besorgniserregend, **sondern Teil eines Anpassungsprozesses**, der durch den gewaltigen fiskalischen Nachfrageimpuls ausgelöst wird. Steigende Preise und höhere Zinsen sind die Folgen einer zunehmenden wirtschaftlichen Dynamik und können eine Überhitzung verhindern. Wenn Volkswirte die Auswirkungen der expansiven Fiskalpolitik auf das

Wirtschaftswachstum schätzen, berücksichtigen sie bereits die konterkarierenden Effekte durch Preis- und Zinsanstiege. Dies ist einer der Gründe, warum der gewaltige Nachfrageimpuls in den USA, der bis zu 3,6 Bio. US-Dollar und damit knapp 17 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) der USA betragen könnte, nicht in gleichem Ausmaß zu einem Anstieg des BIP im laufenden Jahr führt. Der Konsens der Prognosen für das US-Wachstum in 2021 liegt derzeit bei knapp 6 Prozent.

USA: Zinsabstand und Konjunktur



Um die **negativen Wachstumsimpulse durch steigende Zinsen** quantifizieren zu können, kommt es natürlich auch auf die Stärke des Zinsanstiegs an. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist seit Jahresbeginn um 75 Basispunkte gestiegen und könnte bis Jahresende durchaus noch weiter steigen. Aus Modellrechnungen lässt sich die Daumenregel ableiten, dass ein Zinsanstieg um 100 Basispunkte rund ein Prozent Wachstum innerhalb der folgenden zwölf Monate kostet. Solch ein gegenläufiger Wachstumseffekt dürfte in den meisten Prognosen für das US-BIP im laufenden Jahr bereits berücksichtigt sein, so dass erst nur ein noch wesentlich deutlicherer Zinsanstieg zu einer Abwärtsrevision der Vorhersagen führen dürfte.

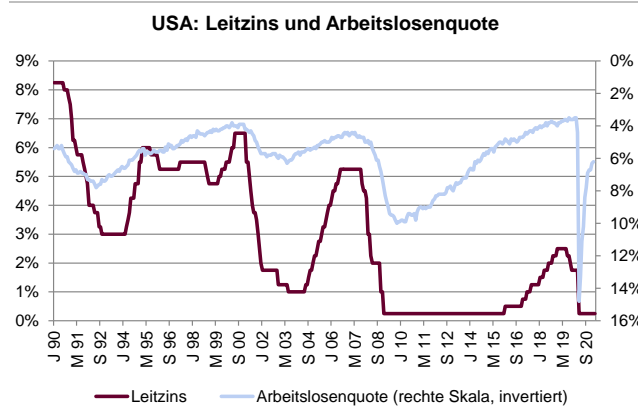
Noch wichtiger als die Höhe des Zinsanstiegs selbst ist jedoch eine andere Größe: **Der Abstand zwischen kurz-**

und langfristigen Zinsen. Geht der Zinsanstieg so wie aktuell in den USA und dem Euroraum von den langfristigen Zinsen aus, vergrößert sich dieser Abstand. Kleiner wird er dagegen, wenn der Zinsanstieg vom kurzen Ende ausgeht.

Am Beginn eines Aufschwungs sind die Leitzinsen in der Regel niedrig, da die Inflationsgefahren gering sind. Die langfristigen Zinsen beginnen dagegen zu steigen, weil die Konjunktur die Kapitalnachfrage beflügelt und einen Anstieg der Realzinsen rechtfertigt. Eine **steile Zinsstrukturkurve**, die durch niedrige kurz- und höhere langfristige Zinsen charakterisiert ist, erleichtert die Fristentransformation und verbessert die Rentabilität und Kreditvergabebereitschaft des Bankensektors. Unternehmen können ihre Finanzierungskosten immer noch gering halten, indem sie sich stärker kurzfristig refinanzieren. Eine steile Zinsstrukturkurve wird daher als positives Signal für die weitere Konjunktorentwicklung gewertet. Viele Volkswirte nutzen aus diesem Grund die Zinskurve als Instrument für ihre Wachstumsprognosen.

Vor diesem Hintergrund signalisiert der aktuelle Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA **nicht das Ende, sondern vielmehr den Anfang der kräftigen konjunkturellen Erholung in den USA.** Angesichts der extrem guten Wachstumsaussichten für die USA müsste die Zinskurve in den USA sogar noch wesentlich steiler werden. Kritisch wird der Zinsanstieg erst, wenn er stärker von den kurzen Laufzeiten ausgeht. Ist dies der Fall, wird die Zinskurve immer flacher und im Extremfall invers. Wenn die kurzen Zinsen höher als die langfristigen sind, gilt dies als Signal für eine bevorstehende Rezession. Dies passiert typischerweise

am Ende eines Aufschwungs, wenn die Kapazitäten vollausgelastet sind, die Preise steigen und die Notenbank die Leitzinsen anhebt.



Sowohl die EZB als auch die US-amerikanische Fed betonen derzeit, dass Leitzinserhöhungen noch weit entfernt sind und erst nach einer Reduktion der Anleiheankäufe erfolgen werden. Da die Anleiheankäufe den Anstieg der langfristigen Zinsen derzeit sogar noch dämpfen, dürfte die Zinskurve zunächst noch steiler werden, bevor dann eine Verflachung ausgehend vom kurzen Ende folgt. Die wirtschaftliche Erholung könnte in den USA aber so stark ausfallen, dass **Leitzinserhöhungen** schon bald zum Thema werden. Die frühere Fed-Chefin und aktuelle US-Finanzministerin Janet Yellen bemerkte in dieser Woche während einer Kongressanhörung, dass sie schon im kommenden Jahr mit Vollbeschäftigung in den USA rechnet. Sollte dies tatsächlich der Fall sein, wird die Diskussion über Leitzinserhöhungen schneller kommen, als dies die Finanzmärkte momentan erwarten.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@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 2021

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 Meinungsansagen 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.