



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 20/09/2024

# Inflationserwartungen und Aktienkurse

von PABLO DUARTE & SVEN EBERT

## Zusammenfassung

Die Inflation gilt als besiegt. Was bedeutet dies für die Performance von Aktien einzelner Sektoren? Ohne neue Inflationssorgen steht weiter steigenden Kursen makroökonomisch nichts entgegen.

## Abstract

Inflation is considered defeated. What does this mean for the performance of shares in individual sectors? Without new inflation worries, there is nothing to prevent prices from rising further in macroeconomic terms.



Die Inflation gilt als besiegt. Als Beleg für diese Einschätzung beendete die Fed den schnellsten Zinsanhebungszyklus der jüngeren Geschichte der USA. Was bedeutet dies für die Performance von Aktien einzelner Sektoren? Ohne neu aufflammende Inflationssorgen steht weiter steigenden Kursen, insbesondere im IT-Sektor, makroökonomisch nichts entgegen.

### **Regimewechsel & KI-Boom – was bisher geschah**

Im Jahr 2023 haben wir - unter dem damals noch frischen Eindruck hoher Inflationsraten - den Einfluss von Veränderungen der Inflationserwartungen auf die Aktienrenditen einzelner Sektoren untersucht.<sup>1</sup> Wir kamen zum Ergebnis, dass steigende Inflationserwartungen direkt und über die Zins- und Konjunkturerwartungen die Aktienkurse je nach Sektor unterschiedlich beeinflussen: Der amerikanische Aktienindex S&P 500 und insbesondere sein IT-Sektor leiden unter steigenden Inflationserwartungen, der Energiesektor profitiert und der Basiskonsumgütersektor bleibt unverändert.

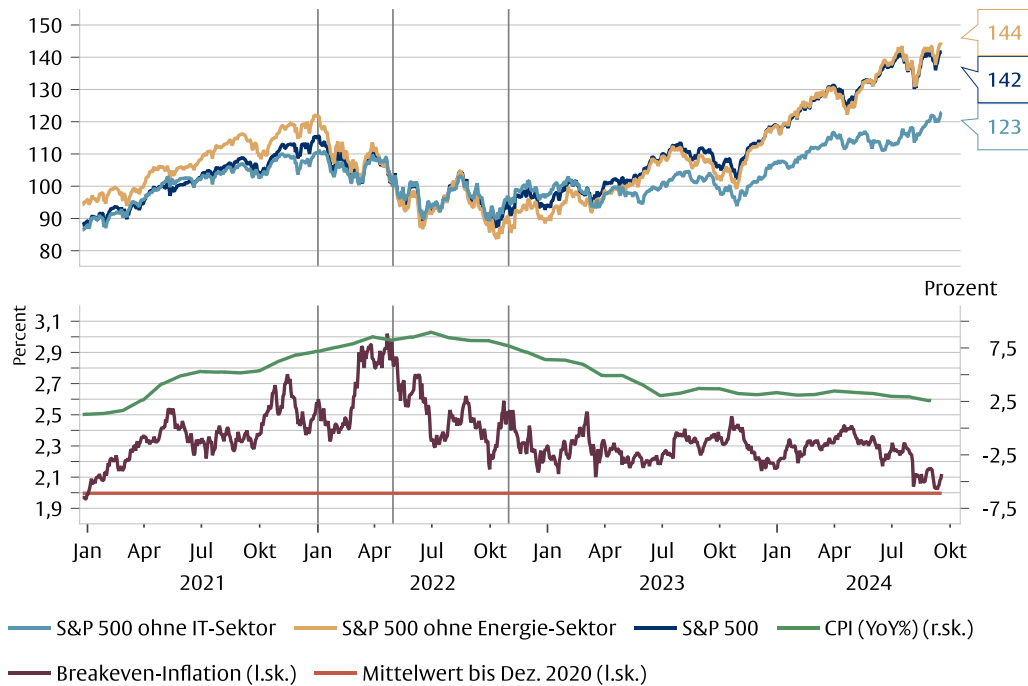
Empirisch beobachteten wir folgendes: Als die Inflationsrate Anfang des Jahres 2022 auf fast neun Prozent stieg und die Inflationserwartungen gemessen an der 10-jährigen Breakeven-Inflation die Marke von drei Prozent erreichten, mussten Investoren ohne Energietitel im Portfolio höhere Kursverluste verdauen (Abb. 1). Ab März 2022 reagierte die US-Notenbank Fed mit Zinsanhebungen. Die Post-Pandemie-Rally am US-Aktienmarkt fand damit im Frühjahr 2022 ein Ende (Abb. 1, oberes Panel). Über die Sommermonate stand die Frage im Raum, ob die US-Notenbank Fed den Kampf gegen die Inflation gewinnen könnte. Ab Herbst stabilisierten sich sowohl die Inflation als auch die Inflationserwartungen auf niedrigeren Niveaus. Seitdem trug der IT-Sektor den gesamten S&P 500 von Höchststand zu Höchststand. Ein Verzicht auf IT-Aktien kam Investoren teuer zu stehen und der Energiesektor verschlechterte diesmal die Performance.

---

<sup>1</sup> Siehe Duarte & Ebert (2023), [Wie sensitiv reagieren Aktienrenditen auf Veränderungen des makroökonomischen Umfelds?](#) Studie, Flossbach von Storch Research Institute.



**Abbildung 1: Kursentwicklung S&P 500, S&P 500 ohne Energie-Sektor und S&P 500 ohne IT-Sektor sowie Entwicklung der Breakeven-Inflation**



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Stand: 12.09.2024. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Neben den angesprochenen makroökonomischen Effekten sollte man für die seit Ende 2022 andauernde Aktienkurs-Rally einen weiteren wichtigen Punkt erwähnen: Der technologische Fortschritt und die damit verbundene höhere Produktivität des Faktors „Kapital“ haben die Aktienbewertungen seit einiger Zeit auf neue Niveaus gehoben. Diesen Zusammenhang hat unser Kollege Thomas Mayer bereits im Frühjahr ausführlich dargelegt.<sup>2</sup>

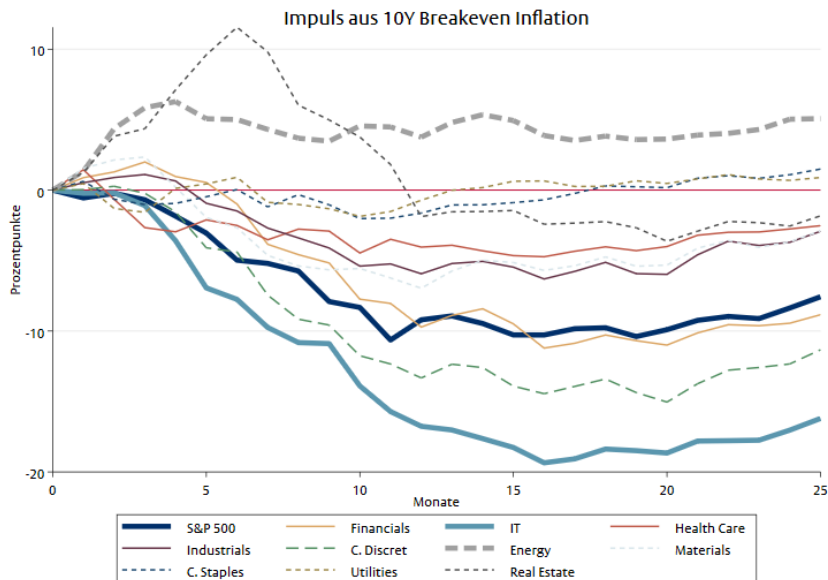
### **Inflationserwartungen und Aktienperformance – was unser Modell heute sagt**

In unserer Studie aus dem letzten Jahr haben wir anhand eines einfachen Vektor-Autoregressiven Modells die Auswirkungen veränderter Inflationserwartungen auf die Aktienrenditen verschiedener Sektoren geschätzt (Abb. 2). Aktualisiert um die Datenpunkte bis Ende August, führt nach unseren Schätzungen ein Anstieg der Inflationserwartungen um eine Standardabweichung (ca. 44 Basispunkte), zu einer Rendite im IT-Sektor, die 15 Monate später ca. 18 Prozentpunkte niedriger als ohne den Anstieg der Inflation gewesen wäre. Die Performance des Gesamtindex wäre 10 Prozentpunkte niedriger und die, des Energiesektor um ca. sieben Prozentpunkte höher als ohne den Inflationsanstieg.

<sup>2</sup> Thomas Mayer: [US-Aktienmarkt: Teuer, aber auch gut? - Flossbach von Storch Research Institute](#)



**Abbildung 2: Kumulierte Impulsantworten der verschiedenen Sektoren des S&P 500 nach einem Impuls aus der Breakeven-Inflation**



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, eigene Berechnungen. Die Größe des Schocks gleicht einer Standardabweichung bzw. 44 Basispunkten.

### Geht die Rally weiter? - was wir zukünftig erwarten

Unser ökonometrisches Modell nimmt per Konstruktion an, dass die Wirkung von Senkungen oder Steigerungen der Inflationserwartungen auf die Aktienkurse gleich stark ist. Die Realität zeigt sich jedoch asymmetrisch: Der S&P 500 reagiert bei sinkender Inflation empirisch stärker nach oben, als er bei steigender Inflation nach unten korrigiert.<sup>3</sup> Die Versuche, die Asymmetrie zu quantifizieren, zeigen stark schwankende Schätzungen der Modellparameter, sodass die Größenunterschiede von positiven und negativen Inflationsüberraschungen zunächst ungewiss bleiben. Robust ist jedoch die Asymmetrie an sich: Sinkende Inflationserwartungen helfen den Kursen mehr als steigende ihnen schaden.

Letztlich heißt das: Ohne eine Inflationsüberraschung, die die Breakeven-Inflation erneut nach oben treibt, scheint dem derzeitigen Aufwärtstrend des S&P 500 makroökonomisch nichts entgegenzustehen. Insbesondere dürfte der IT-Sektor weitere Kurszuwächse verzeichnen und der Energie-Sektor leiden. Basiskonsumgüter bleiben unbeeinflusst.

<sup>3</sup> Siehe Tabelle 2 in Duarte & Ebert (2023), [Wie sensitiv reagieren Aktienrenditen auf Veränderungen des makroökonomischen Umfelds?](#) Studie, Flossbach von Storch Research Institute.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk, Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autoren* Dr. Pablo Duarte & Dr. Sven Ebert *Redaktionsschluss* 19. September 2024