

Aktienmarkt und Geldpolitik

Börsianer an der Leine der «Kreatur von Jekyll Island»

Michael Rasch
23. April 2014



Fed-Chefin Janet Yellen: Wird sie die «Kreatur von Jekyll Island» bändigen?
(Bild: MICHAEL REYNOLDS / Keystone / EPA)

Anleger sollten sich nicht gegen die Politik der US-Notenbank stellen, wenn sie erfolgreich sein wollen. Das vom Fed bestimmte monetäre Klima spielt seit Jahrzehnten eine entscheidende Rolle bei der Kursentwicklung. Was Investoren dabei beachten sollten.

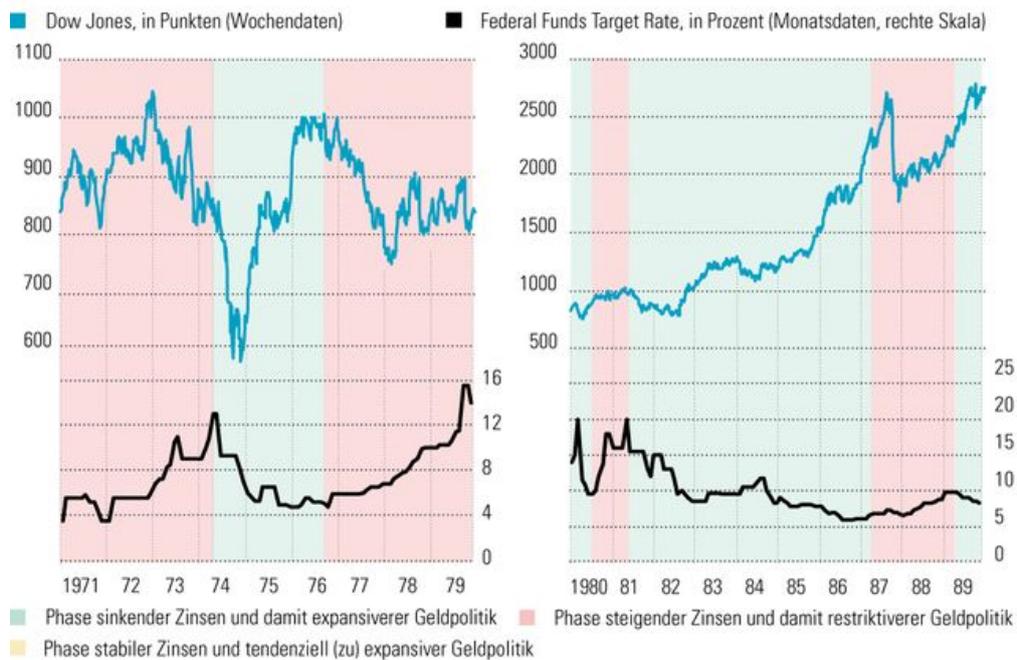
«Die Kreatur von Jekyll Island» ist an den Finanzmärkten allgegenwärtig. So bezeichnete in seinem gleichnamigen Buch G. Edward Griffin die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) und nannte sie «das schrecklichste Ungeheuer, das die internationale Hochfinanz je schuf». Die Gründung des Fed am 23. Dezember 1913 wurde bei einem geheimen Treffen führender amerikanischer Bankiers auf der nur 23 Quadratkilometer grossen, vor der Küste von Georgia liegenden Insel Jekyll Island initiiert. Die von Griffin geäusserte Kritik am Fed ist sicherlich journalistisch weit überzeichnet. Doch richtig ist, dass das Fed enormen Einfluss auf die globalen Aktienbörsen und darüber hinaus hat.

Leitzins als wichtigster Faktor

Am Aktienmarkt ist das monetäre Klima von entscheidender Bedeutung. Für dieses geldpolitische Klima gibt es mehrere Einflussfaktoren, von denen der wichtigste das allgemeine Zinsniveau ist, das durch die Leitzinsen beeinflusst wird. Als Leitzins verwendet das Fed den Zinssatz, zu dem sich Finanzinstitute sehr kurzfristig Geld untereinander leihen. Er beeinflusst primär das Zinsniveau für kurz laufende Kredite. Durch die Festlegung ihrer

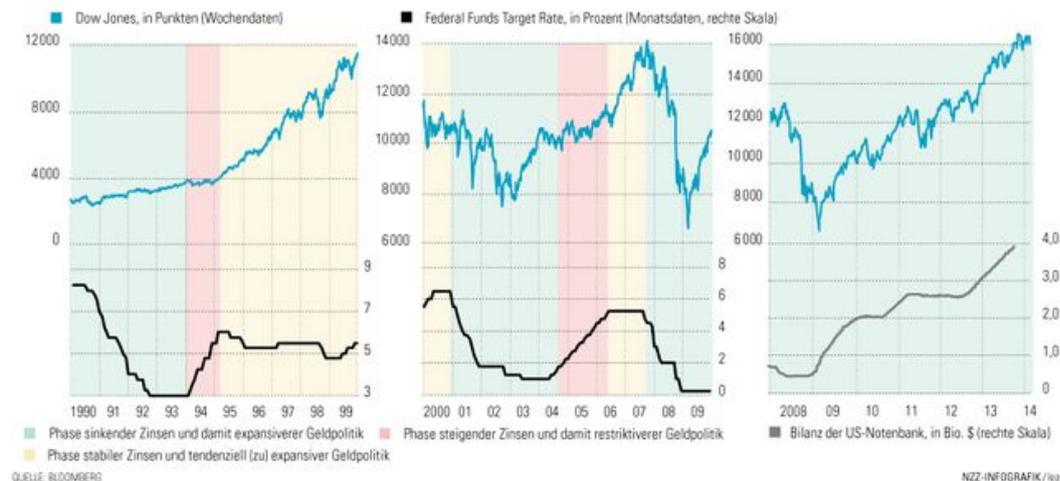
Leitzinsen versuchen Zentralbanken wie etwa das Fed, auf das Wirtschaftswachstum, die Inflation sowie in neuerer Zeit auch auf den Arbeitsmarkt Einfluss zu nehmen.

Dow Jones und amerikanische Leitzinsen bzw. Bilanz der US-Notenbank



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ-INFOGRAFIK / lea.



QUELLE: BLOOMBERG

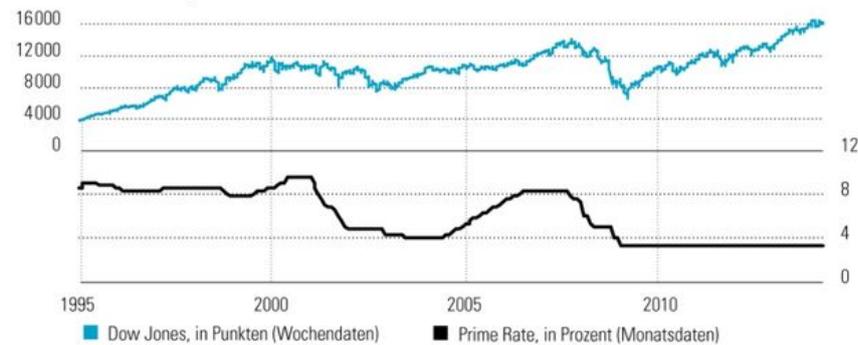
NZZ-INFOGRAFIK / lea.

Wichtig für das monetäre Klima sind neben der Politik der Notenbank auch die Kreditnachfrage der Wirtschaft, die Liquidität der Banken, die Entwicklung der Konsumentenkredite und das Vorherrschen von deflationären oder inflationären Tendenzen. Dazu kommt die Höhe des Diskontsatzes zur Beeinflussung der kurzfristigen Zinsen und der Prime Rate, also des Zinssatzes, zu dem Banken in den USA ihren grössten Kunden Geld

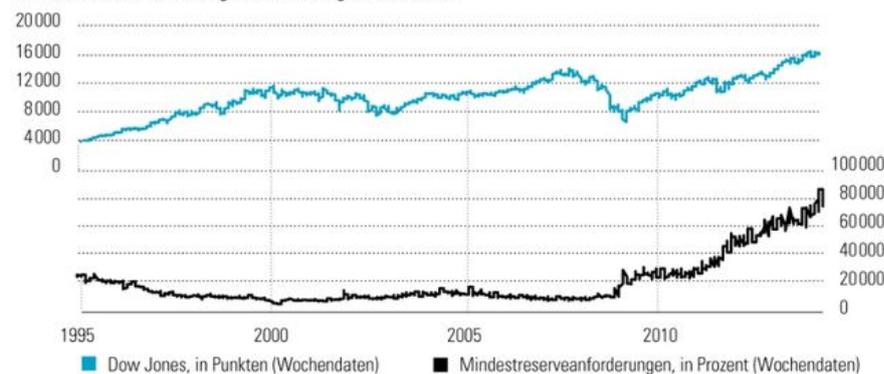
leihen. Entscheidend ist die Politik der Notenbank, die alle anderen Faktoren stark beeinflusst. Sie wird die Zinsen erhöhen, wenn sie eine drohende Inflation bekämpfen oder eine Überhitzung der Wirtschaft verhindern will. Als Faustformel gilt, dass sinkende Zinsen gut sind für den Wirtschaftsgang und die Aktienbörse, wohingegen steigende Zinsen bremsend wirken, da sie die Renditeerwartungen der Anleger steigen lassen, weshalb bei ungefähr gleichbleibenden Gewinnerwartungen die Kurse fallen müssen (vgl. obere Grafik).

Wichtige Einflussfaktoren für das monetäre Klima

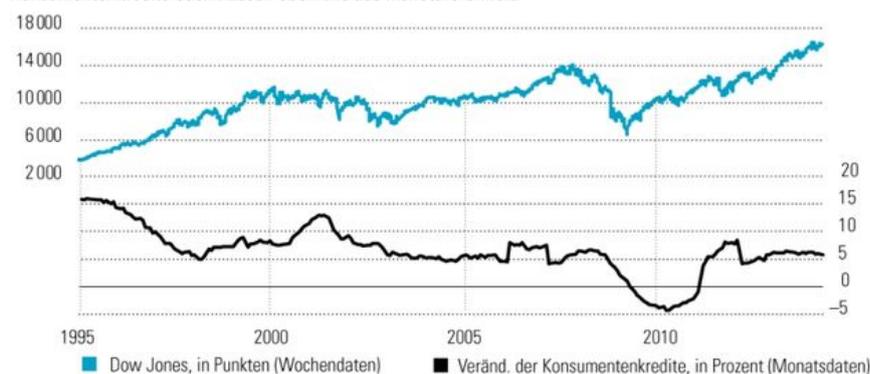
Starker Zusammenhang zwischen der Prime Rate und dem Aktienmarkt



Mindestreserveanforderungen sind wichtig für die Banken



Konsumentenkredite beeinflussen ebenfalls das monetäre Umfeld



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ-INFOGRAFIK/lea.

Sinkende Zinsen sind umgekehrt gut für Aktien, auch weil dadurch ihre relative Attraktivität gegenüber den Anleihen zunimmt. Aktien und Anleihen sind ja die beiden grossen Anlageklassen, zwischen denen das meiste Geld hin und her fließt. Zudem wird es in einem Umfeld fallender Zinsen für Unternehmen günstiger, sich zu verschulden. Dies machen Konzerne beispielsweise, um Investitionen in neue Projekte zu tätigen. Von sinkenden Zinsen profitieren also besonders solche Firmen, die stark verschuldet sind. Für sie nimmt durch das sinkende Zinsniveau ein grosser Ausgabenposten ab. Und wenn sich die Ausgaben

reduzieren, steigen bei sonst gleichbleibenden Bedingungen die Gewinne. Diese sind wiederum neben dem monetären Klima die wichtigste Determinante für die Aktienkurse von Unternehmen.

Kämpfe nicht gegen das Fed

«Don't fight the Fed», heisst daher einer der bekanntesten Anlageratschläge. Damit ist gemeint, dass sich Börsianer nicht gegen die US-Notenbank stellen sollten. Doch die Welt wäre zu einfach, wenn sich diese Regel einfach anwenden liesse. Die Effekte können von anderen Entwicklungen überlagert werden und spielen meist mit einer schwer abschätzbaren Zeitverzögerung, die von der Erwartungsbildung abhängt.

So begann beispielsweise der letzte Zinssenkungszyklus des Fed im September 2007, als die Aktienkurse noch nahe den Höchstständen lagen. Der folgende Kurseinbruch an den Börsen dauerte trotz schnell und stark sinkenden Zinsen bis März 2009. Seitdem machte sich jedoch das Umfeld äusserst niedriger Zinsen bemerkbar: Die Wirtschaft erholte sich stark, ebenso die Aktienkurse. Gemessen am Tief am 6. März 2009 bei 6470 Punkten kletterte der Dow Jones bis zum Frühjahr 2014 um sage und schreibe rund 160% auf über 16 600 Zähler. Neben der bis dato anhaltenden Nullzinspolitik wurden die Kurse ab März 2009 von Käufen von amerikanischen Wertpapieren über mehrere Billionen Dollar durch das Fed angetrieben. Diese Käufe wirken im Prinzip wie Zinssenkungen, und entsprechend bewegt sich der «Dow» nahezu perfekt synchron mit der Bilanz der amerikanischen Notenbank, in der sich ihre Wertpapierkäufe spiegeln.

Zeitlich verzögerte Reaktionen gab es auch nach dem Platzen der New-Economy-Blase. Das Federal Reserve begann Anfang 2001 damit, die Leitzinsen zu senken. Abgeschlossen war die Reduktion von 6,5% auf nur noch 1,0% schliesslich erst Mitte 2003. Trotz dieser massiven geldpolitischen Unterstützung sanken die Aktienkurse gemessen am Dow Jones bis ins Frühjahr 2003. Von diesem Tief erholte sich der «Dow» bis zur ersten Zinserhöhung Mitte 2004 um rund 65%. Dann begann sehr langsam der neue Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank, der den Aktienmarkt prompt anfangs bremste. Erst als die Währungshüter ab Mitte 2006 die Zinsen bis Ende 2007 konstant bei 5,25% hielten, bekam der amerikanische Aktienmarkt nochmals richtig Schub – bis zum Ausbruch der Finanzkrise, die mit der Subprime- und Hypothekenkrise begann.

Der Zusammenhang zwischen Zinsen und Aktienmarkt zeigte sich schon in früheren Jahrzehnten, wie die Grafik illustriert, etwa in den 1970er bis Anfang der 1980er Jahre, die in den USA zum Teil zugleich von hohen Inflationsraten gekennzeichnet waren. In den Phasen der Zinserhöhung von Anfang 1972 bis Mitte 1974 sowie von Anfang 1977 bis Mitte 1980 verzeichneten die Börsen jeweils nominale Verluste von gut 10% und rund 14%. Real, also unter Berücksichtigung der Inflation, waren die Verluste noch deutlich höher. Erst in den ebenfalls in diesem Zeitraum auftretenden Zinssenkungsperioden erholten sich Aktien wieder oder verzeichneten einen klaren Anstieg, wie etwa von Mitte 1981 bis Mitte 1983.

Zum monetären Klima an der Börse trägt auch die Prime Rate stark bei. Das ist der Zinssatz, zu dem Banken ihren erstklassigen Kunden mit bester Bonität Geld leihen. Er ist zudem der Basiszinssatz für weitere Unternehmenskredite. Normalerweise liegt die Prime Rate genau 300 Basispunkte bzw. 3 Prozentpunkte über dem Leitzins. Derzeit beträgt dieser in den USA noch immer (0% bis) 0,25%. Entsprechend liegt die Prime Rate bei 3,25%. In der Regel wird sie ebenfalls beim Treffen des zinsbestimmenden Offenmarktausschusses der US-Notenbank festgelegt. Da sich dieser Zinssatz für die Firmen mit höchster Bonität parallel zu den

Leitzinsen entwickelt, offenbart ein Vergleich der Prime Rate mit der Entwicklung des Dow Jones dasselbe Ergebnis wie jener der Leitzinsen mit dem «Dow».

Das Schöne für Anleger sowohl am Leitzins als auch an der Prime Rate im Vergleich mit anderen Zinsen ist, dass sie sich in der Regel nicht zu oft ändern. In früheren Jahren geschah das manchmal zwar mehrmals im Jahr, doch gab es durch die Finanzkrise bei beiden Raten seit Ende 2008 keine Änderung mehr.

Ab 2009 im Ausnahmezustand

Das Fed schreibt also tatsächlich stark am Drehbuch für die Börse mit. Neben der Regulierung des Zinsniveaus gehören die Überwachung der Kreditaufnahme und -vergabe sowie die Steuerung des Geldmengenwachstums zu ihren klassischen Aufgaben, wenngleich Letzteres heutzutage wegen der unklaren Zusammenhänge zwischen der Entwicklung der verschiedenen Geldmengen nicht mehr im Vordergrund steht. Für die Steuerung der Kreditaufnahme von Banken hat die US-Notenbank in ihrem Arsenal das Instrument der Mindestreserveanforderungen. Geschäftsbanken sind im Rahmen der Bankenregulierung verpflichtet, bei der Zentralbank eine gewisse Mindestreserve an Liquidität vorzuhalten. Die Höhe wird durch das Fed festgelegt, sie erschwert oder erleichtert den Banken die Kreditvergabe, denn eine Erhöhung der Reservesätze entzieht den Banken Liquidität, wogegen eine Verringerung der Reservesätze ihre Liquidität erhöht.

Notenbanken der westlichen Welt ändern die Mindestreserveanforderungen meist nicht stark, da dies bei Erhöhungen Liquiditätsprobleme bei den Geschäftsbanken auslösen könnte. Das galt besonders für das vor allem in Europa sehr angespannte Umfeld der letzten Jahre, in dem Geldmarktoperationen zur Versorgung der Banken mit Krediten über verschiedenen Laufzeiten sehr viel wichtiger geworden sind. Die Europäische Zentralbank (EZB) halbierte jedoch die Mindestreserveanforderungen schlagartig Mitte Januar 2012, um das angeschlagene Bankensystem zu entlasten. Zugleich offerierte sie Banken Kredite über drei Jahre in Billionenhöhe. – Verwendet wird das Instrument der Mindestreserveanforderungen vor allem noch durch die chinesische Zentralbank, die People's Bank of China, zur Bekämpfung der Inflation.

Bedeutende Kreditnachfrage

Im weiteren Sinn kann man auch die Konsumentenkredite zum monetären Klima rechnen. Dabei handelt es sich um Konsum- oder Haushaltskredite, die von Verbrauchern zum Kauf von Waren und Dienstleistungen genutzt werden. Unterschieden wird in den USA zwischen erneuerbaren (v. a. Kreditkartenkredite) und nicht erneuerbaren Krediten (v. a. Auto- und Ausbildungskredite). Nicht eingeschlossen sind Hypothekarkredite. Die Konsumentenkredite sind interessant, weil die Nachfrage nach Krediten Einfluss auf die Zinsen hat. Steigt die Nachfrage stark an, erhöhen sich die Zinsen und vice versa. Die Gesamtnachfrage nach Krediten ist natürlich sehr vielfältig. Dazu gehören der Finanzierungsbedarf des Staates, die Kreditnachfrage der Unternehmen sowie Hypothekarkredite. Den Konsumentenkrediten wurde früher von Ökonomen jedoch die grösste Wirkung auf den Aktienmarkt zugeschrieben. Der Effekt scheint aber in den letzten Jahrzehnten nachgelassen zu haben bzw. wurde von der sehr expansiven Geldpolitik überlagert.

Das für die Finanzmärkte so wichtige monetäre Klima ist also von einer Palette von Faktoren abhängig. Mit Abstand am wichtigsten sind die Leitzinsen bzw. derzeit die Wertpapierkäufe durch das Fed. Sollte sich hier eine Richtungsänderung ergeben, sollten sich Anleger darauf

gefasst machen, dass das «Monster» Federal Reserve damit einmal mehr die Finanzmärkte verschreckt.