

## Über das schwierige Verhältnis von Zins und Aktie

9. August 2017

- Es ist keineswegs sicher, dass sich der erwartete Kurswechsel in der Geldpolitik negativ auf die Börsen auswirkt.
- In den letzten 30 Jahren sind die Aktienkurse immer gestiegen, wenn die Leitzinsen angehoben wurden.
- Es gibt freilich auch Fälle, in denen es anders kommen kann. Was muss dann geschehen?

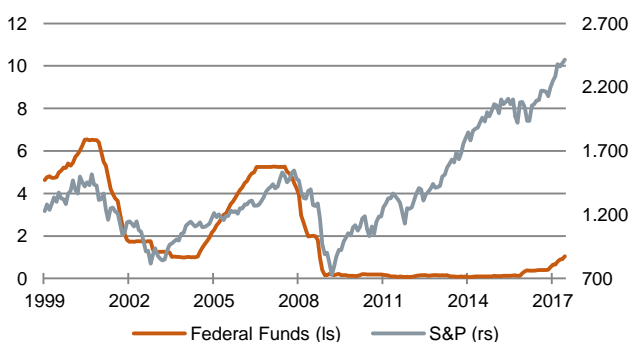
An den Aktienmärkten haben viele Anleger derzeit ein mulmiges Gefühl. Das hängt nicht nur mit dem erreichten hohen Kursniveau zusammen oder dem starken Euro oder den politischen Risiken. Eine Rolle spielt auch die Aussicht auf den bevorstehenden Kurswechsel der Geldpolitik.

Es erscheint so gut wie sicher, dass die EZB im kommenden Jahr mit der Rückführung der ultralockeren Geldpolitik beginnt. Zuerst werden vermutlich die Wertpapierkäufe zurückgeführt. Danach werden die Zinsen erhöht. Die meisten denken, dass das die Aktienmärkte belasten wird. Zum einen gibt es dann nicht mehr so viel Liquidität auf den Märkten. Zum anderen steigen die Zinsen, was die Kosten der Unternehmen erhöht und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verringert.

Ich habe mir einmal angeschaut, wie das in der Vergangenheit war. Da stieß ich auf eine Grafik, die ich zunächst gar nicht glauben wollte. Sie zeigt nämlich, dass das Paradigma "steigende Zinsen = schwächere Börsen" keineswegs immer gilt. Bis zur großen Finanzkrise 2008 war genau das Umgekehrte richtig.

## SCHADET DIE GELDPOLITIK DEN AKTIEN?

Federal Funds in %, S&amp;P



Quelle: Fred

Immer wenn die Zentralbank die Leitzinsen anhub, gingen auch die Aktienkurse nach oben. Das war selbst in der Zeit der Fall, als die Fed drei Jahre lang ohne Unterbrechung in jeder Sitzung die Zinsen um jeweils 0,25 Prozentpunkte erhöhte, insgesamt also um mehr als vier Prozentpunkte. Das war für die Wirtschaft eine Rosskur. Damals stiegen auch die langfristigen Zinsen. Gleichwohl gingen die Aktienkurse

in dieser Zeit nicht zurück, sondern legten gemessen am S&P 500 um insgesamt 13 % zu. Das gleiche Muster ist auch bei Zinssenkungen zu beobachten. Immer wenn die Fed Funds nach unten gingen, reagierten die Börsen darauf nicht positiv, sondern brachen im Gegenteil ein.

Nach der großen Finanzkrise 2008 wurde diese Mechanik zunächst außer Kraft gesetzt. Die Leitzinsen blieben niedrig, die Aktienkurse gingen gleichwohl kräftig nach oben. Das war freilich auf einen Sonderfaktor zurückzuführen. Die Wertpapierkäufe der Federal Reserve blähten die Liquidität auf den Märkten auf. Erst ab 2015 kam es wieder zu dem alten Muster: Die Zinsen stiegen und die Aktienkurse gingen ebenfalls nach oben.

---

»Sie zeigt ... , dass das  
Paradigma "steigende  
Zinsen = schwächere Börsen"  
keineswegs immer gilt.«

---

Die Grafik bezieht sich auf die Verhältnisse in den USA. Ich habe sie genommen, weil hier schon erste Effekte der neuen Zinserhöhungen zu sehen sind. Die Zusammenhänge in Europa waren in den zurückliegenden Jahren aber grundsätzlich nicht anders.

Wie kommt es zu dieser, der herrschenden Lehre widersprechenden Reaktion? Der Grund ist einfach. Zinserhöhungen haben – was oft übersehen wird – immer zwei Effekte, die in entgegengesetzter Richtung wirken. Der erste Effekt ist, dass Kredite teurer werden. Das ist das, was die Notenbank mit einer restriktiveren Politik beabsichtigt. Es würde für sich genommen zu schwächeren Börsen führen. Der zweite Effekt ist, dass Zinserhöhungen ein Zeichen sind, dass es der Wirtschaft und den Unternehmen besser geht und dass die Notenbank deshalb restriktiver werden kann. Das ist ein positives Zeichen für die Aktien.

Das gleiche gilt mit umgekehrten Vorzeichen für Zinssenkungen. Sie entlasten auf der einen Seite die Wirtschaft und stimulieren die Konjunktur. Das hilft den Aktien. Auf der anderen Seite senden sie das Signal, dass die Wirtschaft nicht

## Über das schwierige Verhältnis von Zins und Aktie

9. August 2017

so gut läuft und daher gestützt werden muss. Das belastet die Aktienmärkte.

A priori kann man nicht sagen, welcher von beiden Effekten in der Wirklichkeit überwiegt. Theoretisch können es sowohl die unmittelbaren Wirkungen der Zentralbankmaßnahmen sein als auch die Erwartungen, die die Investoren daraus ableiten. In den letzten 30 Jahren waren es offenbar stets die Erwartungen der Investoren, die sich am Ende durchsetzten. Die Anleger vertrauten darauf, dass die Zentralbanken es schon richtig machen werden. Wenn sie die Zinsen anheben, werden sie die Wirtschaft nicht überfordern. Die Aktienkurse können steigen. Wenn sie die Zinsen senken, werden sie dafür ebenfalls gute Gründe haben und die Investoren sollten sich eher aus dem Markt verabschieden.

Das ist der Normalfall. Freilich gibt es auch Ausnahmen von der Regel. Auch das zeigt die Geschichte (in der Grafik nicht abgebildet). In den turbulenten 70er Jahren des vorigen Jahrhunderts beispielsweise, als die Inflation wegen der höheren Ölpreise zu galoppieren drohte, konnte man nicht mehr darauf vertrauen, dass eine restriktivere Geldpolitik immer mit einer gut laufenden Wirtschaft einhergeht.

Die Notenbanken mussten damals die Notbremse ziehen und nahmen das Risiko einer Rezession in Kauf. Es war klar, dass die Aktienmärkte in solchen Fällen negativ auf Zinserhöhungen reagierten.

## Für den Anleger

Die Ängste, dass ein Kurswechsel der Geldpolitik die jahrelange Hausse auf den Aktienmärkten beenden würde, sind im Augenblick nicht gerechtfertigt. Wenn die Notenbanken auf die Bremse treten, dann ist das eine Folge der stabilen Konjunktur und damit ein gutes Zeichen für die Aktienmärkte. Da sollte man investiert bleiben. Andererseits kann man sich darauf nicht verlassen. Wenn der Fall eintreten sollte, dass die Inflation Beine bekommt und sich über die Maßen beschleunigt, dann könnte es brenzlich werden. Dann müsste die Notenbank die Zinsen vielleicht stärker erhöhen als dies mit einer guten Konjunktur vereinbar ist. Dann würden die Aktienmärkte kippen. Das ist aus heutiger Sicht – noch – unwahrscheinlich. Ausschließen kann man es aber nicht.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

**Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemittelung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.