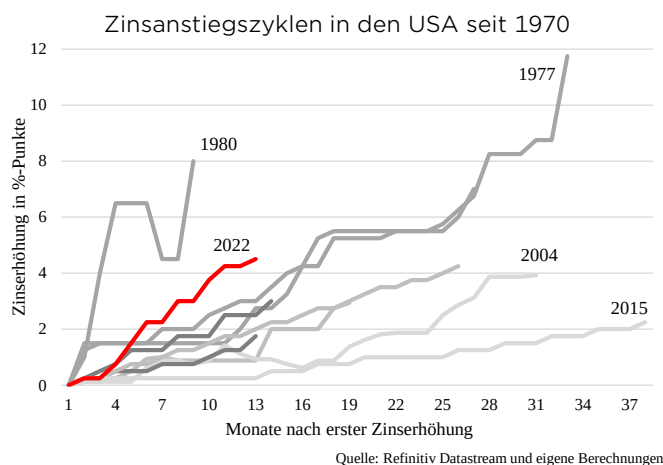


Konjunktur und Strategie

16. Februar 2023

Was bedeutet eine geldpolitische Trendwende für den Aktienmarkt?

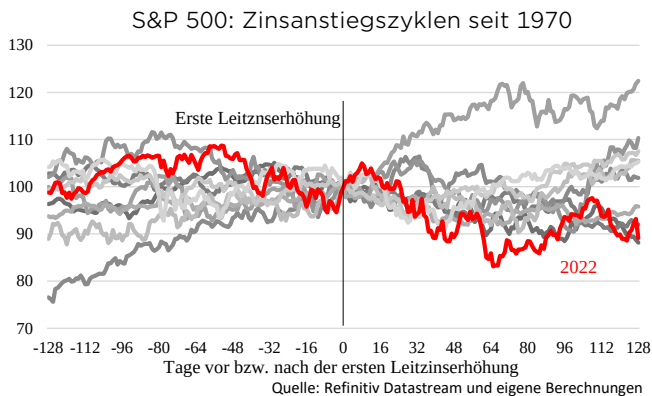
Der Schmerz dürfte bei vielen Aktienanlegern/-innen noch tief sitzen: Im Zuge der weltweit hohen Inflationsraten und dem daran anknüpfenden Zinsanstiegszyklus vieler Notenbanken verzeichneten Aktien im vergangenen Jahr von wenigen Ausnahmen abgesehen deutliche Kursverluste. Vor allem zinssensitive Technologiewerte gerieten unter Verkaufsdruck. Dass es an den Märkten zu Kurskorrekturen von teils über dreißig Prozent gekommen ist, ist rückblickend betrachtet nicht verwunderlich, da der aktuelle Zinsanstiegszyklus im Hinblick auf das Ausmaß sowie die Geschwindigkeit der Zinssteigerungen fast einzigartig ist. So hat beispielsweise die Federal Reserve ihren Leitzins um insgesamt 450 Basispunkte auf zuletzt 4,5 bis 4,75 Prozent erhöht. In der Historie seit 1970 vollzog die Fed nur 1980 einen noch kräftigeren Zinsanstiegszyklus, beendete ihn aber bereits nach acht Monaten und senkte zwischenzeitlich sogar die Leitzinsen.



Wie weit ist aber der aktuelle Zyklus fortgeschritten? Hat die Fed den Leitzinshöhepunkt knapp einem Jahr nach der ersten Zinserhöhung schon erreicht? Auch wenn die Inflationsrate in den USA im Januar mit 6,4 Prozent nach wie vor weit über der Zielinflationsrate von zwei Prozent lag, sorgte die Hoffnung auf eine geldpolitische Entspannung in den letzten Wochen an den amerikanischen Aktienmärkten für Kurserholungen. Der Optimismus schlägt sich auch in der eingepreisten Terminal Rate, also dem Zinssatz, bei dem das Ende des Zinsanstiegszyklus erreicht wird, nieder: So erwarten die Marktteilnehmer aktuell, dass die Fed die Leitzinsen im Juni das letzte Mal auf die Spanne zwischen 5,25 und 5,5 Prozent anhebt (Stand: 16.02.2023). Damit sind die Markterwartungen insofern deckungsgleich mit den Aussagen von Fed-Präsident Jerome Powell, als dass noch weitere Zinsschritte auf den kommenden Notenbanksitzungen folgen werden. Allerdings herrscht Uneinigkeit über eine mögliche geldpolitische Trendwende in diesem Jahr. Während Jerome Powell und andere amerikanischen Notenbanker eine Leitzinssenkung in 2023 zum jetzigen Zeitpunkt ausschließen, preist der Markt bereits eine Zinssenkung im vierten Quartal 2023 ein.

Einen solchen Schritt halten wir vor dem Hintergrund weiterhin hoher Inflationsraten und eines sehr robusten Arbeitsmarktes in diesem Jahr noch für verfrüht. Allerdings schließen wir eine geldpolitische Trendwende in 2023 nicht kategorisch aus, da sich die Inflationsrate im Jahresverlauf aufgrund von Basiseffekten der Zielinflationsrate wieder annähern dürfte – vorausgesetzt es tritt kein neuer exogener Schock auf. Auch wenn die Fed in diesem Jahr die Leitzinsen nicht senkt, geht es für die Marktteilnehmer in erster Linie um den Zeitpunkt der ersten Zinssenkung. Es ist nicht davon auszugehen, dass

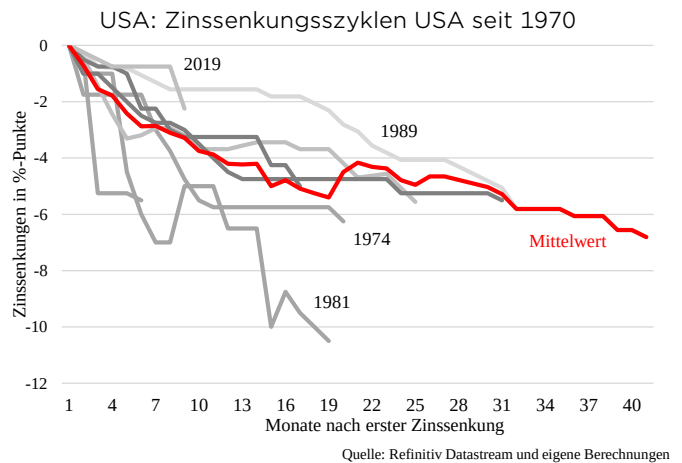
die Fed die Zinsen dauerhaft im sehr restriktiven Bereich belässt. Andernfalls würde sie nicht nur die inländische Produktion sowie Investitionen ausbremsen, sondern auch den US-Außenbeitrag weiter schwächen. Aus unserer Sicht stellt sich daher nicht die Frage, ob die Fed die Leitzinsen senkt, sondern wie schnell sie die Leitzinsen herunternimmt, wie groß die Zinssenkungen ausfallen und wie lange der Zinssenkungszyklus anhält.



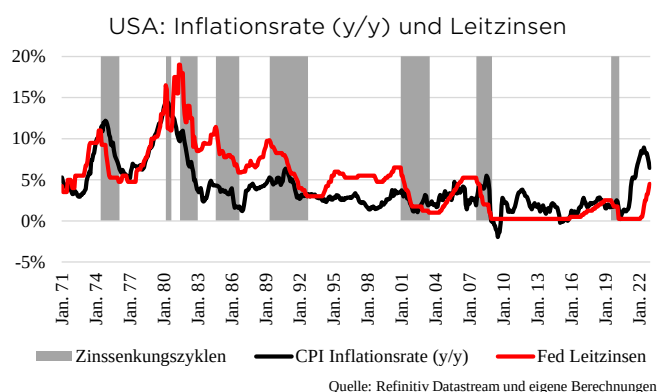
Wie ist die Fed in der Vergangenheit bei Zinssenkungszyklen vorgegangen?

Ein Blick auf die Historie verrät, dass sich das Ausmaß der Zinssenkungen teils stark unterschieden hat. Während die Fed im Zuge des letzten Zyklus die Leitzinsen um „nur“ 2,25 Prozentpunkte gesenkt hat, ging sie 1981 aggressiver vor und nahm die Leitzinsen um insgesamt 10,5 Prozentpunkte runter. Allerdings lag der Leitzins zu Beginn des Zyklus 2019 auch nur bei 2,5 und 1981 immerhin bei 19 Prozent – der Vergleich ist also nicht ganz fair. Im Durchschnitt der vergangenen acht Zinssenkungszyklen verringerte die Fed die Leitzinsen um knapp sechs Prozentpunkte, der Median liegt bei rund 5,5 Prozentpunkte. Jedoch sind die Statistiken aufgrund des höheren Zinsniveaus vor der Jahrtausendwende tendenziell nach oben verzerrt, da die Fed dadurch in der Vergangenheit über einen größeren geldpolitischen Spielraum verfügte.

Aber nicht nur die Amplitude der vergangenen Zinssenkungszyklen variiert, sondern auch die Dauer. Durchschnittlich vergingen knapp zwanzig Monate zwischen der ersten und letzten Zinssenkung, wobei die Fed 1980 bereits nach fünf Monaten und 1989 erst nach vierzig Monaten den Zinssenkungszyklus beendete.



Welche Szenarien sind also mit Blick nach vorne vorstellbar? Sollte die US-Wirtschaft unerwartet in eine tiefe Rezession abdriften und die Inflationsrate sehr zügig unter die Zwei-Prozent-Marke fallen, dürfte die amerikanische Notenbank sehr schnell und entschlossen die Geldpolitik wieder lockern. Das aus unserer Sicht wahrscheinlichere Szenario sieht jedoch kleine und langsame Zinssenkungen vor. Da die konjunkturelle Abkühlung in den USA wahrscheinlich relativ mild ausfällt, der Arbeitsmarkt robust bleibt und die Inflationsrate nur langsam sinkt, dürfte die Fed behutsam vorgehen. Was außerdem für eine vorsichtigere Herangehensweise spricht, ist die Tatsache, dass sie die Inflationsentwicklung nicht erneut unterschätzen will und ihre Geldpolitik tendenziell restriktiver ausgerichtet lässt. Ferner war in der Vergangenheit häufig ein positiver realer Leitzins zu beobachten – spricht der Leitzins lag über der Inflationsrate.

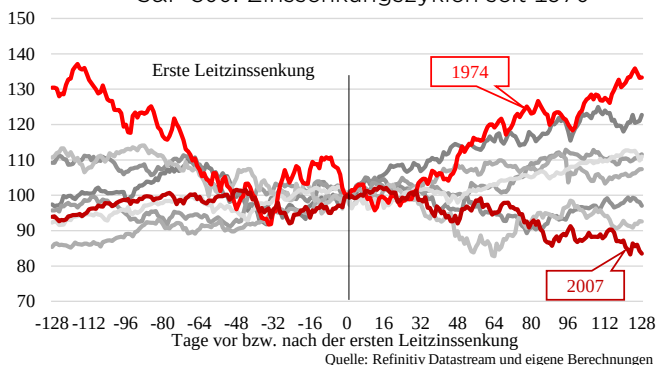


Wie hat der S&P 500 auf Zinssenkungen reagiert?

In der Vergangenheit fiel die Kursentwicklung des S&P 500 Indizes während Zinssenkungszyklen recht unterschiedlich aus, sodass sich auf den ersten Blick kein einheitliches Muster ergibt. Das ist auch nicht verwunderlich, denn es wirken zwei gegenläufige Effekte auf die Aktienkurse: Auf der einen Seite führen sinkende Zinsen

dazu, dass der Barwert der zukünftig erwarteten Gewinne zunimmt und somit die fairen Aktienkurse steigen. Auf der anderen Seite finden Zinssenkungszyklen sehr häufig in wirtschaftlich angespannten Situationen statt, sodass die Ertragslage vieler Unternehmen unter Druck gerät und künftige Gewinne in Frage gestellt werden. Welcher Effekt letztendlich dominiert, variiert teils sehr stark: Der Zinssenkungszyklus beginnend im Jahr 1974, der sich an die erste Ölkrise anschloss, war in eine vorteilhafte Umgebung für den S&P 500 eingebettet: Der wirtschaftliche Abschwung gemessen am Rückgang des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts fiel in der Spitze mit „nur“ rund zwei Prozent harmlos aus, während die gleichzeitig hohen Inflationsraten den Unternehmensgewinnen als nominale Größe zusätzlichen Auftrieb gaben. Im Gegensatz dazu fiel die US-Wirtschaft während der globalen Finanzkrise 2007/2008 in eine tiefe Rezession, die zu deflationären Effekten führte. Wichtig: Zusätzlich beeinflussen noch weitere Determinanten, wie beispielsweise geopolitische Belastungsfaktoren, Branchentrends oder unternehmensspezifische Entwicklungen, die Kursentwicklung an den Aktienmärkten.

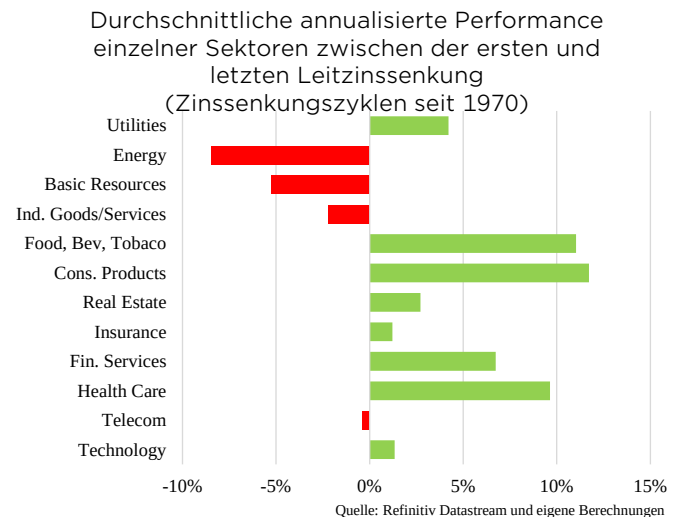
S&P 500: Zinssenkungszyklen seit 1970



Welche Sektoren haben von Zinssenkungen profitiert?

Betrachtet man den Zeitraum zwischen der ersten und letzten Zinssenkung, ergibt sich ein deutliches Muster: Vor allem defensivere Branchen wie der Lebensmittel-, Konsumgüter- oder Gesundheitssektor erzielten eine deutlich positive annualisierte Rendite. Aktien aus zyklischen Sektoren wie der Industrie- oder Basisgüterbranche verzeichneten hingegen deutliche Kursverluste. Die größten durchschnittlichen Verluste verbuchte aber der Energiesektor. Da die Zinssenkungszyklen in der Vergangenheit mit Phasen sinkender Inflationsraten und

rückläufiger Energiepreise einhergingen, verschlechterte sich die Ertragslage von Unternehmen aus dem Energiesektor erheblich. Gleichwohl war jeder Zyklus durch eigene Besonderheiten charakterisiert: Während die Technologiebranche besonders während der Zinssenkungen im Zuge des Platzens der Dotcom-Blase deutlich abgestraft wurden, profitierten sie während des letzten Zinssenkungszyklus nicht zuletzt aufgrund des historisch niedrigen Zinsniveaus im Vergleich zu anderen Sektoren überproportional.



Wir halten fest: Die geldpolitische Trendwende wird kommen. Und aufgrund der wirtschaftlich robusten Rahmenbedingungen sowie des Risikos weiterhin zu hoher Inflationsraten dürfte die Fed im anstehenden Zinssenkungszyklus eher vorsichtig agieren. Damit erhält der amerikanische Aktienmarkt gleichzeitig wieder Rückenwind von der Geldpolitik, sodass der Weg für weitere Kurszuwächse geebnet scheint. Ein neues Kursfeuerwerk erwarten wir aber nicht und zu große Euphorie sollte nicht aufkommen, da die Inflationsbekämpfung noch nicht abgeschlossen ist. Während in den USA die Weichen aber grundsätzlich für eine geldpolitische Trendwende gestellt sind, dürfte die Europäische Zentralbank der Fed erneut hinterherlaufen und die Zinsen erst mit zeitlichen Verzug senken. Und aufgrund der kürzeren Datenhistorie europäischer Zeitreihen lassen sich die Zinssenkungseffekte auf europäische Aktienmärkte nur unzureichend analysieren – qualitativ sollten sich jedoch analoge Ergebnisse wie für den S&P 500 ergeben.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	16.02.2023 16:32	09.02.2023 -1 Woche	13.01.2023 -1 Monat	15.11.2022 -3 Monate	15.02.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	33832	0,4%	-1,4%	0,7%	-3,3%	2,1%
S&P 500	4121	1,0%	3,1%	3,2%	-7,8%	7,3%
Nasdaq	11944	1,3%	7,8%	5,2%	-15,5%	14,1%
Russell 2000	1943	1,4%	2,9%	2,8%	-6,5%	10,3%
DAX	15482	-0,3%	2,6%	7,7%	0,5%	11,2%
MDAX	28893	-0,5%	2,3%	10,4%	-13,7%	15,0%
TecDAX	3281	-0,3%	2,7%	4,8%	-1,9%	12,3%
EuroStoxx 50	4284	0,8%	3,2%	9,4%	3,4%	12,9%
Stoxx 50	3936	0,6%	1,5%	6,6%	5,0%	7,8%
SMI (Swiss Market Index)	11202	-0,1%	-0,8%	1,6%	-8,0%	4,4%
FTSE 100	7995	1,1%	1,9%	8,5%	5,1%	7,3%
Nikkei 225	27696	0,4%	6,0%	-1,0%	3,1%	6,1%
Brasilien BOVESPA	108692	0,6%	-2,0%	-3,9%	-5,3%	-1,0%
Russland RTS	910	-7,0%	-10,0%	-21,6%	-39,3%	-6,3%
Indien BSE 30	61320	0,8%	1,8%	-0,9%	5,5%	0,8%
China CSI 300	4093	-0,9%	0,5%	5,9%	-11,0%	5,7%
MSCI Welt	2815	0,9%	2,9%	5,1%	-7,8%	8,2%
MSCI Welt SRI	2719	0,8%	4,9%	-3,5%	-8,6%	10,0%
MSCI Emerging Markets	1005	-1,9%	-2,4%	4,6%	-18,2%	5,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	134,74	-192	-357	-459	-2980	181
Bobl-Future	116,08	-111	-180	-348	-1450	33
Schatz-Future	105,33	-37	-50	-140	-624	-9
3 Monats Euribor	2,68	28	78	128	321	79
3M Euribor Future, Dez 2023	3,63	19	31	69	280	3
3 Monats \$ Libor	4,88	0	8	23	441	11
Fed Funds Future, Dez 2023	5,10	16	54	62	294	45
10-jährige US Treasuries	3,84	15	33	3	179	1
10-jährige Bunds	2,49	23	37	40	221	-7
10-jährige Staatsanl. Japan	0,51	1	9	26	29	9
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,39	8	27	31	106	-22
US Treas 10Y Performance	586,01	-1,0%	-2,1%	1,0%	-12,0%	1,1%
Bund 10Y Performance	532,55	-1,4%	-2,5%	-2,4%	-16,0%	1,4%
REX Performance Index	431,33	-0,7%	-1,3%	-1,2%	-10,1%	-0,3%
IBOXX AA, €	3,54	20	29	26	246	-6
IBOXX BBB, €	4,36	21	12	-16	268	-34
ML US High Yield	8,48	25	32	-30	262	-50
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	-1,2%	-13,5%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	591,81	0,4%	-2,3%	-8,0%	-7,3%	-3,0%
MG Base Metal Index	420,14	-2,4%	-4,6%	0,3%	-14,3%	0,4%
Rohöl Brent	85,47	1,1%	0,2%	-9,0%	-8,5%	0,6%
Gold	1833,47	-2,2%	-4,1%	3,6%	-0,8%	1,0%
Silber	21,65	-2,7%	-10,2%	0,7%	-7,2%	-8,8%
Aluminium	2348,00	-4,7%	-8,5%	-2,5%	-27,4%	-0,1%
Kupfer	8826,75	-1,4%	-3,7%	5,7%	-11,8%	5,5%
Eisenerz	124,34	-0,2%	1,6%	34,7%	-14,2%	11,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	541	-8,6%	-42,8%	-58,4%	-72,5%	-64,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0673	-0,9%	-1,3%	2,6%	-5,9%	0,1%
EUR/ GBP	0,8892	0,6%	0,3%	2,0%	5,9%	0,2%
EUR/ JPY	143,14	1,7%	3,0%	-1,2%	9,1%	1,8%
EUR/ CHF	0,9880	-0,1%	-1,7%	0,9%	-5,8%	0,3%
USD/ CNY	6,8611	1,2%	2,2%	-2,6%	8,2%	-0,6%
USD/ JPY	134,13	1,9%	4,9%	-3,7%	16,0%	2,3%
USD/ GBP	0,8334	1,4%	1,8%	-0,9%	12,7%	0,3%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.