



Fed-Tauben stützen Aktien

Description

Das FOMC der Fed hat am Mittwoch weiter offen gelassen, wann die erste Erhöhung der Leitzinsen erfolgen wird. Stattdessen wird gebetsmühlenartig darauf verwiesen, dass dies abhängt von einer weiteren Verbesserung am Arbeitsmarkt und der Aussicht auf eine mittelfristige Preissteigerung von 2%.

Gleichzeitig wurden die Projektionen der FOMC-Mitglieder für 2015 heruntergenommen. Im März war im Mittel noch eine BIP-Steigerung von 2,3 bis 2,7% erwartet worden, jetzt ist von 1,8 bis 2,0% die Rede. Die erwartete Arbeitslosenquote wurde nach oben revidiert von 5,0 bis 5,2% im März auf jetzt 5,2 bis 5,3%. Die Inflations-Projektionen für 2015 blieben unverändert bei 0,6 bis 0,8% für die PCE-Inflation und 1,3 bis 1,4% für deren Kern-Rate. Die Median-Projektionen der Leitzinsen zum Jahresende liegen für 2015 unverändert bei 0,625%, für 2016 sind sie von 1,875% im März auf jetzt 1,625% zurückgekommen.

Das Bild könnte widersprüchlicher kaum sein. Der erwartete BIP-Zuwachs für 2015 wurde signifikant zurückgenommen, hier geht es um rund ein Viertel, und das innerhalb von drei Monaten! Gleichzeitig soll sich die Arbeitslosenquote nur etwas weniger verbessern als noch im März erwartet. Trotzdem bleiben die Erwartungen der Leitzinsentwicklung und der Inflation für das laufende Jahr unverändert. Kein Wunder, dass die Akteure nach der Veröffentlichung am Mittwoch die Aktienkurse hin und her geschickt haben. Erst am nächsten Tag setzte sich die Erkenntnis in steigende Kurse um, dass es wohl noch Zeit hat mit dem Start eines neuen Zinszyklus.

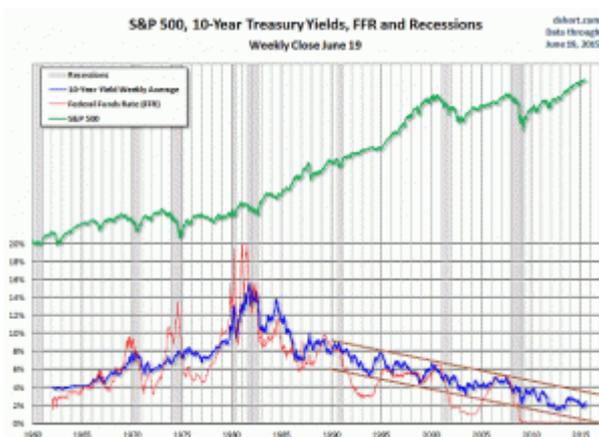
Nachdem die [impliziten Erwartungen nach FFR-Futures](#) zwischenzeitlich schon einmal eine Wahrscheinlichkeit von über 50% für einen ersten Zinsschritt im September ergeben hatten, ergibt sich jetzt erst wieder für Dezember eine Wahrscheinlichkeit von 50%. Ein späterer Start des neuen Zinszyklus gibt dem [hier beschriebenen Zusammenhang](#) zwischen Zinszyklus und Aktien noch weiteren zeitlichen Spielraum: Analysiert man, wie sich der S&P 500 in den neun Monaten vor der ersten Zinserhöhung entwickelt hat, so ist er in den sechs Phasen seit 1980 jeweils durchschnittlich um 23,5% gestiegen. Der Aktienindex hätte nach dieser Rechnung ein Ziel von rund 2500.

Im Unterschied zu den gedämpften Inflationserwartungen der FOMC-Mitglieder zeigt der Markt nach Rendite-Spreads der nominalen und inflations-indizierten TNotes bei den 10-jährigen eine Inflationserwartung von 1,9%, bei den 5-jährigen sind es knapp 1,7%. Die Werte sind zuletzt wieder angestiegen.

Steigende Inflationserwartungen stützen in ihren Anfängen Aktienkurse gewöhnlich. In einem inflationären

Umfeld werden nominale, inflationsgetriebene Wachstumsraten von Dividenden und Gewinnen als real angesehen und in die Zukunft extrapoliert. Wenn Anleihegläubiger eine bestimmte positive reale Rendite erwarten, werden sie bei steigender Inflationsrate eine steigende nominale Verzinsung verlangen. Für die alternative Aktienanlage bedeutet das, dass damit zunächst auch ihr Ertragsrahmen steigt. In einem entwickelten Inflationsszenario (mit Zweitrundeneffekten) kommt hinzu, dass den Unternehmen ihre höhere Preismacht hilft, ihre Margen zu steigern. Das untermauert die Anleger-Erwartung zunächst noch. [Schließlich folgen aber der Inflationsillusion enttäuschte Erwartungen an die reale Entwicklung der Aktienerträge.](#)

Schaut man sich die langfristige Entwicklung der zehnjährigen Benchmark-Renditen in den USA an, so lässt sich seit den 1990er Jahren ein Abwärtskanal einzeichnen (von mir, KS – [Chartquelle](#)). Seit dem 2000er Topp beim S&P 500 folgt die Entwicklung bei Renditen und Aktienkursen einem klaren Schema. Läuft die Rendite an die Oberseite des Kanals, ist ein Aktien-Topp nahe. Umgekehrt fällt die Berührung der Unterseite des Rendite-Kanals mit einem Boden bei den Aktienkursen zusammen. Die Rendite liegt aktuell etwas oberhalb der Kanalmitte und ist zuletzt im Rahmen des von der Eurozone ausgehenden Abverkaufs bei Bonds weltweit, so auch in den USA angestiegen.

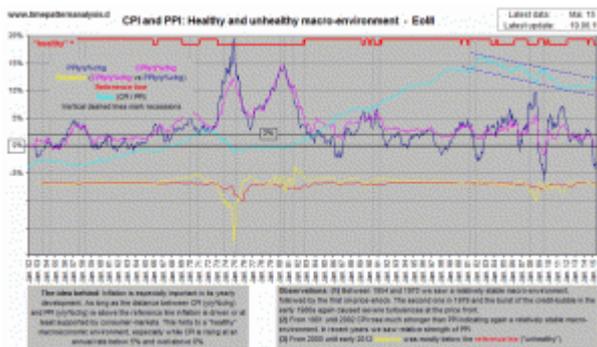


Der US-CPI hat im Mai um 0,4% zugelegt, auf Jahressicht ist die zuvor bestehende negative Preissteigerungsrate damit jetzt annulliert. Der CPI hatte im Januar ein lokales Tief markiert und steigt seitdem. Geht diese Steigerung weiter, würde das auch die Zinsen unterstützen. Bleibt der zuletzt gesehene Zusammenhang zwischen Renditen und Aktienkursen erhalten, würde das Aktien Auftrieb verschaffen. Die Entwicklung des Goldpreises untermauert gegenwärtig den Eindruck, dass die Preisentwicklung einen Boden gefunden hat. Die Unterstützung bei 1180 Dollar wurde zuletzt intensiv getestet, jetzt notiert das Edelmetall wieder bei knapp über 1200. Mit steigendem Zinsniveau dürfte sich die Aufwärtsdynamik bei Gold allerdings in Grenzen halten.

Es ist nicht ungewöhnlich, dass die Inflationsrate vor Einsetzen einer Rezession noch ansteigt, teilweise sogar beschleunigt (siehe dazu den Verlauf des CPI/y%chg im übernächsten Chart!). Die Erwartung einer am Horizont lauernden Rezession deckt sich mit der Einschätzung, dass die Wachstumskräfte weltweit erlahmen. Insbesondere ist hier ein Blick nach China, der globalen Wachstumslokomotive, wichtig – dort verschlechtern sich die Makrodaten in Serie. Nachdem sich die chinesischen Aktienmärkte bisher weigerten, von dieser Entwicklung Kenntnis zu nehmen und stattdessen massiv auf geldpolitische Anreize der PBoC vertrauten, scheint jetzt ein Absturz von ihrer Fahnenstange einzusetzen.



Eine [galoppierende Inflation ist nicht in Sicht](#), aus überordneter Sicht ist aber mit einem Aufflackern zu rechnen, das wieder in sich zusammenfällt, wenn sich die wirtschaftlichen Aussichten weiter eintrüben. Zur Inflationsthematik ist dabei folgender Chart interessant. Er zeigt mit der Differenz der jährlichen Wachstumsraten von PPI und CPI, dass das Preisszenario makroökonomisch aktuell „ungesund“ ist. Als „gesund“ wird eine Preisentwicklung insbesondere dann angesehen, wenn die Inflation von der Verbraucherpreisentwicklung aus getrieben oder zumindest unterstützt wird. Lokalen Minima der PPI-Rate folgte seit Mitte der 1980er, insbesondere aber seit den 1990er Jahren ein Aufwärtsschub bei Aktien. Aktuell könnte sich wieder ein solcher Tiefpunkt herauskristallieren, womit sich die Preisentwicklung makroökonomisch insbesondere dann weniger „ungesund“ entwickelt, wenn die CPI-Rate weiter zulegt. Das wäre ein Set-up für ein Szenario der Inflationsillusion.



Die Chance, dass Aktienkurse insbesondere in den USA jetzt zu einem nachhaltigeren, womöglich allerdings einem finalen Aufschwung ansetzen, ist aus meiner Sicht relativ hoch. Die [Griechenland-Thematik wird aktuell dramaturgisch hochgekocht](#), eine Einigung „in letzter Minute“ ist nach wie vor sehr wahrscheinlich. Das dürfte einen wichtigen Katalysator für die erwartete Entwicklung bieten. Zudem gibt die in die Zukunft wandernde Erwartung des Zeitpunkts der ersten Leitzinserhöhung den Akteuren mehr Spielraum. Außerdem dürfte die der chinesischen Aktienblase gegenwärtig entweichende Luft relativ viel ausländisches Kapital frei setzen, das nun nach neuer Anlage sucht. Das lieferte zusätzlichen Treibstoff. Aufgrund der Sommermonate ist jedoch weiterhin mit erhöhter Volatilität zu rechnen