

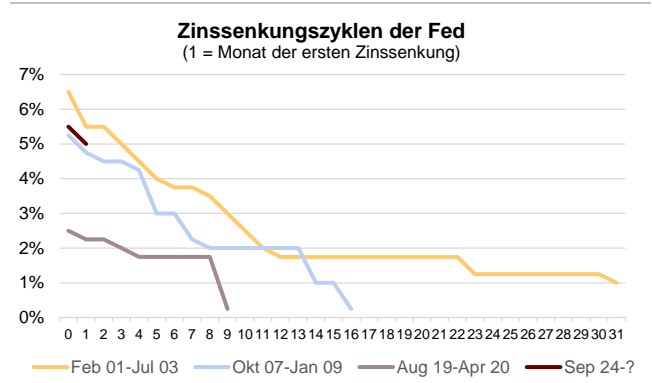
WIE LANGE UND WIE STARK WERDEN DIE LEITZINSEN GESENKT?

Nach langem Zögern hat die US-Notenbank in dieser Woche den geldpolitischen Kurswechsel vollzogen und die Leitzinsen um 50 Basispunkte gesenkt. Die Höhe des ersten Zinsschritts war bis zuletzt umstritten. Für die Finanzmärkte spielt jedoch weniger die Größe einzelner Zinsschritte eine Rolle als vielmehr die Dauer und das Ausmaß des gesamten Zinssenkungszyklus. Derzeit preisen die Märkte einen relativ kurzen Zyklus ein, der die Leitzinsen wieder auf ein neutrales Niveau zurückführt. Historisch betrachtet waren Zinssenkungszyklen jedoch oft länger und endeten in der Regel deutlich unterhalb des neutralen Zinsniveaus. Das spricht dafür, dass die mittelfristigen Leitzinserwartungen noch weiter nach unten korrigiert werden.

Mit der ersten Leitzinssenkung seit über fünf Jahren hat nun auch die US-Notenbank eine geldpolitische Kehrtwende vollzogen. Eine Zinssenkung war bereits im Spätsommer avisiert worden, lediglich die Höhe des Zinsschritts war bis zuletzt umstritten. Am Ende war es eine Senkung um 50 Basispunkte. Für die Kapitalmärkte ist jedoch weniger die Höhe der einzelnen Zinsschritte relevant, sondern vor allem, wie lange der Zinssenkungszyklus gehen wird und wie stark die Leitzinsen in diesem Zeitraum insgesamt gesenkt werden.

In den letzten 25 Jahren gab es in den USA drei Zinssenkungszyklen. Der letzte dauerte nur neun Monate und führte zu Zinssenkungen um insgesamt 225 Basispunkte. Die beiden anderen Zyklen waren mit 16 bzw. 31 Monaten wesentlich länger und führten zu Zinssenkungen um 500 bzw. 550 Basispunkte. Im Durchschnitt wurden die Leitzinsen in den elf Zinssenkungszyklen seit 1966 um mehr als 500 Basispunkte gesenkt. Gemessen daran könnten die Leitzinsen in den USA auf knapp über null Prozent fallen.

Bekanntermaßen wiederholt sich die Geschichte aber nicht, sondern reimt sich nur. Um ein besseres Gefühl für das aktuelle Zinssenkungspotenzial zu bekommen, muss man sich fragen, wo das "neutrale" Zinsniveau liegt. Solche Berechnungen stellt beispielsweise die New Yorker Fed an [\(Link\)](#). Die Basis bildet dabei das Modell von Holston, Laubach und Williams, das den natürlichen Zinssatz in Abhängigkeit von der Auslastung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzials ("Output-Gap") und der Inflationsrate berechnet. Das neutrale nominale Leitzinsniveau liegt nach diesen Berechnungen derzeit bei etwa 2,75 Prozent. **Die Zinszyklen der Vergangenheit endeten jedoch selten beim neutralen Niveau.** Will die Geldpolitik einen expansiven Impuls setzen, muss sie die Leitzinsen deutlich unter dieses Niveau senken.



Auch die Europäische Zentralbank kann auf drei Zinssenkungszyklen in den letzten 25 Jahren zurückblicken. Im Durchschnitt wurden die Leitzinsen in diesen drei Zyklen um 250 Basispunkte gesenkt, wobei die Dauer zwischen acht und 53 Monaten schwankte. Auf den ersten Blick scheint das Zinssenkungspotenzial der EZB geringer als das der Fed zu sein. Allerdings liegt die Schätzung der New Yorker Fed für das neutrale nominale Zinsniveau im Euroraum mit rund 1,25 Prozent deutlich unter dem der USA. Wollte die EZB die Leitzinsen in den expansiven Bereich senken, wären daher Zinssenkungen um insgesamt 400 Basispunkte nötig.

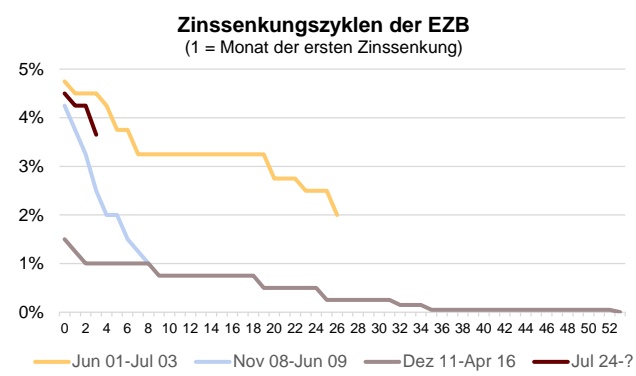
Die Finanzmärkte hingegen gehen derzeit von einem moderateren Szenario aus. Sie preisen für die USA Zinssenkungen um insgesamt 275 Basispunkte bis Juni 2026 ein. Für die EZB werden bis Juli 2025 Senkungen um insgesamt 150 Basispunkte erwartet.

Wenn die Märkte recht behalten, wird das endgültige Zinsniveau in den USA in diesem Zyklus ziemlich genau auf dem neutralen Niveau liegen. Der Inflationsrückgang hat zu einem deutlichen Anstieg der Realzinsen geführt, so dass die Geldpolitik zu restriktiv geworden ist. Durch Leitzinssenkungen kann dem entgegengewirkt werden. **Die Finanzmärkte preisen derzeit vor allem diesen Rückgang der Inflationsraten ein, nicht aber eine längere Rezession oder eine Krise in den USA.**

Die Frage ist, ob der Zinssenkungszyklus anders verlaufen wird als in der Vergangenheit. Historisch gesehen begannen Zinssenkungszyklen kurz vor einer Rezession oder als Reaktion auf Krisen wie den Aktiencrash 2001, den Lehman-Kollaps oder Corona. In diesen Fällen mussten die Zinsen deutlich unter das neutrale Niveau gesenkt werden, um expansive Impulse zu setzen.

Vergleichbare Krisen gibt es derzeit nicht. Zwar verlangsamt sich die Konjunktur gerade in den USA und tritt im Euroraum auf der Stelle, doch hat dies bislang nicht zu einem stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit geführt. Nicht einmal das Umfeld an den Finanzmärkten zwingt die Notenbanken zum Handeln, im Gegenteil. Der "Financial Conditions Index" der Chicago Fed ([Link](#)) signalisiert schon seit langem ein überdurchschnittlich gutes finanzielle Umfeld.

Für die Fed preisen die Finanzmärkte derzeit ein finales Leitzinsniveau ein, das knapp über den 2,5 Prozent liegt, die kurz vor Beginn der Corona-Pandemie erreicht wurden. Sollte sich die US-Wirtschaft allerdings stärker abschwächen, dürften diese Erwartungen sehr deutlich nach unten korrigiert werden. **Insgesamt ergibt sich für die USA ein eigenartiges Bild.** Die Finanzmärkte hatten bereits im vergangenen Jahr begonnen, rasche und kräftige Leitzinssenkungen einzupreisen und lagen damit permanent daneben. Nun, da der Zinssenkungszyklus in den USA endlich begonnen hat, sind die mittelfristigen Erwartungen an die Fed eher verhalten. Eingepreist ist nur ein deutlicher Rückgang der Inflation, aber weder eine Rezession noch eine Krise.



Die EZB hat die Leitzinsen bereits zweimal gesenkt, will sich aber nicht auf einen Zinssenkungspfad festlegen lassen. Die eingepreisten weiteren Zinssenkungen würden die Leitzinsen bis Mitte nächsten Jahres auf zwei Prozent sinken lassen, was im Vergleich zum neutralen Niveau immer noch restriktiv wäre. **Auch bei der EZB preisen die Märkte also weder Krise noch Rezession ein.**

Die Fed hat in der Pressekonferenz nach der Zinsentscheidung angedeutet, dass die nächsten Zinsschritte im November und Dezember kleiner ausfallen könnten. Dafür sprechen auch die "Dot Plots", nach denen die relative Mehrheit der geldpolitischen Entscheidungsträger die US-Leitzinsen am Jahresende zwischen 4,25 und 4,5 Prozent sieht. Den Tiefpunkt der Leitzinsen sehen die Dot Plots 2026 bei 2,75 bis 3,00 Prozent. Dies liegt nur leicht über den Markterwartungen und impliziert, dass die Leitzinsen in diesem Zyklus nicht unter das neutrale Niveau fallen. Historisch wäre das eher ungewöhnlich. **Eine weitere Abwärtsrevision der mittelfristigen Leitzinserwartungen ist daher wahrscheinlich.**

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), Maximilian Völpel (mvoelpel@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 2024

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 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.