



Fed & Aktien: Was uns die Vergangenheit lehrt

Die Akteure an den Aktien- und Rentenmärkten „freuen“ sich auf die US-Zinssenkungen. Ob dies wirklich Grund zur Freude ist, schauen wir uns anhand von vergleichbaren Situationen in der Vergangenheit an. Was lässt sich für die Performance der Aktienmärkte für das Jahr 2024 ableiten, wenn sich bekannte Muster in der näheren Zukunft wiederholen? Kommt es zu lediglich begrenzten, präventiven Zinssenkungen in den USA, dürften Risikopapiere wie Aktien profitieren. Kritisch könnte jedoch die Phase bis zur ersten Zinssenkung werden, da die Erwartungen an baldige Absenkungen des Zinsniveaus im Frühjahr wohl enttäuscht werden.

Seltene Muster für Zinssenkungen

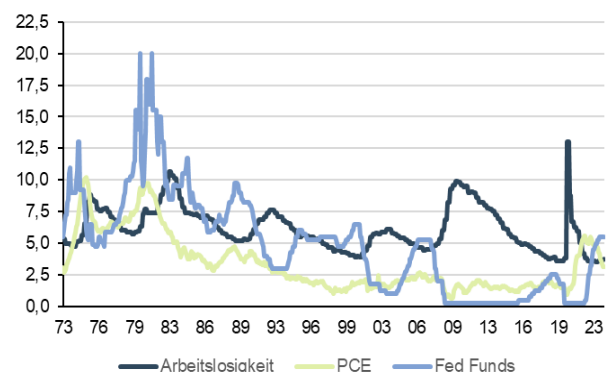
Mit Blick auf die vergangenen Zinssenkungszyklen der US-Notenbank lassen sich bestimmte empirische Muster ableiten. Die US-Notenbank Fed hat in den vergangenen 90 Jahren nur fünfmal die Zinsen gesenkt, wenn die Jahresrate des sogenannten Kern-Verbraucherpreisindex (Personal Consumption Expenditure PCE, ohne Lebensmittel- und Energiekosten) höher lag als die Arbeitslosenquote. Der Beginn dieser fünf Zinssenkungszyklen lag in den Jahren 1942, 1969, 1974, 1980 und 1981. In den 80er Jahren war die Stagflation prägend, also ein zügiger Preisanstieg bei klar schwächelnder Konjunktur.¹

Blick in die heutige Zeit: Der Kern-Verbraucherpreisindex ist in den vergangenen zwölf Monaten um 3,9 % gestiegen und liegt damit über dem Niveau der Arbeitslosenquote von 3,7 % im Dezember 2023. Würde die Fed die Zinsen unter den aktuellen Rahmenbedingungen senken, wäre dies einer dieser bemerkenswerten Ausnahmefälle. Um aus den anderen Fällen eventuell Schlüsse für die Kapitalmarktentwicklung im Jahr 2024 ziehen zu können, haben wir uns insbesondere die Zinssenkungszyklen in den 1970er und 1980er Jahren angeschaut. Damals war die Arbeitslosenquote zwar zwischenzeitlich niedriger als der PCE-Index, aber sie war dennoch mit mehr als 7 % recht hoch. Das gegenwärtige Wirtschaftswachstum weicht von den historischen Zeitfenstern ab. Während die US-Währungshüter „damals“ versuchten, die Konjunktur in Gang zu bringen,

bietet die derzeitige hohe Resilienz der US-Wirtschaft der Fed Spielraum, um ihre restriktive Geldpolitik gegen die Inflation weiter wirken zu lassen und die Zinsen lediglich moderat zu senken.

Andere Zinssenkungszyklen in jüngerer Zeit erlauben hingegen weitere Schlüsse. So lassen sich diese Zinssenkungszyklen der Fed in zwei Typen einteilen: (i) präventive Zinssenkungen (*Leaning against the wind*) in den Jahren 1995, 1998 und 2019, als es keine Rezessionen gab, und (ii) groß angelegte Zinssenkungen während der Rezessionen in den Jahren 2001, 2007 und 2020.

Arbeitsmarkt, Inflation und Fed Funds



Quelle: Bloomberg; Arbeitslosenquote in %, PCE-Inflation y/y in % und Fed Funds Rate in %

Historie der Aktien- und Rentenmärkte

Aktien und Anleihen reagierten in beiden Fällen – präventive und umfassende Zinssenkungszyklen – unterschiedlich. Zwar stiegen die Anleihenurse in

¹ Studie der Bank of America, Michael Hartnett, Januar 2024.

beiden Szenarien zunächst deutlich, die Renditen fielen dementsprechend. Aber da enden dann auch die Gemeinsamkeiten:

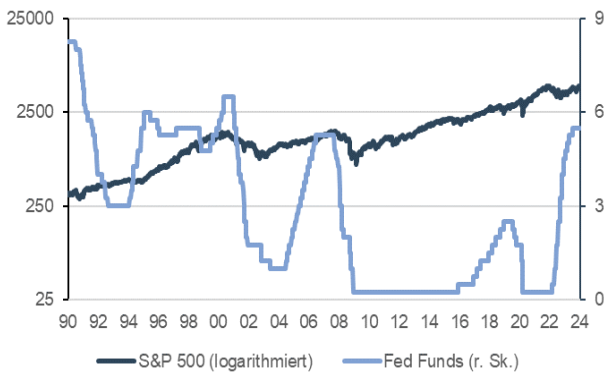
Präventive Zinssenkungen:

- Die Rendite fünfjähriger US-Treasuries entwickelte sich in den vier Monaten nach einer ersten Zinssenkung tendenziell seitwärts.
- Im Vorfeld von präventiven Zinssenkungen gerieten Aktien (gemessen am S&P 500) in schwieriges Fahrwasser. Sobald die Fed allerdings die Zinssenkungen in die Tat umsetzte, starteten Aktien zu einer Rallye.

Umfassende Zinssenkungen:

- Wenn die Fed stärker an der Zinsschraube gedreht hatte, sanken die Renditen stärker.
- Aktien bewegen sich im Vorfeld eines umfassenden Zinssenkungszyklus tendenziell seitwärts und konnten sich mit Beginn der Zinssenkungen nicht erholen.

Aktienmarktperformance und Fed Funds



Quelle: Bloomberg; S&P 500 Index und Fed Funds Rate in %

Und was heißt das für 2024?

Wir rechnen lediglich mit moderaten, präventiven Zinssenkungen, da sich die US-Konjunktur nur graduell abkühlt, ohne dabei in eine Rezession abzurutschen. Mit anderen Worten: Die Zinssenkungen begleiten lediglich den Inflationsrückgang. So erklärte Mary Daly, Präsidentin der regionalen Notenbank in San Francisco, jüngst, Zinssenkungen seien angebracht, um einen Anstieg der inflationsbereinigten (oder realen) Zinssätze zu verhindern. Dies würde geschehen, wenn die Fed die nominalen Zinssätze bei

sinkender Inflation konstant hielte.² Unsere Volkswirte erwarten konkret vier Zinssenkungen im Umfang von je 25 Basispunkten im laufenden Jahr – die Fed selbst prognostiziert im Basisszenario nur drei Zinssenkungen. An den Futures-Märkten sind jedoch sogar weiterhin mindestens fünf Schritte eingepreist.

Für Anleihen heißt das Szenario „moderate Zinssenkungen bei robuster Konjunktur“ unseres Erachtens, dass es zu leicht niedrigeren Renditeniveaus bis zum tatsächlichen Beginn der ersten präventiven Zinssenkung im Sommer kommt. Im Anschluss dürften sich Zinspapiere sodann – schauen wir auf die Muster der Vergangenheit – seitwärts entwickeln und nur im Falle größerer Zinssenkungen mit stärker sinkenden Renditen aufwarten.

Auf Basis der Vergangenheitsmuster sollten sich Aktienkurse im präventiven Zinssenkungsszenario zunächst ein paar Dellen einfangen. So könnte in der aktuellen Situation ein Ausbleiben einer Zinssenkung im März für Gegenwind bei den Bewertungen sorgen. Ab Beginn der tatsächlichen Zinssenkungen sollten die Aktienkurse in eine Rallye übergehen.

Risikofall Rezessionsorgen

Im Falle neuer Rezessionsorgen in den USA würden sich die Marktteilnehmer – zu Recht – einem vollumfänglichen Zinssenkungsprogramm widmen. Je wahrscheinlicher ein solches Szenario in den kommenden Monaten und Quartalen wird, desto stärker werden die (US-)Renditen sinken und die Aktienkurse ins Hintertreffen geraten. Sollten die Fed Funds Futures, die auf derzeit deutlich mehr Zinssenkungen hinweisen, Recht behalten, wäre der Aktienmarkt-Ausblick mit dunklen Wolken verhangen. In „unserem“ Szenario irren die Zinsmärkte jedoch und die lediglich präventiven Zinssenkungen geben den Aktien Rückenwind.

² Beispiel: Liegt der nominale Zins für 1 Jahr bei 5 % und die Inflation bei 4 %, resultiert daraus ein realer Zins von 1 %. Fällt die Inflation nun auf 3 %, würde der reale Zins deutlich auf 2 % steigen. Um dies zu verhindern, könnte eine Notenbank den

Appendix

Performance Aktien



Quelle: Bloomberg, Index: Jan 2019=100, Stand: 19.01.24

Bewertung Aktien



Quelle: Bloomberg, Stand: 19.01.24

Konjunkturüberraschungen



Quelle: Bloomberg, Stand: 19.01.24

10-j. Renditen in %



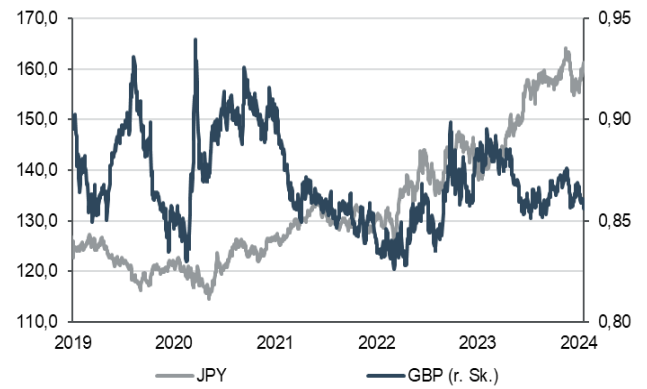
Quelle: Bloomberg, Stand: 19.01.24

EUR/USD und EUR/CAD



Quelle: Bloomberg, Stand: 19.01.24

EUR/JPY und EUR/GBP



Quelle: Bloomberg, Stand: 19.01.24

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Rechtliche Hinweise

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Lampe Asset Management GmbH noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Publikation erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Lampe Asset Management GmbH entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Lampe Asset Management GmbH veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Lampe Asset Management GmbH.

Aufsicht

Lampe Asset Management GmbH unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber dieser Studie ist die Lampe Asset Management GmbH.

Verantwortliche Autoren sind:

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 - 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: cio-office@lampe-am.de

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Redaktionsschluss: 19.01.2024