

KW 38 / 2023

Börsen-Monitor

Die Märkte im Rückblick

Die Selbstüberschätzung der US-Notenbanker

Als die amerikanische Zentralbank Fed am Mittwochabend ihre Zinsentscheidung bekanntgab, war dies der Startschuss für eine an den Aktienmärkten einsetzende Korrekturwelle. Eine Bilderbuchreaktion, da vor allem die zinssensitiven Wachstumswerte über die mechanische Sicht „steigende Zinsen = sinkender Gegenwartswert zukünftiger Gewinne = langsam wachsende, niedrig bewertete Old Economy schlägt Wachstumschampions mit hohen Gewinnen in ferner Zukunft“ unter Druck kamen.

Dabei war es nicht einmal die höhere Wahrscheinlichkeit eines weiteren (kleinen) Zinsschrittes oder die erneute Bestätigung, dass wir vor einer längeren Periode (stabil) höherer Zinsen stehen. Aus dem Statement von Fed-Präsident Powell und den Kommentaren einiger Entscheidungsträger wurde vielmehr herausgelesen, dass die Zinssätze nicht so stark und so schnell fallen dürften, wie es der Markt zuvor annahm.

Auf den ersten Blick mag dieses Signal nicht so wichtig erscheinen. Es zeigt aber, dass die Fed davon ausgeht, dass der „neutrale Zins“, also jenen Zinssatz, der Inflation und Arbeitslosigkeit auf die lange Sicht stabil hält, gestiegen ist. Dieses Zinsniveau, das aus der Reaktion der Wirtschaft auf verschiedene Zinsniveaus abgeleitet werden kann, ändert sich nur sehr träge, da es von Faktoren wie Verschuldungsniveaus, langfristigen Inflations- und Wachstumserwartungen, demografischen Entwicklungen oder der globalen Kapitalnachfrage beeinflusst wird. Für alle Wirtschaftssubjekte, deren langfristige Pläne stark von Zinsen abhängen (z.B. Unternehmensinvestitionen, langfristige Investitionen von Anlegern, dauerhafte Konsumgüterkäufe von Haushalten), ist dieses neutrale Niveau sehr bedeutend, weil sich langfristige geldpolitische Ziele daran orientieren. Laut Berechnungen der Fed lag es vor der Corona-Pandemie bspw. bei 2,5 Prozent, in realen Zahlen bei 0,5 Prozent. Über ein Viertel der Fed-Entscheider geht inzwischen davon aus, dass der neutrale Zins eher bei mehr als 3% liegt – vor neun Monaten war es gerade mal jeder Zehnte, der diese Schätzung abgab. Müssen wir uns jetzt zudem auf Inflationsraten einstellen, die nicht mehr auf die alten Pre-Corona-Niveaus zurückfallen, sondern vielleicht zwischen 3-4% liegen werden, dürfte der neutrale Zins weiter aufwärts rücken – mit bedeutsamen Folgen für das angepeilte langfristige Leitzinsniveau.

Der Internationale Währungsfonds hat in einer Studie darauf hingewiesen, dass die erfolgreiche Bewältigung von großen Inflationsschocks in der Vergangenheit eine durchschnittlich dreijährige Periode strenger Geldpolitik erforderte. Bei mehr als 100 globalen Inflationsschocks, so die Auswertung, war das Scheitern auf eine zu schnelle Lockerung der Geldpolitik bei nachlassender Inflation zu beobachten. Mit der Ankündigung langfristig höherer Zinsen sichert sich die Fed also gegen dieses Problem ab. Zu dieser Sorge eines „für immer“ höheren Leitzinsniveaus kommt die Beobachtung, dass sich der im Frühjahr noch recht emanzipierte, widerborstige Anleger nun in Reih und Glied der US-Notenbanker gefügt hat. Vor einigen Monaten erwarteten die Investoren noch spürbare US-Zinssenkungen zum Jahresende. Inzwischen sind diese komplett aus den Überlegungen der Investoren gestrichen worden. Das Vertrauen auf die Fähigkeiten der Fed, die wohl sanfteste Landung der US-Wirtschaft in den letzten 50 Jahren hinzubekommen, scheint auf Rekordhoch.

Dazu, und das ist eine weitere Neuigkeit, die sich aus den individuellen Zinsprognosen der 18 Entscheider des Offenmarktausschusses (Dot-Plot) ableiten lässt, plant das Entscheidungsgremium, auf diese längere Phase höherer Zinsen den wohl langsamsten Zinssenkungszyklus in ihrer Geschichte zu starten. Über einen Zeitraum von vier Jahren sollen die US-Leitzinsen schrittweise gesenkt werden.

Angesichts einer langen Historie des Scheiterns muten beide Prognosen eines „perfekten Szenarios“ wie Selbstüberschätzung der Fed an. In den letzten 60 Jahren hat es die Fed nur einmal, im Jahr 1995, geschafft, ein Soft-Landing hinzubekommen – und das war nach Aussage von Alan Blinder, stellvertretender Fed-Präsident in dieser Zeit, wesentlich dem Faktor „Glück“ geschuldet.

Jetzt setzen die US-Geldhüter noch einen drauf, denn eine so lang dauernde Periode von Trippel-Zinssenkungen hat es in der Geschichte noch nie gegeben. Im Gegenteil: Fast jeder Zinszyklus endete mit schnellen, heftigen Zinssenkungen. 1995 agierte die Fed grundlegend anders: Als klar wurde, dass sie womöglich zu aggressiv gehandelt hatten, das Wachstum ins Stocken geriet und die globale Wirtschaftsschwäche den Preisdruck einzudämmen begann, ging sie beherzt zu Zinssenkungen über, die sie aber schon nach sechs Monaten wieder beendete. Dem einzigen Soft-Landing der jüngeren US-Geschichte lag also ein „Mini-Zinszyklus“ in Höhe und Dauer und eine zudem mit 2% niedrigere Inflation zugrunde.

Ein Gutes hat die hinsichtlich der Trag- bzw. Leidensfähigkeit der Wirtschaft für höhere Zinsen optimistische Sicht der Fed jedoch: Die Verluste, die Wachstumsaktien mit der Neubewertung und dem (blinden) Glauben der Anleger an das Steuerungsgeschick der Fed in den letzten Tagen einstecken mussten, dürften sich bei einer absehbaren Obsoleszenz der Notenbankerwartungen als temporär herausstellen und einen attraktiven Einstiegszeitpunkt generieren.



Adrian Roestel

Leiter Portfoliomanagement