

Sonderbericht

# Die geldpolitische Vollbremsung in den USA und ihre Wirkungen



**Das Wichtigste in Kürze:** Die Hochinflationsphase der letzten Monate traf die Zentralbanken vollkommen unvorbereitet. Nach anfänglich politisch bedingter Verzögerung zeigt sich aber zumindest die US-Notenbank seit einiger Zeit fest entschlossen, die Entwicklung der Teuerung wieder in den Griff zu bekommen. An den Märkten wird deshalb für den weiteren Jahresverlauf 2022 und den Jahresbeginn 2023 mit einer Abfolge von Leitzinserhöhungen gerechnet. Darüber hinaus dürfte bereits im Mai ein weitreichender Bilanzabbau verkündet werden, um dem Markt zusätzlich Liquidität zu entziehen.

Die US-Notenbank dürfte zur Eindämmung der Inflation sogar eine deutliche Konjunkturabschwächung bis hin zu einer Rezession hinnehmen. Damit besteht in der aktuell durch den Ukraine-Krieg geprägten Lage im Gegensatz zum Höhepunkt der Corona-Krise Anfang 2020 keine geldpolitische Unterstützung für Wirtschaft und Märkte, sondern das exakte Gegenteil.

Die Folgen der geldpolitischen Vollbremsung in den USA für die Kapitalmärkte sollten nicht unterschätzt werden. Auf dem Rentenmarkt scheinen weitere Renditeanstiege wahrscheinlich, während der Gegenwind für die Aktienmärkte zunimmt. Dieses übergeordnete Bild würde sich erst ändern, wenn ein spürbarer Inflationsrückgang in den kommenden Monaten der Notenbank die Möglichkeit gibt, die Straffung ihrer Geldpolitik zu entschleunigen oder ganz abzusagen.

8. April 2022

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## 1. Auswirkungen des bisherigen Niedrigzinsumfelds auf die Kapitalmärkte

In den vergangenen zwei Jahrzehnten herrschten an den internationalen Kapitalmärkten scheinbare Gewissheiten mit weitreichenden Folgen für Anlageentscheidungen. Hierzu gehörte die Ansicht, dass hohe Inflationsraten ein überwindenes Relikt aus der Vergangenheit seien, genauer gesagt aus den 1970er Jahren mit ihren Ölpreisschocks. Die Zentralbanken schienen die Inflation nun viel besser im Griff zu haben, wozu eine offenere Kommunikation ihrer Geldpolitik und bessere Prognose- und Steuerungsinstrumente beitragen würden. Die Wirtschaft war zwischenzeitlich zudem weniger abhängig von billigem Rohöl geworden. Und eine zu hohe Inflation war ohnehin kein Problemthema, da die Teuerungsraten in den vergangenen 40 Jahren unter gewissen Schwankungen im Trend fielen. Vielmehr wurde von einigen Ökonomen und insbesondere der Europäischen Zentralbank das vermeintliche Schreckgespenst absolut sinkender Güterpreise, also eine Deflation, hervorgehoben. Diese galt es unter allen Umständen zu bekämpfen, vor allem mit niedrigen Zinsen und einer üppigen Liquiditätsflut in Form eines sogenannten Quantitative Easings.

Die Geldpolitik zu Beginn des neuen Jahrtausends unterscheidet sich damit erheblich von der Vergangenheit. In der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts bestand die Aufgabe der Zentralbanken vor allem darin, bei zu starker Inflation mit Leitzinserhöhungen das Wirtschaftswachstum abzubremsen, um so die Inflation wieder auf ein erträgliches Maß zu drücken. Da die Geldentwertung aber ungefähr ab den 1990er Jahren spürbar immer weiter sank, wurde es möglich, die sprichwörtlichen Zügel der Geldpolitik etwas lockerer zu halten. Im Idealfall – so die Vorstellung von vielen Ökonomen – würden die niedrigen Zinsen helfen, positive Nebenziele zu verfolgen, beispielsweise das Wirtschaftswachstum zu stimulieren. Die Bekämpfung von Arbeitslosigkeit beziehungsweise das Erreichen von „maximaler Beschäftigung“ ist für die US-amerikanische Notenbank, das Federal Reserve System, sogar ein gleichberechtigtes Ziel neben der Wahrung von Preisstabilität. Der Bank of Japan wiederum ermöglichten die dort schon längere Zeit sehr niedrigen Inflationsraten, das Problem der übergroßen Staatsschulden zu kaschieren. Aufgrund der tiefen Zinssätze fallen nämlich die Zinszahlungen auf diese Schulden gering aus, beziehungsweise es handelt sich ohnehin um ein Spiel nach dem Schema „linke Tasche, rechte Tasche“. Die Notenbank ist nämlich der größte Besitzer von Staatsanleihen, und sie überweist die eingenommenen Zinsen als Betriebsgewinn wieder an den Finanzminister zurück. Es handelt sich um eine Staatsfinanzierung mit der Notenpresse. Das Gleiche gilt immer mehr auch für die Eurozone, wo die niedrigen Zinsen neben anderen Maßnahmen helfen, weitere Staatsschuldenkrisen und eine Desintegration des Währungsraums zu verhindern. Die EZB hat sich unter ihrer Präsidentin Christine Lagarde zudem einer „grünen Geldpolitik“ als Maßnahme gegen den Klimawandel verschrieben.

Die Politik des billigen Geldes wurde in den vergangenen Jahrzehnten allerdings nicht gleichmäßig implementiert, sondern stets besonders stark in Krisenzeiten. Dann ergibt sich nämlich regelmäßig ein erhöhtes Bedürfnis zur Stimulierung des Wirtschaftswachstums und zur Bekämpfung von Arbeitslosigkeit. Außerdem fügen sich Leitzinssenkungen und die Bereitstellung von Liquidität in das traditionelle

*Da Inflation aus Sicht der Notenbanken bislang kein Problem war,...*

*...wendeten sie sich verstärkt anderen Zielen zu,...*

*...und öffneten in Krisen ihre Geldschleusen.*

Reaktionsmuster der Notenbanken ein, wonach die Inflationsraten in Rezessionen sinken und deshalb auch die Zinsen abgesenkt werden können.

Die beiden Verhaltensschemata der Notenbanken, nämlich erstens über Jahrzehnte trendmäßig mit den Inflationsraten sinkende Leitzinsen und zweitens eine besonders lockere Politik in Krisen, hatten in der Vergangenheit weitreichende Folgen für die Wertpapiermärkte. Einerseits führten die niedrigeren Zinssätze selbstverständlich zu geringeren Einnahmen im Fall der kurzfristigen verzinslichen Kapitalanlagen wie Festgeldkonten und Sparbüchern. Aber andererseits steigen bei fallenden Renditen spiegelbildlich auch die Kurse von Anleihen mit mehrjähriger Laufzeit und bescheren auf diese Weise eine Gewinnmöglichkeit über die Zahlung der Kupons hinaus. Renten waren deshalb in den letzten Jahren eine passable Geldanlage, zumal die Inflation niedrig war.

Gleichzeitig erhöhen niedrigere Renditen von sicheren Anleihen die Attraktivität der Anlagealternative Aktien. Die Unternehmen profitierten einerseits von der gesunkenen Last ihrer Fremdkapitalkosten, wodurch sich der Jahresgewinn unter sonst gleichen Umständen erhöht. Sie erhielten andererseits bei geringen Zinsen die Möglichkeit, durch eine Erhöhung des Verschuldungsgrades ihre Eigenkapitalrentabilität zu erhöhen. Das Unternehmen wirkt dadurch optisch attraktiver, zumindest solange die Verschuldung nicht zu einem substanziellen Problem wird. Dies kann sich ebenfalls in steigenden Aktienkursen niederschlagen. Und letztlich führen niedrige Zinssätze auch in gängigen Bewertungsmodellen nach dem Prinzip der abdiskontierten Zahlungsströme zu optisch höheren Unternehmenswerten. Sinkende Zinsen sind insofern grundsätzlich positiv für Aktien und Aktienfonds.

Dass die Notenbanken insbesondere in Krisenphasen ihre Politik des billigen Geldes einsetzten, erhöhte die Attraktivität von Aktien zusätzlich. Hierdurch reduzierte sich in diesen Situationen das Risiko dauerhaft niedriger Kurse durch eine Konjunktur- und damit eine Gewinnstabilisierung. Die Notenbanken sorgten gleichsam eines Retters in der Not für eine verbesserte Attraktivität von Aktien und damit mittel- bis langfristig für höhere Kurse. An den Börsen wurde dieser Umstand in Anlehnung an Verkaufsoptionen auf dem Terminmarkt als „Fed-Put“ bezeichnet. Er kam erstmals im Oktober 1987 zum Einsatz, als der damalige Chef der US-Notenbank, Alan Greenspan, die Leitzinsen als Reaktion auf einen Aktienmarktcrash senkte. Von diesem Muster profitierten insbesondere Privathaushalte, die Kapital langfristig anlegen, wenige Kenntnisse von den Märkten haben und im Gegensatz zu Kapitalmarktprofis nicht fortlaufend an ihrer Gewinnentwicklung gemessen werden. Es war bislang nämlich weniger wichtig, wann die Kapitalanlage getätigt wurde, sondern vielmehr, dass überhaupt Kapital am Aktienmarkt angelegt wurde. Selbst diejenigen, die unglücklicherweise an einem Höhepunkt in den typischerweise mehrjährigen Zyklen investierten, konnten darauf spekulieren, dass die alten Estandskurse nach einer Phase des Aussitzens wieder erreicht beziehungsweise übertroffen wurden. In den vergangenen 35 Jahren ist diese Rechnung jedenfalls aufgegangen. Der deutsche Leitindex DAX gewann von Ende 1988 bis Ende 2021 durchschnittlich knapp 8,5 % pro Jahr hinzu. Dies ist ein gemessen an anderen volkswirtschaftlichen Größen weit überdurchschnittlicher Wert. Die Wirtschaftsleistung im wiedervereinigten Deutschland stieg seit 1991 nominal, also in laufenden Preisen, um durchschnittlich lediglich 2,7 % pro Jahr an. Das reale Wirtschaftswachstum betrug nur magere 1,4 % pro Jahr.

*Die lockere Geldpolitik wirkte sich positiv auf die Aktienmärkte aus,...*

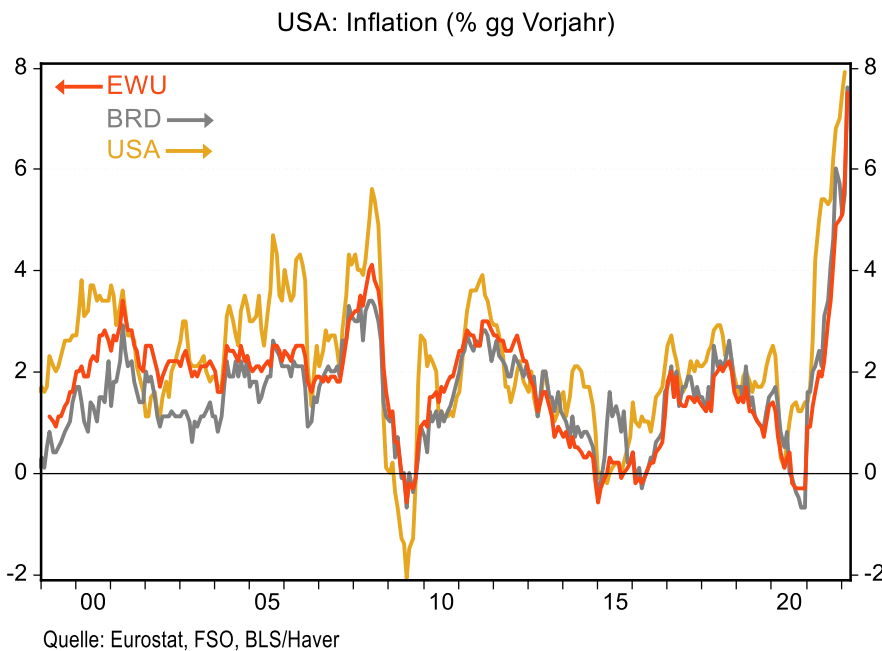
*...denn die Schuldenlast der Unternehmen wurde erträglicher,...*

*...und die Notenbanken stabilisierten die Konjunktur.*

## 2. Die aktuelle Inflationsentwicklung

Die Inflationsrate stieg in den USA im jüngsten Berichtsmonat Februar 2022 auf 7,9 % und damit auf den höchsten Wert seit rund 40 Jahren an. Auch in der Eurozone und in Deutschland kletterte die Teuerung im März mit 7,5 % beziehungsweise 7,6 % gemessen am sogenannten harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) auf mehrjährige Höchststände (siehe Chart unten).

*Inflationsraten auf einem 40-Jahres-Hoch...*



Mehrere Gründe haben zu dieser Entwicklung beigetragen. Inflation entsteht klassischerweise, wenn eine zu hohe Nachfrage auf ein reduziertes Angebot trifft. Die Corona-Pandemie ab Frühjahr 2020 bewirkt beides. Sie führte einerseits zu Produktionskürzungen, wobei damals wie auch heute weniger die direkten Krankheitsfälle in den Betrieben entscheidend sind. Als Problemfeld erweist sich vielmehr ausbleibender Nachschub von wichtigen Vorprodukten, die im Ausland, insbesondere in China hergestellt werden. Aufgrund der dort weiterhin praktizierten Null-Corona-Politik werden selbst bei einzelnen Infektionsfällen Lockdowns über Produktionsanlagen, Häfen und ganze Millionenstädte verhängt. Die Lieferungen können deshalb nicht im gleichen Tempo wie vor der Pandemie abgewickelt werden. Ähnlich wirkt der Ukraine-Krieg seit einigen Wochen, da beispielsweise deutsche Automobilhersteller auf sogenannte Just in time-Lieferungen von billigen Kabelbäumen aus der Ukraine setzten, wo momentan verständlicherweise nur eingeschränkt produziert werden kann. Die Lockdowns während der Corona-Pandemie führten zudem in den westlichen Industriestaaten zu einer Art aufgeschobenem Konsum und einem Zwangssparen, der sich nach den Lockerungen in einem Nachholeffekt entlud, also in einer erhöhten Nachfrage. Dies zeigen vor allem die nach dem Einsatz der Impfstoffe seit Sommer 2021 steigenden Inflationsraten.

*...sind das Ergebnis der Corona-Pandemie und vieler weiterer Faktoren,...*

Das Angebot wurde in verschiedenen Güterkategorien zusätzlich verengt, da die Produzenten angesichts der Ungewissheit über die mittelfristige weitere Entwicklung der Pandemie und der Einschränkungen auf Investitionen in die Kapazitäten verzichteten. Beispielsweise erschöpft sich die Ausbeute einzelner

*...welche in der Natur der Wirtschaft liegen,...*

Erdgasförderstellen innerhalb weniger Monate, so dass fortlaufend neue Bohrlöcher eingerichtet werden müssen. Dies wurde aufgrund der 2020 gesunkenen und auch im Winterhalbjahr 2020/21 schwachen Nachfrage vielfach unterlassen, weshalb die deutschen Erdgasspeicher im jüngsten Winter relativ niedrig gefüllt waren. Teilweise ergab sich in den letzten Monaten auch eine Nachfrageverschiebung. Da Restaurantbesuche und andere Dienstleistungen im Lockdown nicht möglich waren, wurde mehr Unterhaltungselektronik gekauft, was den Bedarf an Computerchips erhöhte und so neben anderen Faktoren zu einem Chipmangel führte.

Die Güternachfrage wurde darüber hinaus durch gut gemeinte und nicht ganz uneigennützig Stimulierungsmaßnahmen vieler Regierungen beflügelt. Wer Geld mit der Gießkanne verteilt, erhofft sich hiervon meistens auch einen Stimmengewinn bei den nächsten Wahlen. Insbesondere US-Präsident Joe Biden verfiel dieser Motivation und ließ im Mai 2021 Schecks in Höhe von 1.400 US-Dollar an alle Bürger verteilen, die weniger als 75.000 US-Dollar im Jahr verdienen. Das Programm hatte ein Volumen im Umfang von rund 400 Mrd. US-Dollar. Zu diesem Zeitpunkt war die Inflationsrate bereits auf 4,2 % in die Höhe geschneit.

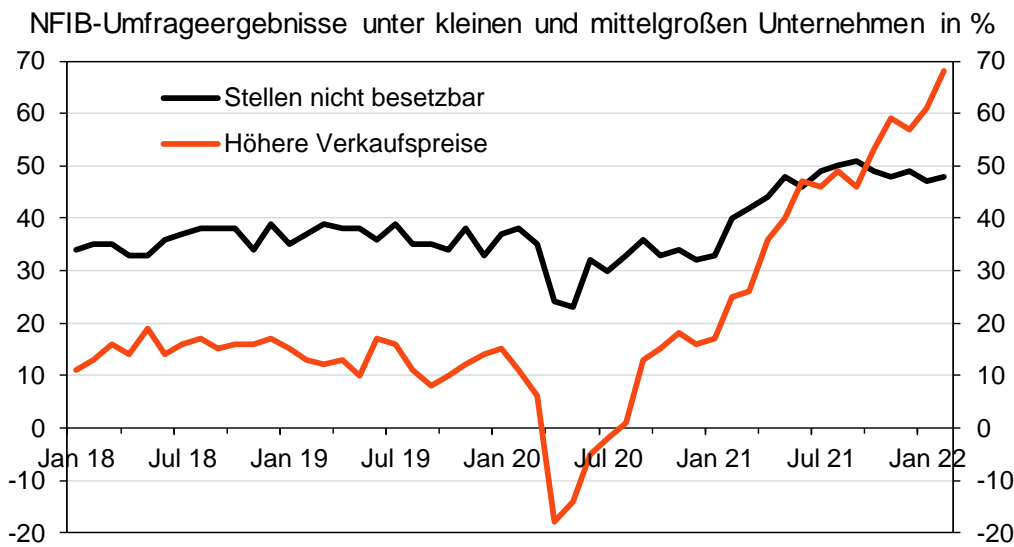
Die Stimuluschecks waren Teil des im März 2021 beschlossenen American Rescue Plan Act, mit dem auch ein zusätzliches Arbeitslosengeld in Höhe von 300 US-Dollar pro Woche bis zum 6. September 2021 verfügt wurde. Joe Biden hatte ursprünglich sogar noch höhere Beträge vorgesehen, wurde jedoch von gemäßigten Abgeordneten seiner eigenen Partei gebremst. Die Maßnahme bewirkte jedenfalls, dass manche Arbeitslose deutlich mehr Geld als bei Aufnahme einer Tätigkeit erhielten, weshalb händeringend nach Personal suchende Arbeitgeber Antrittsprämien und erhöhte Gehälter zahlen mussten. Die Phase mit erhöhter Inflation begann deshalb in den USA bereits mit einer sogenannten Lohn-Preis-Spirale. Die durchschnittlichen Stundenverdienste steigen seit Oktober 2021 mit einer Jahresrate von gut 5 %. Vor dem Hintergrund des in den USA sehr flexiblen Arbeitsmarktes mit kurzen Kündigungsfristen nutzen aktuell viele Menschen die Gelegenheit, auf etwas besser bezahlte Stellen zu wechseln. Der Anteil der freiwilligen Kündigungen von Arbeitnehmerseite erreichte im November und Dezember 2021 mit jeweils 3,0 % der Belegschaft ein Mehrjahreshoch. Besonders betroffen war das Gastgewerbe (6,0 %) und der Einzelhandel (5,0 %). Nach den jüngsten Daten für Januar kühlte sich der Wert auf 2,8 % ab, was jedoch auch an der durch die Omikron-Variante ausgelösten Corona-Welle gelegen haben könnte.

Die höheren Lohnkosten und Preise für Vorprodukte, Frachtraten und Energie werden vom produzierenden Gewerbe derzeit größtenteils an die Kunden direkt weitergegeben. Gemäß einer Konjunkturumfrage der National Federation of Independent Business (NFIB), einer Vereinigung kleiner und mittelgroßer Betriebe, gab ein Rekordanteil von 68 % an, die eigenen Verkaufspreise zu erhöhen. Im vergangenen September lag der Anteil noch bei 46 %, was ebenfalls vergleichsweise hoch war. In den Monaten vor der Corona-Pandemie schwankte der Wert zwischen 8 % und 19 % (siehe Grafik nächste Seite). Gleichzeitig meldeten 48 % der Umfrageteilnehmer, offene Stellen nicht besetzen zu können, was ebenfalls überdurchschnittlich ist. Passend hierzu fiel die Arbeitslosenquote im März auf 3,6 %, womit quasi Vollbeschäftigung herrscht.

*...und von politischen Fehlentscheidungen herrühren,...*

*...welche die Arbeitskosten erhöhen...*

*...und eine Lohn-Preis-Spirale begünstigt haben.*



Quelle: NFIB, eigene Darstellung

In der Eurozone ist eine Lohn-Preis-Spirale noch nicht in Gang gekommen. Doch das Auftreten von Zweitrundeneffekten dürfte nur eine Frage der Zeit sind. Vermutlich werden die Tarifauseinandersetzungen ab der zweiten Jahreshälfte 2022 von Forderungen nach einem Inflationsausgleich geprägt sein. Vor diesem Hintergrund gibt es wenig Hoffnungen für quasi von alleine zurückgehende Inflationsraten. Eine Entspannung der Lieferkettenproblematik durch weniger Lockdowns in Asien könnte zwar zu etwas geringeren Raten beitragen.

*Auch in Europa dürften die Lohnforderungen zunehmen.*

Vieles hängt derzeit aber von den Energie- und Rohstoffpreisen und damit vom Ukraine-Krieg ab, dessen weitere Entwicklung sich kaum prognostizieren lässt. Der russische Einmarsch und die von den westlichen Staaten verhängten Sanktionen sorgten jedenfalls für eine substantielle Verteuerung von Energie. Nordseeöl der Sorte Brent kletterte seit Jahresanfang um rund 25 % beziehungsweise seit Jahresanfang 2021 um 90 %. Der Preis für europäisches Erdgas schwankte in den letzten Wochen heftig. Es ist aktuell rund 60 % teurer als am Jahresanfang beziehungsweise 440 % teurer als Anfang 2021.

*Kriegsbedingt sind die Energiepreise gestiegen,...*

Unabhängig hiervon ist in den kommenden Jahren mit etwas höheren Inflationsraten als im vergangenen Jahrzehnt zu rechnen. Ein Grund hierfür ist der politische Wille, die Energiepreise zu verteuern, um einen „grünen Umbau“ der Wirtschaft über den Markt zu steuern. Zudem sind erneuerbare Energien zumindest nach dem aktuellen Stand der Technik in der Regel noch teurer als die bisherigen Energieträger. Drittens dürfte die Wirtschaft nach den Erfahrungen der Pandemie und dem Ukraine-Krieg möglicherweise eher dazu geneigt sein, wichtige Vorprodukte näher am Ort des Bedarfs und damit teurer zu produzieren und dafür auf Kostenvorteile durch Lohn-, Sozial- und Umweltdumping bei Produktion an entfernten Orten zu verzichten.

*...doch der Preisdruck bleibt hiervon unabhängig hoch.*



### 3. Die Reaktionen der Notenbanken

Die Notenbanken wurden durch den heftigen Inflationsanstieg seit Sommer 2021 sozusagen auf dem falschen Fuß erwischt. In ihrer Vorstellungswelt existierten in den vergangenen Jahren nur die von ihnen als problematisch angesehenen zu niedrigen Inflationsraten. Zweitens vermuteten sie Befürchtungen in der Wirtschaft und bei Privathalten, wonach die Leitzinsen zu schnell und zu stark angehoben werden könnten, weshalb Investitionen unterbleiben würden. Um diesem empfundenen Schwierigkeiten zu begegnen, setzten vor allem die beiden großen Notenbanken, die US-Fed und die EZB, in den letzten Jahren auf eine „Forward Guidance“, also das Versprechen, die Zinsen für sehr lange Zeit unverändert zu belassen oder bei Bedarf sogar weiter abzusenken. Zweitens wurde die Zielsetzung der geldpolitischen Strategie modifiziert. So änderte die US-Fed ihr Inflationsziel im Sommer von 2,0 % auf ein durchschnittliches Inflationsziel von 2,0 %. Dies gibt ihr theoretisch einen größeren Spielraum, um höhere Inflationsraten, die als vorübergehend betrachtet werden, zu ignorieren. Die EZB zog ein paar Monate später mit einer ähnlichen Regelung nach.

*Die Notenbanken haben die Inflationsrisiken verschlafen,...*

Für die aktuelle Lage ist entscheidend, dass diese Überlegungen aus der Niedriginflationszeit gewissermaßen klang- und sanglos beerdigt wurden. Verschiedene Notenbanken aus der zweiten Reihe hoben bereits im vergangenen Jahr kurzentschlossen ihre Leitzinsen an. Zu ihnen gehören beispielsweise die Reserve Bank of New Zealand, die Bank of England und die Zentralbank Norwegens. In den USA verhinderte allerdings Präsident Biden zunächst ein entschlossenes Vorgehen der Notenbank, da er die Nominierung von Jerome Powell für eine zweite Amtszeit monatelang hinauszögerte und mit der Nominierung der für eine extrem lockere Geldpolitik stehenden Lael Brainard liebäugelte. Letztendlich entschied sich Biden dann doch nicht für einen Bruch der Konventionen und gab deshalb Powell mit der Gewissheit einer zweiten Amtszeit die Möglichkeit, eine restriktivere Geldpolitik zu implementieren. Im November 2021 beschloss der Offenmarktausschuss der Notenbank eine beschleunigte Reduzierung der bisherigen Anleihekäufe („Tapering“), die vergangenen März komplett eingestellt wurden.

*...aber zumindest in den USA sind die Verantwortlichen aufgewacht,...*

Zweitens rückte er den Beginn von Leitzinserhöhungen auf der Zeitachse immer stärker nach vorne. Während noch im Herbst 2021 mit der ersten Erhöhung nach einem deutlichen zeitlichen Abstand zu dem Ende der Anleihekäufe gerechnet wurde, fanden diese faktisch gleichzeitig statt. Auf der jüngsten Sitzung am 16. März wurde das Zielband für den Geldmarktsatz um 25 Basispunkte auf 0,25 % bis 0,50 % angehoben. Ein dritter Aspekt betrifft die Anzahl der Leitzinsanhebungen und deren Umfang. Um den Jahreswechsel 2021/22 galten für den Jahresverlauf 2022 insgesamt drei bis vier Erhöhungen um jeweils 25 Basispunkte als wahrscheinlichstes Szenario. Kurze Zeit später wurde in „Extremszenarien“ sogar sechs bis sieben solche Anhebungen für möglich gehalten. Heute gelten sechs weitere Zinsschritte auf jeder der noch anstehenden Sitzungen bis zum Jahresende als wahrscheinlich. Darüber hinaus preist der Markt mittlerweile mindestens zwei Erhöhungen um jeweils 50 Basispunkte und damit einen Zins am Jahresende in Höhe von ungefähr 2,5 % ein.

*...und sind nun sehr aktiv...*

Viertens rückt ein Bilanzabbau der Notenbank immer näher. Er wird als Gegenstück zu den als Anleihekäufen bekannten Quantitative Easing („QE“) auch als Quantitative Tightening („QT“) bezeichnet. Ursprünglich sollte er allmählich

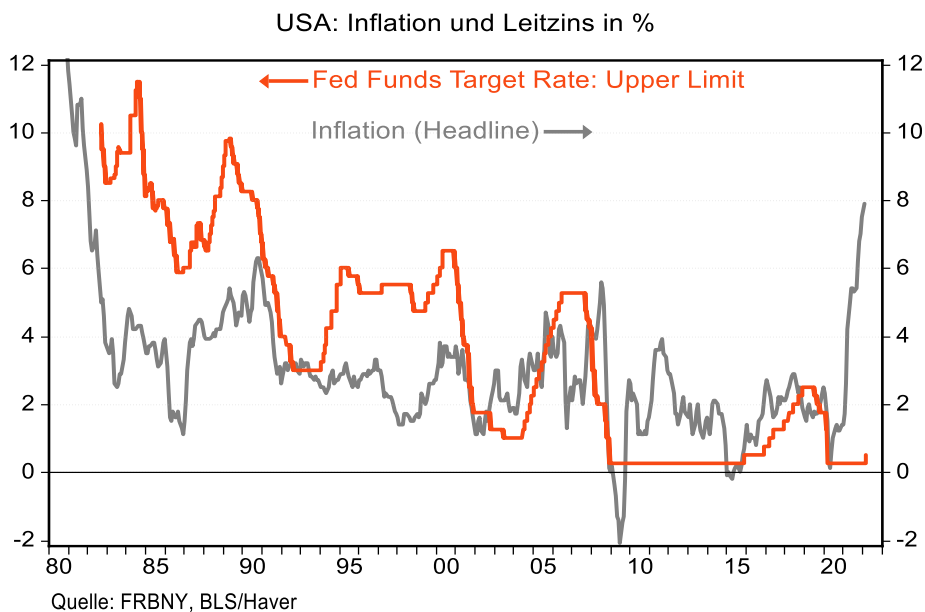
*...und planen einen Bilanzabbau.*

erfolgen, und als Startzeitpunkt wurde noch vor wenigen Wochen das 3. Quartal 2022 angenommen. Auf der jüngsten Notenbanksitzung im März bereitete Powell die Märkte jedoch auf eine Entscheidung im Mai vor, und jüngst befürwortete selbst die als sehr „taubenhaft“ geltende Lael Brainard einen „schnellen Bilanzabbau“ ab kommenden Monat.

Sowohl der Umfang des Bilanzabbaus wie auch der Umfang der Leitzinserhöhungen über das Jahr 2022 hinaus sind aktuell noch unklar. Immerhin wurde für den Bilanzabbau gemäß dem Sitzungsprotokoll der jüngsten Notenbanksitzung der Betrag von 95 Mrd. US-Dollar pro Monat diskutiert. Als sicher kann jedoch angesehen werden, dass die US-Fed momentan wirklich entschlossen ist, die Inflationsentwicklung wieder unter Kontrolle zu bringen und deshalb lieber etwas aggressiver vorgeht als zu nachlässig. Notenbankchef Powell geht sogar so weit, die Inkaufnahme einer Rezession zumindest verbal in den Raum zu stellen. Die zuletzt auf das Vor-Corona-Tief von 3,6 % gefallene Arbeitslosenquote und die anhaltende Arbeitskräfteknappheit gibt ihm hierfür Spielraum. Sollte sich in der zweiten Jahreshälfte eine Abkühlung der Teuerung ergeben, die beispielsweise durch einen Friedensschluss zwischen der Ukraine und Russland und in der Folge durch stark sinkende Rohstoffpreise ausgelöst werden könnte, dann dürfte die Notenbank vermutlich weniger restriktiv vorgehen. Momentan nimmt die US-Fed jedoch eine geldpolitische Vollbremsung vor, der deutlich über das Maß vergangener Zinserhöhungszyklen hinausgeht. Im Zyklus von Ende 2015 bis Anfang 2019 erfolgten die Entscheidungen über Zinserhöhungen nur auf jeder zweiten Notenbanksitzung, und im Sommer 2017 fand eine halbjährige Pause statt und nach dem ersten Zinsschritt im Dezember 2015 sogar eine einjährige Pause. Deutlich schneller erfolgte die Entwicklung im Zyklus von Sommer 2004 bis Herbst 2006 mit Entscheidungen auf jeder der typischerweise acht Sitzungen pro Jahr, wobei hier „nur“ Zinsschritte über 25 Basispunkte erfolgten.

*Der Umfang des Bilanzabbaus ist noch unklar,...*

*...aber am Markt werden bereits „große Zinsschritte“ eingepreist.*



Werden übrigens die geldpolitischen Reaktionsmuster der schon etwas weiter zurückliegenden Vergangenheit zum Maßstab genommen, dann müsste der Leitzins Stand heute übrigens bis mindestens auf einen hohen einstelligen Prozentwert angehoben werden, denn erst wenn der Zins über der Inflationsrate

*Theoretisch wäre aktuell ein Leitzins bei 10 % vorstellbar.*



liegt, sind die Realzinsen positiv und wirken bremsend auf die Wirtschaft und damit inflationseindämmend. Ein Leitzins in der Größenordnung von 10 % wäre demnach nicht vollkommen abwegig, wobei der weitere Kurs der US-Fed wie bereits angedeutet von der Entwicklung der Inflationsrate in den kommenden Monaten abhängen wird.

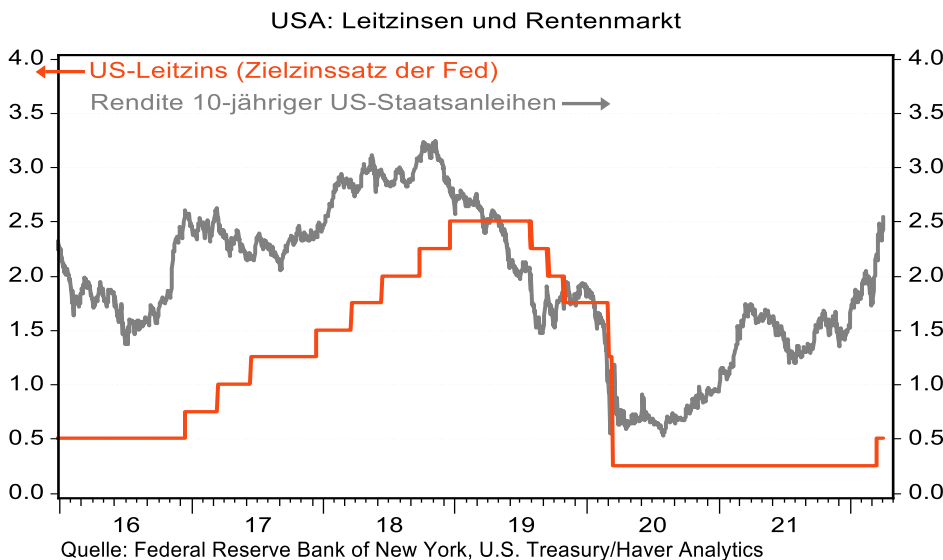
Andere Notenbanken aus Währungsräumen mit enger wirtschaftlicher Verbindung zu den USA, beispielsweise Kanada oder auch Saudi-Arabien, dürften die Leitzinserhöhungen der US-Fed nachvollziehen. Für das Euro-Währungsgebiet sieht es etwas anders aus. Zwar wäre auch hierzulande mindestens eine Normalisierung der Geldpolitik und damit eine Abkehr von der Null- und Negativzinspolitik dringend notwendig. Aber die EZB dürfte zumindest kurzfristig die finanzielle Unterstützung der Staatshaushalte in den hoch verschuldeten Ländern und die Vermeidung einer neuen Währungskrise stärker gewichten als ihre offizielle Aufgabe, nämlich der Wahrung von Preisstabilität. Eine leichte Anhebung des aktuell bei minus 0,5 % festgesetzten Einlagensatzes gegen Jahresende erscheint realistisch. Ob der Zins aber sogar auf 0,0 % angehoben wird, was praktisch eine Erhöhung des derzeit bei 0,0 % stehenden Hauptrefinanzierungssatzes implizieren würde, hängt vom weiteren Verlauf des Ukraine-Krieges und seiner wirtschaftlichen Folgen ab. Das Gleiche gilt für eine Einstellung der Anleihekäufe. Eine substanzielle Bilanzreduktion ist aus Sicht der EZB zudem ein Tabu, da hiermit die Gefahr einer neuen Staatsschuldenkrise in der südlichen Eurozone erheblich zunähme. Insofern nehmen die Unterschiede zwischen dem US-Dollar-Währungsraum und der Eurozone in den kommenden Monaten voraussichtlich erheblich zu.

*Die Notenbanken des „Dollar-Blocks“ dürften nachziehen, während die EZB zögert.*

#### 4. Einfluss auf Rentenmärkte und Zinsstruktur

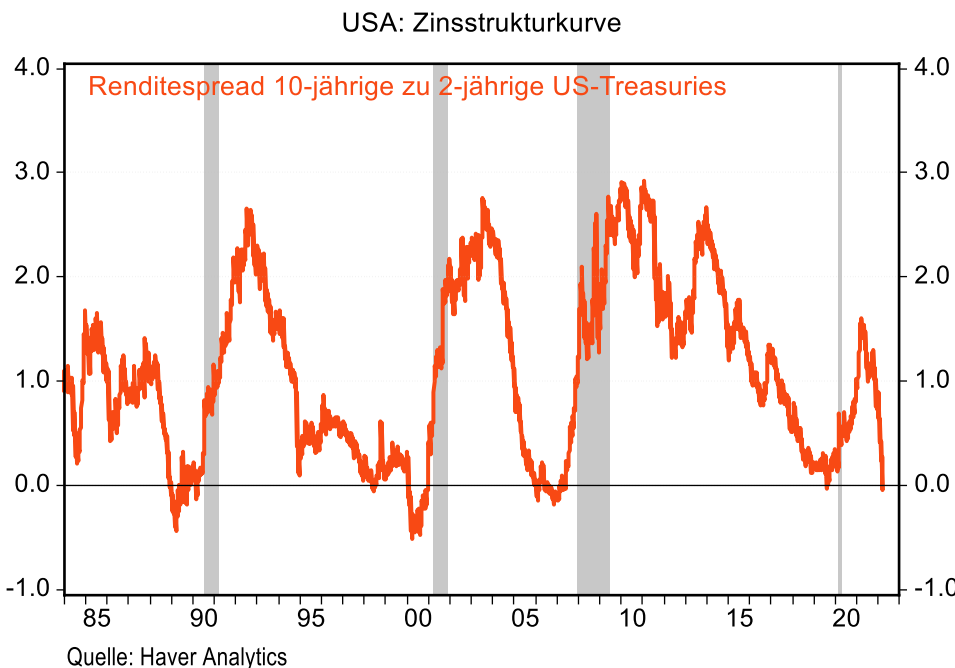
Die wieder restriktivere Geldpolitik in den USA sorgte in den vergangenen Monaten für erhebliche Verwerfungen auf dem Rentenmarkt. Dort fanden die stärksten Kurseinbrüche und spiegelbildlich die größten Renditesteigerungen seit dem Jahr 1994 statt. Beispielsweise kletterte die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von 1,51 % zum Jahreswechsel 2021/22 bis auf mehr als 2,65 % Anfang April.

*Die Renditen stiegen zuletzt deutlich an.*



Deutlich stärker legte die Rendite von Staatsanleihen mit 2-jähriger Restlaufzeit zu. Sie kletterte von 0,73 % zum Jahreswechsel auf Werte von knapp 2,60 %. Erwähnenswert ist, dass sie Anfang April kurzzeitig sogar über den Wert der 10-jährigen Rendite stieg, eine grundsätzlich eher seltene Konstellation. Am Markt wird in diesem Fall von einer inversen Zinsstrukturkurve gesprochen, wobei jener Ausdruck regelmäßig leidenschaftliche Debatten provoziert, wie nachhaltig die Inversion sein muss und welche Fristen konkret miteinander verglichen werden sollten. Unabhängig von diesen Fragen gilt eine inverse Zinsstruktur, wie sie durch den Renditeunterschied zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Papieren dargestellt werden kann, als Vorbote einer Rezession in den USA. In den vergangenen vier Jahrzehnten traf diese Daumenregel, die keinen Anspruch auf wissenschaftliche Genauigkeit erhebt, jedenfalls sehr treffsicher zu. In der nachfolgenden Grafik ist der genannte Renditeunterschied seit Mitte der 1980er Jahre dargestellt, wobei Werte unterhalb der Null-Prozent-Marke für eine Inversion stehen und die grauen Balken in der Grafik die Rezessionszeiten gemäß Definition des National Bureau of Economic Research.

*Anfang April zeigte sich ansatzweise eine Invertierung der Zinsstruktur.*



Die jüngste Inversion der Zinsstruktur in den USA muss nicht unbedingt eine Rezession in der nahen Zukunft nach sich ziehen, doch hat die Wahrscheinlichkeit hierfür durch den Willen der Notenbank erheblich zugenommen, das Wirtschaftswachstum abzubremesen. Eine dagegen nur leichte Abkühlung der Konjunktur wird oftmals als „Soft Landing“ bezeichnet. In elf vergleichbaren Situationen seit 1965 kam es in drei Fällen zu dieser grundsätzlich vorteilhaften Entwicklung, zuletzt im Jahr 1994. Die Wahrscheinlichkeit für ein Soft Landing sinkt jedoch mit der Schnelligkeit und der Intensität des geldpolitischen Bremsmanövers.

*Die Wahrscheinlichkeit für ein „Soft Landing“ sinkt.*

Für die Eurozone haben diese Betrachtungen übrigens nur eine eingeschränkte Bedeutung. Da die EZB nach aktuellem Stand nur zu kosmetischen Änderungen wie einer Erhöhung des Einlagensatzes um 25 Basispunkte gegen Jahresende bereit ist, dürfte ein Ausbremsen der Konjunktur durch eine Verknappung und Verteuerung von Krediten zumindest nach aktuellem Stand unwahrscheinlich

*Für Europa ist vor allem der Ukraine-Konflikt entscheidend.*

sein. Im Gegensatz zu den USA leidet die europäische Wirtschaft allerdings viel stärker durch die Friktionen des russisch-ukrainischen Krieges, und außerdem ist das Risikopotenzial für eine Energiekrise deutlich höher.

Die Entwicklung der langfristigen Renditen am US-Staatsanleihenmarkt wird zwar von der Leitzinshöhe grundsätzlich beeinflusst. Sie hängt jedoch vor allem von den langfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum und der Inflation ab, die sich weniger schnell ändern, weshalb die Renditen bei Leitzinserhöhungen nur unterproportional ansteigen. Dennoch besteht auch für 10-jährige Treasuries in den kommenden Quartalen das Potenzial eines weiteren Renditeanstiegs. Vermutlich wird sich die zügige Aufwärtsbewegung der letzten Wochen in den Sommermonaten nicht mit dem gleichen Tempo fortsetzen, doch gegen Ende des Jahres könnte sich die Rendite von Papieren mit 10-jähriger Restlaufzeit im Bereich von rund 3,0 % etablieren, und Werte im Bereich von 3,5 % im Jahr 2023 erscheinen durchaus realistisch.

*Der Renditetrend dürfte sich fortsetzen.*

## 5. Einfluss auf den Aktienmarkt

Der kurzfristig wichtigste Einfluss der geldpolitischen Vollbremsung in den USA auf den Aktienmarkt besteht in der eingangs vorgestellten Änderung der Reaktion auf Krisen: Der Krieg in der Ukraine sorgte zwar ähnlich wie die aufkeimende Corona-Pandemie im Frühjahr 2020 für erhöhte Konjunkturrisiken und sinkende Aktienkurse. Aber im Gegensatz zur Situation vor zwei Jahren können die Notenbanken nicht mit Zinssenkungen und einer Ausweitung der bereitgestellten Liquidität reagieren. Insbesondere die US-Notenbank plant wie oben ausgeführt das exakte Gegenteil. Deshalb sind die Voraussetzungen für eine ähnlich fulminante Erholung der Aktienmärkte wie vor zwei Jahren zumindest aus dieser Perspektive aktuell nicht gegeben. Selbstverständlich hätte ein weitreichender Friedensschluss zwischen den beiden Kriegsparteien und eine Aufhebung der Sanktionen gegen Russland durchaus das Potenzial für einen erheblichen Anstieg der Aktienkurse. Doch dies wäre eine von der Geldpolitik unabhängige Entwicklung, denn der Inflationsdruck war in der westlichen Welt auch schon vor dem Krieg sehr hoch.

*Im Gegensatz zur Corona-Pandemie fehlt aktuell das billige Geld.*

Abgesehen hiervon sind für die grundsätzliche Bewegung der Aktienkurse zwei weitere Einflüsse der Geldpolitik entscheidend, erstens die Gewinnentwicklung der Unternehmen und zweitens die sogenannte Bewertung der Aktie gemessen an üblichen Maßstäben wie dem Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV).

*Aktienkurse werden von Gewinnentwicklung und Bewertungsänderungen getrieben.*

Bei steigenden Zinsen dürften sich bei den meisten Unternehmen je nach Finanzierungsstruktur über kurze oder längere Zeit die Fremdkapitalkosten erhöhen und auf diesem Weg unter sonst gleichen Umständen die Gewinnentwicklung schmälern. Gleichzeitig dürfte aber die von der Notenbank beabsichtigte Abkühlung der Konjunktur die Umstände nicht unverändert lassen, sondern in vielen Branchen zu einer Beeinträchtigung der Gewinnperspektiven führen. Und da Aktienkurse im Wesentlichen von der erwarteten Gewinnentwicklung abhängen, würde eine fortgesetzte Straffung der Geldpolitik grundsätzlich Gegenwind für die Aktienkurse bedeuten. Die Auswirkungen sind je nach Branche vermutlich aber unterschiedlich. Während Aktien aus besonders konjunktursensiblen Branchen stärker gefährdet sind, könnten solche mit relativ

*Negativer Einfluss auf die Unternehmensgewinne befürchtet,...*

stabiler Gewinnentwicklung über den Konjunkturzyklus sogar von Umschichtungen der Investoren profitieren.

Zweitens können die Kurse steigen oder fallen, wenn sich allein die Gewinnerwartungen ändern, selbst wenn die tatsächlich ausgewiesenen Unternehmensgewinne unverändert bleiben. Dies ist an den Börsen regelmäßig der Fall, und er drückt sich in steigenden oder fallenden KGVs sowie anderen Bewertungskennzahlen der Aktien aus. Das aktuelle Umfeld kann insofern als besonders herausfordernd betrachtet werden, da sich die Bewertungen insbesondere in den USA im Jahr 2021 im Bereich mehrjährige Höchststände bewegten. Die Kursrückgänge seit Jahresanfang 2022 haben zwar zu einem Bewertungsabbau geführt, aber mit einem KGV von mehr als 23 bewegt sich der S&P 500-Index immer noch oberhalb des langjährigen Durchschnittes, der ungefähr bei 16,7 liegt. Der Auswahlindex NASDAQ 100 kommt aktuell sogar auf ein KGV von über 32. Sollte sich die Konjunktur nachhaltig eintrüben, dann wäre wie beschrieben grundsätzlich mit einer stagnierenden bis rückläufigen Gewinnentwicklung zu rechnen, welche die KGVs rechnerisch erhöht, während der Markt den Aktien typischerweise nur noch geringere KGVs zubilligt. In der Folge kämen die Kurse damit sozusagen von zwei Seiten gleichzeitig unter Druck. Hierbei ist zu ergänzen, dass Aktien als Anlageklasse auch an relativer Attraktivität gegenüber Renten verloren haben. Die durchschnittliche Dividendenrendite des S&P 500 war insbesondere im Nachgang der Corona-Krise monatelang höher als die Rendite von Staatsanleihen mit längerer Laufzeit. Aktuell beläuft sie sich mit nur noch knapp 1,4 % aber nur noch etwas über der Hälfte von 10-jährigen Treasuries.

*...sowie auf die Bewertungen der Aktien.*

*Die Dividendenrenditen liegen deutlich unter den Anleiherenditen.*

## 6. Ähnliche Situationen in der Vergangenheit

Einschränkend zu den obigen Ausführungen muss festgehalten werden, dass das negative Szenario einer denkbaren US-Rezession durch höhere Leitzinsen nicht unmittelbar droht: Erstens ist der Realzins in den USA angesichts der sehr hohen Inflation und der zwar gestiegenen, aber absolut gesehen immer noch niedrigen Renditen weiterhin stark negativ. Hierdurch wird die US-Wirtschaft weiter stimuliert, und nichts spricht gegen die Annahme, dass ein großer Teil der Unternehmen bis auf weiteres die Gewinne sogar erhöhen kann. Zweitens folgte in der Vergangenheit bei einer Inversion der Zinsstrukturkurve nicht unmittelbar eine Rezession, sondern erst nach geraumer Zeit. Wie sind also die Perspektiven und der zeitliche Ablauf möglicher Ereignisse zu bewerten?

*Invertierung der Zinsstruktur bedeutet keine sofortige Rezession,...*

Als die Zinsstrukturkurve gemessen an der Renditedifferenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen US-Staatspapieren zum letzten Mal im August 2019 invers war, dauerte es anschließend sechs Monate, bis die US-Konjunktur im Februar 2020 in die Rezession glitt. Dies kann allerdings als Sonderfall betrachtet werden, da das Auftauchen des Virus ein sogenanntes exogenes Ereignis war. Es trat also vollkommen unabhängig vom Stand der Konjunktur und damit aus volkswirtschaftlicher Sicht quasi zufällig auf.

*...sondern diese folgte 2019 mit einem Abstand von sechs Monaten,...*

Gemäß dem National Bureau of Economic Research begann die landläufig mit der „Lehman-Pleite“ im September 2008 in Verbindung gebrachte Rezession bereits im Dezember 2007. Die Zinsstruktur wurde davor erstmal im Januar 2006 invers, so dass sich hier ein sehr viel längerer Abstand von 23 Monaten ergab.

*...und früher sogar mit noch längeren Abständen.*

Bei der im März 2001 begonnenen Rezession ist die Lage nicht vollkommen eindeutig. Grundsätzlich wurde die Zinsstruktur im Februar 2000 erstmals nachhaltig invers, was einer Zeitdauer bis zur Rezession von 13 Monaten entspricht. Allerdings war bereits im Juni 1998 eine nur sehr kurzfristige Invertierung zu beobachten (siehe Grafik auf Seite 10), bei deren Berücksichtigung sich eine sehr lange Dauer bis zur Rezession von 33 Monaten ergäbe. Dem vierten Rezessionsbeginn innerhalb der letzten 40 Jahre im Juli 1990 ging eine Invertierung im Dezember 1988 voraus. Dies entspricht einer Frist von 19 Monaten.

*Die Zeitabstände variierten,...*

Selbst wenn im Fall der sogenannten Dot-Com-Krise am Anfang des Jahrtausends der kürzere Zeitraum gewählt wird, beträgt die Zeitdauer von einer Invertierung bis zum Rezessionsbeginn im arithmetischen Mittel 15 Monate. Hieraus würde sich im aktuellen Fall der Juli 2023 ergeben, wobei die Bandbreite der vergangenen Ergebnisse die Ungenauigkeit dieser groben Berechnung unterstreicht.

*...und betrug im Mittel 15 Monate.*

Auch die Gegenüberstellung des jeweiligen Beginns eines vergangenen Leitzinserhöhungszyklus und dem Ende des Aufwärtstrendes am US-Aktienmarkt ergibt nur näherungsweise Anhaltspunkte. Grundsätzlich ist festzuhalten, dass sich die Aktienkurse in den Monaten vor und nach der ersten Leitzinserhöhung in der Regel eher volatil präsentierten. Dies ist leicht mit dem grundsätzlich negativen Einfluss einer solchen Entwicklung auf die Stimmung am Markt zu erklären. Typischerweise setzte sich die Aufwärtsbewegung der Kurse danach jedoch fort.

*Die Aktienmärkte reagieren grundsätzlich verschnupft auf erste Leitzinserhöhungen,...*

Als die US-Notenbank zuletzt im Dezember 2015 erstmals wieder ihren Leitzins an hob, erreichten die Aktienmärkte erst im Januar 2018 ihren Höhepunkt. Im Zyklus davor dauerte es von Juni 2004 bis Juli 2007. Eher kurzfristig war die Dauer nach der ersten Zinserhöhung im Juni 1999, denn die Märkte erreichten im März 2000 ihre Spitze. Für die Zeit vor den 1990er Jahren sind solche Aussagen deshalb schwieriger zu treffen, da es nur wenig stark ausgeprägte Zinserhöhungszyklen gab und die Notenbanken relativ kurzfristig auf Schwankungen der konjunkturellen Rahmendaten mit Leitzinserhöhungen und Absenkungen reagierten. Die sich weit in die Vergangenheit erstreckenden Auswertungen von manchen Banken ignorieren meist den Umstand, dass die Definition eines Erhöhungszyklus mindestens diskussionswürdig wäre.

*...aber entwickelten sich danach oftmals sehr positiv,...*

Mit Blick auf das von besonders starken Leitzinserhöhungen geprägte Jahr 1994, welches insofern dem Jahr 2022 nicht unähnlich ist, sei noch angemerkt, dass der S&P 500 damals von seinem Hoch rund 9 % abgab und das Jahr mit einem leichten Verlust abschloss. Allerdings begann in der Folgezeit eine der besten Phasen für Aktieninvestments überhaupt, die lediglich kurz durch die sogenannte Emerging Markets-Krise und die LTCM-Krise 1997 beziehungsweise 1998 bis März 2000 andauerte.

*...wie beispielsweise in den 1990er Jahren.*



## 7. Fazit

Das geldpolitische Bremsmanöver der US-Notenbank sollte mit seinen Folgewirkungen für Konjunktur sowie die Renten- und Aktienmärkte keinesfalls unterschätzt werden. Es hat das Potenzial, die Kurse in den kommenden Monaten weiterhin nachhaltig zu bewegen, selbst wenn der Ukraine-Krieg, der die Kurs- und Konjunkturentwicklung derzeit etwas überlagert, bald beendet werden sollte. Dies bedeutet wie ausgeführt nicht, dass Engagements auf diesen Märkten zwangsläufig zu Verlusten führen. Vielmehr ergeben sich auch Gewinnchancen, auf dem Aktienmarkt beispielsweise bei Branchen mit antizyklischer oder stabiler Gewinnentwicklung. Hinsichtlich des mutmaßlichen Eintritts einer Konjunkturabschwächung in den USA oder einer in der Summe rückläufigen Entwicklung der Aktienkurse zeigt der Abgleich mit der Vergangenheit, dass weite Bandbreiten von einigen Monaten bis hin zu mehreren Jahren möglich sind. Angesichts der großen Entschlossenheit der US-Notenbank für ein rasches Vorgehen im aktuellen Zinserhöhungszyklus würden wir die Wahrscheinlichkeit für eine eher kürzere Zeitdauer bis zum Eintritt entsprechender Folgewirkungen als größer einschätzen. Sollte sich die Inflation in den kommenden Monaten jedoch abkühlen, dann hätte die US-Fed die Möglichkeit, ihr geldpolitisches Bremsmanöver wieder zu entschleunigen, was an den Kapitalmärkten voraussichtlich mit Erleichterung aufgenommen werden würde. Zu den potenziellen Auslösern für diese Entwicklung gehören ein Ende des Krieges in der Ukraine, der von der Aufhebung der wichtigsten Sanktionen gegen Russland und deshalb mit nachhaltig niedrigeren Rohstoffpreisen begleitet wäre. Zweitens würde auch eine Abmilderung der Lieferkettenproblematik im Außenhandel mit China die Teuerungsraten etwas abkühlen lassen, wozu beispielsweise eine Abkehr der Volksrepublik von der Null-Corona-Politik beitragen könnte.

*Es gilt das Sprichwort,  
„Never fight the Fed“!*

*Entscheidend ist die  
Inflationsentwicklung  
der kommenden Mo-  
nate.*