

<http://blog.de.erste-am.com/2017/07/12/welche-faktoren-beeinflussen-aktienmaerkte/>

Welche Faktoren beeinflussen Aktienmärkte?

Gerold Permoser



© © iStock.com

Es gibt kaum ein Gespräch mit Fondsmanagern, das ohne Verweis auf die Konjunktur bzw. die Geldpolitik auskommt. Warum ist das so? Dieser Blog wird das anhand der Daten für den US Aktienmarkt seit 1950 erklären.

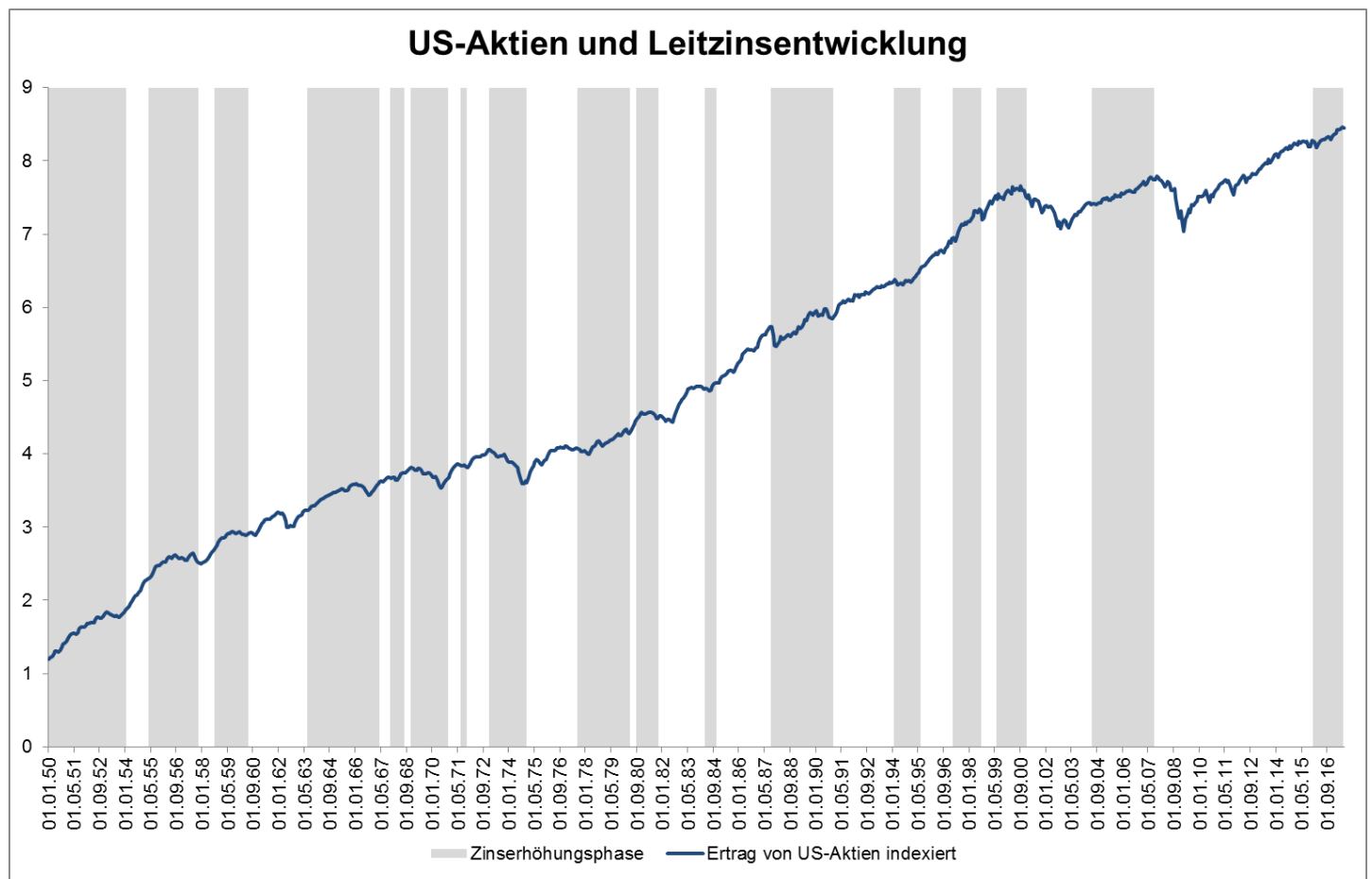
Bevor wir mit der Analyse beginnen, möchte ich kurz einige verwendeten Begriffe und Konzepte erklären.

- Wenn ich von US-Aktien und deren Erträgen sprechen, dann meine ich damit den *Total Return* des S&P 500 Index. Der *Total Return* setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: Preisanstieg und Dividenden, bei denen von einer Wiederveranlagung ausgegangen wird.
- Ich habe für die Analyse monatliche Daten von Jänner 1950 bis Juni 2017, insgesamt 809 Monate, verwendet.
- Als eine Phase von Leitzinssenkungen definiere ich die Periode von der ersten Zinssenkung bis zur ersten Zinserhöhung durch die Federal Reserve. Mit der Zinserhöhung beginnt dann eine Zinserhöhungsphase, die entsprechend wieder mit der ersten Zinssenkung endet.
- Als Leitzins habe ich, der entsprechenden Wichtigkeit im geldpolitischen Instrumentarium der US-Notenbank folgend, zuerst die Discount Rate und dann die Fed Funds Target Rate verwendet.
- Rezessionsphasen werden entsprechend der offiziellen Einschätzung durch das *National Bureau of Economic Research* (NBER) definiert. In den USA gibt es eine Behörde, die offiziell bestimmt, wann sich die US-Wirtschaft in einer Rezession befindet. (<http://www.nber.org/cycles.html>). Dieser Definition habe ich mich angeschlossen.
- Nachdem das NBER Rezessionen immer erst mit Verspätung als solche kennzeichnet, kann diese Information nicht als Indikator für das Timing des Aktienmarktes verwendet werden. Dies erklärt auch, warum Fondsmanager und Analysten unterschiedlichste Methoden verwenden, um einzuschätzen, ob die Wirtschaft sich in einer Rezession befindet oder expandiert. Ein interessantes Thema für einen zukünftigen Blog.

Bilder sagen mehr als 1000 Worte

Jeder Analyst lernt, dass eine Analyse mit einer Visualisierung der Daten, dem *eyeballing*, beginnt. *Let's eyeball!* Die folgende Grafik zeigt den S&P seit 1950. Grau hinterlegt sind Zinserhöhungsphasen. Was aus meiner Sicht auffällt, ist, dass die Aktien am Ende einer Zinserhöhungsphase „einzubrechen“ scheinen. Vor allem in den Zinserhöhungsphasen zu Beginn der Analyse

war das Muster sehr schön zu erkennen. Dies entspricht auch der Theorie: Zentralbanken erhöhen die Zinsen, wenn die Konjunktur zu laufen beginnt. Oder, wie es der ehemalige Vorsitzende der Fed, William McChesney Martin, so schön ausgedrückt hat, der Job der Fed ist es „to take away the punch bowl just as the party gets going.“



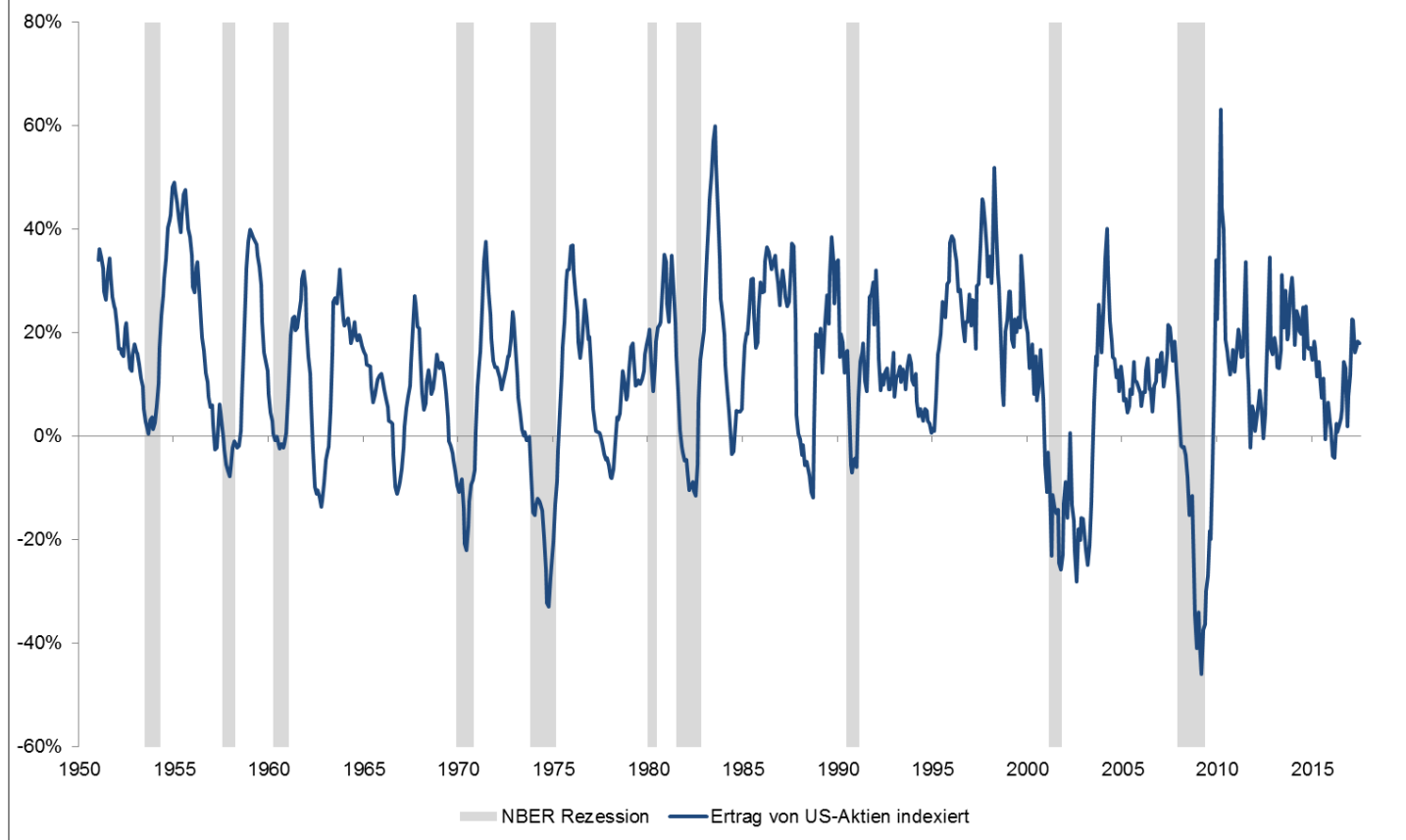
Quelle: Thomson Financial; Federal Reserve Bank, Erste AM Hinweis: Vergangenheitsdaten sind kein guter Indikator für künftige Entwicklungen.

Höhere Zinsen belasten die Unternehmen, die mehr für Kredite zahlen müssen bzw. bieten Anlegern am Geld- und Anleihenmarkt attraktive Anlagemöglichkeiten. Beides belastet den Aktienmarkt. Irgendwann wird diese Last dann zu viel und Aktien „brechen“ ein. Ein Kursrückgang am Aktienmarkt ist die Folge.

In dieser Hinsicht interessant sind die Zinserhöhungsphasen vor den **Rezessionen** 2001 bzw. 2008. Damals gab es zwar Zinserhöhungen, allerdings haben die Aktien erst reagiert, als die Zinserhöhungsphasen schon vorbei waren. In beiden Fällen hat die US-Notenbank in ihrer Zinspolitik auf „Krisen am Finanzmarkt“ reagiert. 2001 war es das Platzen der DotCom Blase bzw. Terrorattacken von 9 September, 2008 die Große Finanzkrise, die die Notenbank dazu zwangen, mit massiven Zinssenkungen auf einen Einbruch der Aktienmärkte zu reagieren, um diesen zu „stabilisieren“.

Jetzt aber zum Konjunkturzyklus. Die nachfolgende Grafik zeigt, grau hinterlegt, Rezessionsphasen und den Ertrag von Aktien im Jahresabstand. Auch hier gibt es aus meiner Sicht etwas zu lernen. Zwar sind nicht alle Phasen geringer Aktienerträge mit einer Rezession verbunden, alle Rezessionen gehen aber mit einer Schwächephase am Aktienmarkt einher. Man sieht recht deutlich, Rezessionen sind Gift für Aktien.

Ertrag von US-Aktien p.a. und Konjunktur



Quelle: Thomson Financial; Erste AM; Eigene Berechnungen

Hinweis: Vergangenheitsdaten sind kein guter Indikator für künftige Entwicklungen.

Die Zahlen bestätigen: Konjunktur- und Zinszyklus treiben Ertrag und Risiko

Diese erste grafische Analyse spiegelt sich auch in den Zahlen wider: In Phasen, in denen die US-Wirtschaft in der Rezession steckte, verlor man mit Aktien hochgerechnet auf ein Jahr 8,6%. *It's the economy, stupid!* wie es der legendäre Slogan aus Bill Clintons erstem Wahlkampf so treffend auf den Punkt brachte. Aber auch die Zinsen haben eine belegbare Wirkung auf Aktien. In Phasen von fallenden Leitzinsen lag der Ertrag von Aktien mit 14,6% mehr als doppelt so hoch als in Phase von Zinserhöhungen.

Ertrag p.a.		Leitzins		
		steigt	fällt	
Wirtschaft	Expansion	10,3%	17,6%	13,9%
	Rezession	-17,7%	-1,5%	-8,6%
		7,0%	14,6%	10,8%

Volatilität ann.		Leitzins		
		steigt	fällt	
Wirtschaft	Expansion	9,8%	11,5%	10,7%
	Rezession	11,4%	21,4%	17,8%
		10,3%	13,6%	12,1%

Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen Hinweis: Vergangenheitsdaten sind kein guter Indikator für künftige Entwicklungen. In den Ertrags- und Volatilitätszahlen wurden Gebühren, Spesen oder Steuern nicht berücksichtigt.

Noch klarer wird das Bild wenn man sich die Wirkung beider Kriterien gleichzeitig ansieht. Das absolut beste Umfeld für Aktien ist einer Phase der wirtschaftlichen Expansion und fallender Zinsen. Hier war in der Vergangenheit mit Aktien 17,6% zu holen. In Phasen der Rezession, in denen die Leitzinsen stiegen, die Anfangsphase einer Rezession, verlor man hingegen mit Aktien 17,7% p.a. Ein Unterschied von über 35 **Prozentpunkten**.

Ähnlich, wenn auch nicht ganz so krass, ist das Bild beim Risiko. Hier stich vor allem die Phase der Rezession mit fallenden Leitzinsen hervor. Das ist die Endphase einer Rezession, in denen die Märkte wieder durchzustarten beginnen. Entsprechend drehen die Aktienerträge von negativ zu positiv, mit gelegentlichen Rückschlägen, wenn erste Hoffnungen enttäuscht werden.

Genau das führt dazu, dass die Volatilität besonders hoch ist.

Wo stehen wir heute?

Mit der Zinserhöhung vom 16. Dezember 2015 hat die US-Notenbank eine Phase steigender Leitzinsen begründet. Diese Phase dauert zwar schon 18 Monate, steckt aber aufgrund der besonders vorsichtigen Vorgehensweise der Zentralbank immer noch in ihren Anfängen. Aus meiner Sicht ist noch kein Niveau erreicht, wo man sich schon ernsthaft Sorgen um die Konjunktur machen müsste. Nimmt man die vorangegangene Analyse befinden wir uns immer noch in der zweitbesten Phase für Aktien (**Expansion bei steigenden Leitzinsen**). Gute Erträge bei niedriger Volatilität. Genau das was wir in den letzten Monaten gesehen haben. Der Optimist würde sagen, das Glas ist halb voll.

Die Analyse zeigt aber auch, dass ein Abgleiten in die Rezession uns sofort in die absolut schlechteste Phase für Aktien befördern würde. In dem Sinn ist das Glas bereits halb leer. Zentral ist, wie es mit der Konjunktur weitergehen wird. Derzeit weisen Konjunkturindikatoren überwiegend noch eine Phase der Expansion aus. Ich gehe davon aus, dass das in den nächsten Monaten auch so bleiben wird. Damit sollte man derzeit Aktien prominent gewichten, sich aber bewusst sein, dass der nächste Schritt wohl eine Risikoreduktion sein wird.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationsprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Der vereinfachte Prospekt der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. wird entsprechend den Bestimmungen des ImmoInvFG 2003 idjF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, der vereinfachte Prospekt sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at abrufbar und stehen dem interessierten Anleger kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts bzw. des vereinfachten Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente sind auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Da es sich hierbei um einen Blog handelt, werden die in den jeweiligen Einträgen angegebenen Daten und Fakten sowie Hinweise nicht aktualisiert. Diese entsprechen dem Redaktionsstand zum oben angeführten Datum. Die jeweils aktuellen Daten und Hinweise in Bezug auf Fonds entnehmen Sie bitte den Angaben unter dem Menüpunkt „Fondssuche“ auf www.erste-am.at.



Gerold Permoser

Gerold Permoser ist seit Anfang April 2013 Veranlagungschef (Chief Investment Officer) der Erste Asset Management. In dieser Funktion verantwortet er die gesamten Asset Management Aktivitäten und Anlagestrategien aller Investmentfonds der Erste Asset Management Gruppe in Österreich, Deutschland, Kroatien, Rumänien, der Slowakei, Tschechien und Ungarn. Vor seinem Eintritt im Unternehmen übte er diese Funktion bei Macquarie Investmentmanagement Austria KAG aus. Permoser verfügt über Erfahrung im Veranlagungsbereich seit 1997.

Er begann seine Karriere als Fixed-Income Analyst in der Creditanstalt in Wien. Im Jahr 2000 wechselte er in das Fondsmanagement der Innovest KAG. Dort konnte er maßgebliche Akzente im Investmentbereich setzen und avancierte dann zum CIO (Leiter der Asset Allocation und des Research). Gerold Permoser studierte an der Universität Innsbruck und ist CFA-Charterholder. Er trägt an der Universität Wien und bei verschiedenen Post-Graduate Ausbildungen für Analysten und Portfoliomanager vor (z. B: bei der Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften, VÖIG).