

Reicht ein Ende der Fed-Zinserhöhungen für eine neue Aktienhausse?

09. Januar 2023

- In den Folgemonaten nach Ende eines Fed-Leitzinserhöhungszyklus folgten in der Vergangenheit unterschiedliche Marktreaktionen.
- Das Ende restriktiver Geldpolitik stellt - isoliert betrachtet - einen äusserst positiven Faktor für die Finanzmärkte dar. Er kann jedoch durch andere negative Faktoren überlagert werden.
- Die hohe Bewertung der US-Aktien, die hohen Inflationsraten und sich abzeichnende Gewinnrückgänge bei den Unternehmen bedeuten, dass ein Ende der Zinserhöhungen durch die Fed nicht ausreichend für eine Aktienhausse ist.

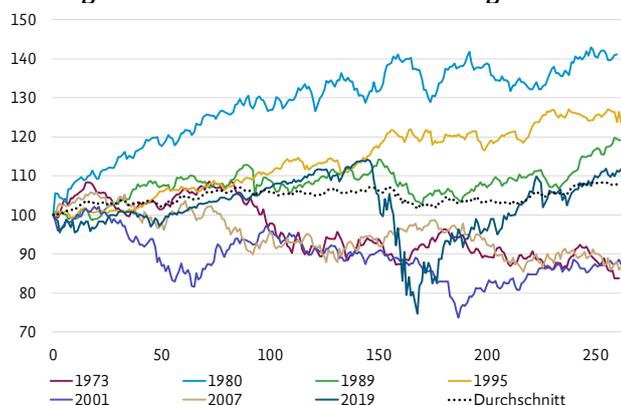
Thomas Härter, Investment-Strategie

Es herrschen wenig Zweifel daran, dass eine Wende zu lockerer Geldpolitik notwendig für einen längeren Börsenaufschwung ist. Einige Kommentatoren und Marktteilnehmer vertreten die Meinung, dass ein Ende der restriktiven Geldpolitik der Fed eine neue Hausse-Phase für Aktien einleiten würde. Mit anderen Worten: Das Ende der restriktiven Geldpolitik wird als hinreichend angesehen, um den nächsten Börsenaufschwung einzuleiten.

Wir gehen hier der Frage nach, ob dies tatsächlich so ist.

Grafik 1 zeigt, wie sich US-Aktien nach Ende der Zinserhöhungspolitik in den darauffolgenden Tagen (x-Achse) entwickelten.

Grafik 1: Wertentwicklung von US-Aktien in den ersten 260 Tagen nach Abschluss der Zinserhöhungen



Es zeigt sich klar ein uneinheitliches Bild.

Es kann somit geschlussfolgert werden, dass eine Einstellung der Zinserhöhungspolitik durch die Fed nicht hinreichend ist, um eine nachhaltige Trendwende an den Aktienmärkten einzuleiten.

Warum ist das so?

Zuerst das «Totschlagargument»: Die Welt ist wesentlich komplexer und grundsätzlich nicht unikausal erklärbar. Es kommt eben auf viele Dinge gleichzeitig an. Zum Beispiel: Wie teuer, d.h. wie stark über- oder unterbewertet waren Aktien zum Ausgangszeitpunkt? Was waren die Gründe dafür, dass die Fed den Zinserhöhungszyklus beendete? Wie entwickelten sich Konjunktur und Gewinne nach der letzten Zinserhöhung weiter? Wie hoch war das Leitzinssenkungspotential, wie hoch waren die Inflationsraten? Was war sonst noch so los in der Welt? Wenn beispielsweise eine sich abzeichnende Finanz- oder Wirtschaftskrise den Grund für ein Ende des Zinserhöhungszyklus darstellt und anschliessend Zinssenkungen erfolgen, um gegen diese Krise anzukämpfen, müssen Investoren zunächst mit weiteren Kursverlusten rechnen.

Somit lohnt es sich, etwas tiefer in die Materie einzusteigen, um abschätzen zu können, wie es «dieses Mal» rauskommen könnte. Was kann man realistischerweise erwarten, wenn die Fed (vermutlich spätestens ab Mitte 2023) nicht mehr ihre Leitzinsen erhöht?

Zunächst ein kurzer Blick in die Vergangenheit:

Schaut man die in Abbildung 1 dargestellten Marktentwicklungen im Detail an, so zeigen sich interessante Unterschiede in den jeweiligen Ausgangslagen für die Aktienmärkte zum Ende von Fed-Leitzinszyklen.

1973 verloren US-Aktien 260 Tage nach dem lokalen Zinshöchststand vom 4. Juli mehr als 16 %.

Grund: Am 6.10.1973 begann ein Überraschungsangriff Ägyptens und Syriens auf den Sinai und die Golanhöhen. Der Angriff erfolgte am höchsten jüdischen Feiertag Jom Kippur, weshalb der Krieg unter diesem Namen in die Geschichtsbücher eingegangen ist. Es folgte die Ölpreiskrise 1973 aufgrund eines Embargos arabischer Staaten, die eine Rezession und einen dramatischen Inflationsanstieg auslösten.

2001 verloren Aktien über die ersten 187 Tage nach dem lokalen Leitzinshöchststand 26.4%, bevor sie sich leicht erholten. Nach 260 Tagen betrug das Minus trotz beherzter Leitzinssenkungen immer noch deutlich über 10%.

Grund: Einhergehend mit den Zinserhöhungen der Fed kam es zur sogenannten Dot-Com Blase. Zwischen August 1999 und März 2000 kam es fast zu einer Verdopplung des Hauptindex der Technologiebörse NASDAQ. Fast noch nie waren Aktien, insbesondere zinssensitive Tech-Aktien so teuer wie damals. Das Platzen der epischen Blase stoppte nicht, nur weil die Fed eine lockerere Geldpolitik einleitete. Die US-Rezession von 2001 sowie die Terroranschläge vom 11. September taten ihr Übriges, um die Aktienmärkte zu belasten.

2007 verloren Aktien 260 Tage nach dem lokalen Leitzinshöchststand rund 12%.

Grund: Die jahrelange Tiefzinspolitik und das Aufkommen der sogenannten «Collateralized Debt Obligations» führten in den Jahren zuvor zu einem Immobilienboom in den USA. Viele Privathaushalte verschuldeten sich über beide Ohren, teilweise nur um mit Immobilien zu spekulieren. Das Platzen dieser Blase stand am Anfang der globalen Finanzkrise 2007/08.

2019 war eine Achterbahn: Zunächst verzeichneten Aktien eine Mini-Rally, die 146 Tage nach dem Zinshoch ihren Höchststand erreichte. Dann ging es steil bergab, bis die Aktien 168 Tage nach dem ursprünglichen Höchststand der Leitzinsen ein Viertel ihres Wertes verloren hatten. Danach setzte eine fulminante Erholungsrally ein, so dass die Aktien bereits nach 260 Tagen rund 10% höher als am Ausgangspunkt notierten.

Grund: Die Marktsprünge sind primär Folge der Covid-Pandemie. Diese löste zunächst einen Schock an den Finanzmärkten aus, da grosse Teile der Wirtschaft aufgrund der Lockdowns weitgehend still standen. Als Reaktion führten fast alle Zentralbanken auf der Welt, nicht nur die Fed, die wohl aggressivste geldpolitische Lockerung aller Zeiten durch. Die Lockerungen bezogen sich nicht nur auf die Leitzinsen, sondern beinhalteten auch die Bilanzausweitung

und den aggressiven Aufkauf von Firmenanleihen, um während der Pandemie unter allen Umständen drohende Bankrotte weitgehend zu verhindern und die Liquidität des Bondsmarkts sicherzustellen.

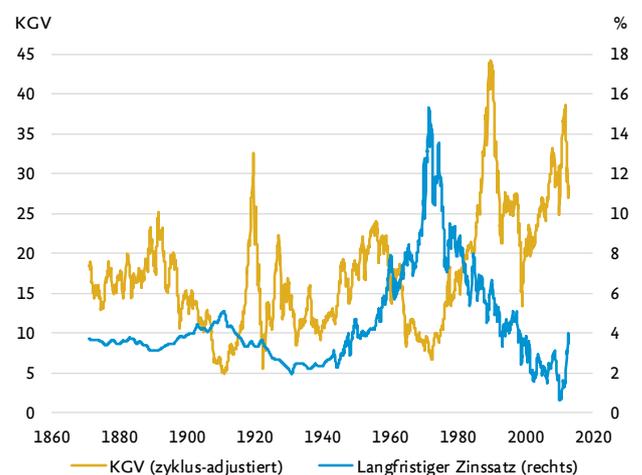
Hinsichtlich des Endes der Zinserholungszyklen 1980, 1995 lässt sich wohl folgendes vereinfachend sagen: wenn die Welt nicht zusammenbricht (1973, 2007, 2019) und der Ausgangszeitpunkt nicht eine Überbewertungsblase darstellt (2000), und keine scharfe Rezession folgt, können Aktien vom Ende der restriktiven Geldpolitik profitieren und erholen sich tendenziell deutlich. Ein Grund für diese Erholung dürfte in tatsächlich tieferen Abdiskontierungssätzen oder der Aussicht darauf liegen.

Hiermit endet der einfache Teil der Analyse, einfach weil im Nachhinein alles klar zu sein scheint, obwohl damals die Zukunft genauso unsicher war wie sie es heute ist. Die folgenden Überlegungen setzen zudem einen «einigermaßen normalen» Gang der Dinge voraus, d.h. keine Szenarien von erwarteten und unvorhersehbaren Marktschocks.

Wie sieht die Ausgangslage heute aus, wie könnten sich Aktien in 2023 entwickeln, wenn die Fed ihren Leitzinserhöhungszyklus beendet?

Für eine Abschätzung langfristig zu erwartender Erträge stellt die Aktienbewertung zum Startzeitpunkt den wohl wichtigsten Einflussfaktor dar.

Grafik 2: Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis für US-Aktien



Quelle: http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls

Grafik 2 zeigt das sogenannte Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) an. Für die Gewinne werden hier nicht aktuell erzielte oder prognostizierte Gewinne verwendet. Stattdessen wird der Durchschnitt der inflationsbereinigten Unternehmensgewinne der letzten zehn Jahre verwendet. Auf diese Weise werden normalisierte Gewinne für die Berechnung des KGV verwendet. Diese Vorgehensweise ist konservativer und orientiert sich an der Philosophie von traditionellen Value-Investoren (Substanzwert-Investoren), wie Warren Buffett und Benjamin Graham. Aktien werden nur

dann als wirklich günstig eingestuft, wenn diese gemessen an «normalisierten Gewinnen» günstig sind.

Gemessen am Shiller-KGV sind US-Aktien aktuell wesentlich günstiger bewertet als im Jahr 2000, jedoch - gemessen am langfristigen Durchschnitt - mit einem aktuellen Wert von 27.4 immer noch auf der teuren Seite. Fazit: Ausgangslage Bewertung der US-Aktien ist leider noch immer eher negativ.

Ein weiterer wichtiger Punkt ist das geldpolitische Instrumentarium, das im Zweifelsfall für den nächsten Lockenungszyklus zur Verfügung steht. Am kurzen Ende sind die Geldmarksätze durch die Straffung der US-Notenbank auf die höchsten Niveaus seit dem Jahr 2007 gestiegen. Diese Straffung der Geldpolitik belastet zwar die Wirtschaft. Andererseits steht im Falle unerwarteter negativen Schocks oder einer zu grossen Konjunkturverlangsamung ein ausgeprägtes Zinssenkungspotential zur Verfügung. Dies kann sich als hilfreich erweisen um die Aktienmärkte im Fall von Gefahren für die Finanzmarktstabilität zu stützen. Gleiches gilt für die verschiedenen anderen Instrumente, die die Fed beispielsweise im Frühjahr 2020 einsetzte (z.B. Wertpapierkäufe, verschiedenste Kreditfazilitäten etc.).

Fazit: Ausgangslage geldpolitisches Munitionslager - durch die geldpolitische Vollbremsung in Form beherzter Leitzinserhöhungen wurde das Munitionslager aufgestockt, so dass zukünftige Probleme an der Konjunktur- oder Finanzmarktfront geldpolitisch bekämpft werden können. Dies war seit der globalen Finanzkrise 2007/08 nicht mehr in diesem Ausmass der Fall!

Realzinslandschaft bleibt Risikofaktor für Aktienmärkte

Aber, es gibt leider ein grosses «Aber», denn die Zinslandschaft hat einen grossen Einfluss auf die Aktienmärkte. Wie das Jahr 2022 deutlich gezeigt hat, können deutlich steigende inflationsbereinigte Zinsen (die sogenannten Realzinsen) zu grossen Bewertungskorrekturen an den Aktienmärkten führen. Denn wenn Anleiherenditen steigen, müssen auch die Gewinnrenditen von Aktien steigen. Letztere sind die Umkehrung der Kurs-Gewinn-Verhältnisse. Leider sind Realzinsen nicht leichter zu prognostizieren als andere ökonomische Grössen. Sie hängen von einer Vielzahl kurzfristiger und langfristiger Faktoren ab, u.a. von demographischen Trends, Veränderungen bei der Produktivität, dem Verhältnis von Ersparnis und Investitionen in einer Volkswirtschaft, dem Niveau der Verschuldung (öffentlich und privat) und auf kürzere Sicht auch der Geldpolitik selbst. Nach dem Realzinsanstieg des Jahres 2022 stellt sich somit die Frage, ob sich der Anstieg fortsetzt (was die Aktien tendenziell belasten dürfte) oder ob er mittlerweile bereits zu weit gegangen ist, d.h. eher wieder sinkende Realzinsen zu erwarten sind. Strukturelle Faktoren, wie z.B. demographische Trends, die zu einem Rückgang des Arbeitsangebots

führen, sprechen für tendenzielle höhere Realzinsen als in der Vergangenheit. Wir werden das Thema «faire Bewertung und Zinsen» in einem zukünftigen Beitrag vertiefen.

Wie sieht die konjunkturelle Ausgangslage 2022 aus? Die Wirtschaftsindikatoren in den USA zeigen sich aktuell immer noch «akzeptabel robust». In unserem Basisszenario rechnen wir mit einer moderaten Wachstumsverlangsamung. Diese birgt dennoch das Risiko eines grösseren Gewinnrückgangs, da sich die Nachfrage in einer Zeit erhöhter Kosten verlangsamen könnte, was die Margen der Unternehmen belasten würde. Fazit: Auch ein moderater Konjunkturrückgang dürfte die Gewinne spürbar belasten. Die Gewinndynamik spricht insofern noch nicht für Aktien.

Wie lautet das Gesamtfazit?

Da Aktien immer noch recht hoch bewertet sind, ein weiterer Anstieg der Realrenditen ein Risiko darstellt, die Gewinne auch bei einem moderaten Wachstumsrückgang spürbar in Mitleidenschaft gezogen werden würden und die Inflationsraten in den kommenden Monaten trotz Rückgangs immer noch deutlich erhöhten bleiben werden, müssen Anlegende vorerst leider immer noch mit historisch unterdurchschnittlichen Realrenditen rechnen.

Es besteht zudem das Risiko, dass die wirtschaftliche Abschwächung stärker ausfällt als erwartet. In der Vergangenheit beendete die Fed oftmals erst dann ihre geldpolitische Straffung, wenn sich eine grössere konjunkturelle Abbremsung abzeichnete, die dann anschliessend wieder mit Zinssenkungen bekämpft werden musste. In einem solchen Fall, würden die Aktienmärkte zunächst sicher unter grösseren Druck geraten. Wie gut Staatsanleihen in einem solchen Fall rentieren würden, hängt dann stark von den Inflationsaussichten ab. Eine grössere Rally von Staatsanleihen setzte die Aussicht auf rasch sinkende Inflation voraus.

Für Aktieninvestoren bedeutet dies, dass die Beendigung der restriktiven Geldpolitik der Fed nicht ausreichen dürfte, um hohe Aktienrenditen (gerade auch nach Abzug der Inflation) zu erzielen. Anlegende können jedoch darauf vertrauen, dass der simultane dramatische Kursrückgang von Aktien und Anleihen, der in 2022 stattfand, sich in 2023 mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit nicht wiederholen wird. Sichere Staatsanleihen könnten ihre Versicherungsfunktion in 2023 im Falle erneuter Aktienrücksetzer dagegen aufgrund der höheren Renditeniveaus eher wieder erfüllen.

In unserer aktuellen Anlagetaktik raten wir derzeit zu einer Untergewichtung von Aktien in einem gemischten Portfolio. Auch Obligationen sollten zu Gunsten von Liquidität, Rohstoffen und Edelmetallen derzeit noch leicht untergewichtet werden.