https://blog.de.erste-am.com/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 eyball!* 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.

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.

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 Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH 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" sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG", insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG".

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen" Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.

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

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).