

## Muss der Aktienmarkt Leitzinsanhebungen der US-Notenbank fürchten?

Die US-Notenbank blickt bekanntlich mit besonderem Interesse auf die Entwicklung am Arbeitsmarkt der Vereinigten Staaten. Dies ist eine Konsequenz ihres Zielkatalogs, welcher die Notenbank unter anderem dazu verpflichtet, für einen hohen Beschäftigungsstand zu sorgen.<sup>1)</sup> Vor allem aufgrund der in der Krise deutlich gestiegenen Arbeitslosigkeit haben die Notenbanker reagiert und die Märkte regelrecht mit Liquidität geflutet. Neben offensiven Wertpapierkaufprogrammen wurden auch die Fed Funds Target Rate auf nahezu null Prozent gesenkt.

### US-Leitzinsanhebungen vielleicht sogar notwendig?

Angesichts der verbesserten Aussichten für die US-Wirtschaft rückt nun zunehmend die Fragestellung in den Fokus, wie und wann die Fed-Geldpolitik langsam wieder normalisiert werden kann. In der Tat scheinen die Finanzmärkte momentan davon auszugehen, dass sich das Wachstum der US-Wirtschaft im II. und III. Quartal 2014 nicht nur deutlich erholen konnte, sondern auch ab 2013 relativ kontinuierlich auf (oder sogar oberhalb) des Potenzialpfades liegen dürfte. Damit geht eine sukzessive Verbesserung der Beschäftigungsaussichten einher, welche die Arbeitslosenquote inzwischen sogar unter die Marke von 6 Prozent hat fallen lassen. In diesem Umfeld werden Leitzinsanhebungen im Jahr 2015 nicht nur denkbar, sondern vielleicht sogar notwendig.

Auch die jüngst veröffentlichten Arbeitsmarktdaten für Januar 2015 deuten klar in diese Richtung. Anders ausgedrückt sorgt das durch wirtschaftliche Erholungstendenzen in den USA gekennzeichnete Marktumfeld dafür, dass die Notenbank nach dem noch im Jahr 2014 beschlossenen Ende von QE3 nun 2015 wohl nicht um

eine erste Leitzinsanhebung herunkommen dürfte.

### Geldpolitik und der Aktienmarkt

Bei vielen Investoren herrscht offenbar die Meinung vor, dass geldpolitische Entscheidungen von Notenbanken nicht neutral für die Kursentwicklung am Aktienmarkt sind. Generell scheinen einige Marktteilnehmer zu glauben, dass eine expansivere Ausrichtung der Geldpolitik positive Effekte auf das Kursniveau haben sollte. Es kann beispielsweise einfach argumentiert werden, dass eine üppigere Liquiditätsversorgung durch die Notenbank die Nachfrage nach Aktien erhöht und damit stützend auf die Kurse wirkt.

Ein näherer Blick auf die Details führt zur Identifikation von weiteren möglichen

Wirkungskanälen der Geldpolitik auf den Aktienmarkt. So mögen Notenbanken etwa in der Lage sein, die Kapitalkosten der Unternehmen nachhaltig zu beeinflussen. Eine expansivere Ausrichtung der Geldpolitik würde beispielsweise zu niedrigeren Kapitalmarktzinsen führen, was positiv für die Unternehmen wäre. Ein gesunkenes Zinsniveau sorgt zudem für eine relativ zu Aktien verringerte Attraktivität von Anleihen, was ebenfalls stützend auf die Kurse der Dividendenpapiere wirken sollte.

Noch tiefer greifende Betrachtungen sind möglich. Thorbecke argumentiert beispielsweise, dass die Verfügbarkeit von Krediten (Relevanz des Credit Channel) eine Rolle spielen kann und die Kurse von Aktien kleinerer Unternehmen, die stärker von der Finanzierung durch Banken abhängen, entsprechend nachhaltiger auf Veränderungen der Geldpolitik reagieren sollten, als die Papiere größerer Firmen, die sich einfacher am Kapitalmarkt refinanzieren können.<sup>2)</sup> Aufgrund der hier kurz skizzierten Überlegungen scheinen manche Marktteilnehmer die anstehende weitere Normalisierung der US-Geldpolitik zu fürchten.

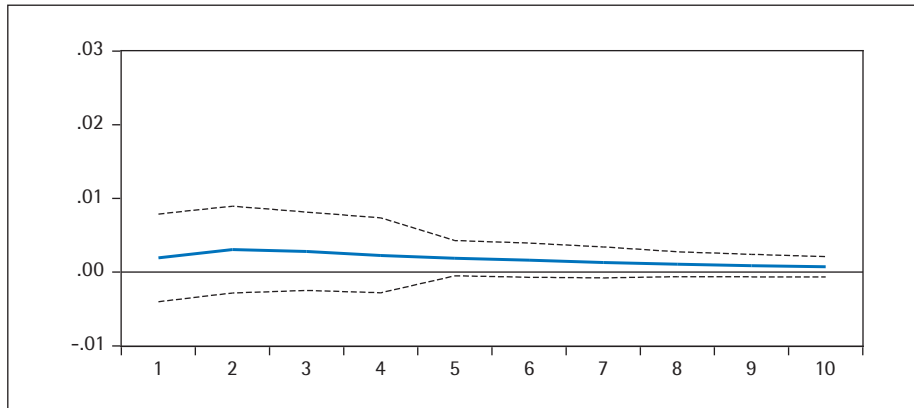
### Eine empirische Betrachtung

Um die Zusammenhänge zwischen dem US-Aktienmarkt und der Fed Funds Target Rate (als Politikvariable der US-Notenbank) zu analysieren wird ein VAR-Modell geschätzt. Dieses erklärt eine Zeitreihe aus der eigenen Historie und aus den Vergangenheitswerten weiterer endogener Variablen.<sup>3)</sup> Einen entsprechenden Ansatz wählte zum Beispiel auch Thorbecke, der mit Blick auf den Aktienmarkt durchaus statistisch signifikante Hinweise auf stützende Effekte einer expansiveren und belastende Auswirkungen einer restriktiveren Geldpolitik der US-Notenbank dokumentieren

*Torsten Windels, Chefvolkswirt, Tobias Basse, Volkswirt, und Ron Große, Private Banking, alle NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale, Hannover*

*In der öffentlichen Wahrnehmung befördert eine expansive Geldpolitik tendenziell die Aktienmärkte. Die Autoren skizzieren das aktuelle Umfeld für eine Zinserhöhung in den USA und gehen auf den Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Aktienmärkten ein. Aus einer empirischen Untersuchung dieser Verbindungen über einen Zeitraum der amerikanischen Geldpolitik ohne Strukturbrüche können sie keine zyklische Belastung des US-Aktienmarktes durch die US-Leitzinsen nachweisen. Ihre These deshalb: Die Fed passt ihre Geldpolitik eher vorsichtig und bedacht an die ökonomischen Gegebenheiten in Nordamerika an und der momentan beobachtbare kräftige Aufschwung der dortigen Wirtschaft lässt höhere US-Leitzinsen derzeit durchaus zu. (Red.)*

Abbildung 1: Auswirkungen eines Zinsschocks auf den S&P 500



konnte.<sup>4)</sup> Seine Studie betrachtet monatliche Daten im Zeitfenster Januar 1967 bis Dezember 1990.

An dieser Stelle muss auf Probleme mit Strukturbüchern – insbesondere aufgrund unterschiedlicher geldpolitischer Strategien – hingewiesen werden.<sup>5)</sup> Daher wird hier die Periode Januar 2000 bis November 2014 betrachtet. In dieser Zeit gab es in den Vereinigten Staaten drei Notenbankchefs (neben dem „späten“ Alan Greenspan vor allem Ben Bernanke sowie Janet Yellen), die eine sehr ähnliche Ausrichtung der US-Geldpolitik bevorzugt zu haben scheinen. Zudem kann nicht argumentiert werden, dass in der betrachteten Phase keine hinreichende makroökonomische Variabilität vorhanden war. Neben dem Ende des New-Economy-Booms sind nach den zwei in diesem Zeitfenster zu findenden Rezessionen jeweils auch nachhaltige Aufschwungphasen zu beobachten gewesen.

Die Ergebnisse des Modells werden mittels Impuls-Antwort-Funktionen untersucht.<sup>6)</sup> Diese zeigen die Reaktion auf einen Schock bei einer Variablen. Entscheidend für die hier analysierte Fragestellung ist zunächst die Auswirkung eines Zinsschocks (also eine höhere Fed Funds Target Rate) auf den Aktienmarkt. Die entsprechende Impuls-Antwort-Funktion (Abbildung 1) zeigt keine Belastungen; im Gegenteil – es gibt Hinweise auf eine positive Reaktion des Aktienmarktes auf höhere Leitzinsen! Diese ist allerdings statistisch (95 Prozent Konfidenzniveau) nicht signifikant. Interessant ist an dieser Stelle, dass auch die Berücksichtigung der Variablen US-Industrieproduktion zur Messung der Wirtschaftsaktivität in den Vereinigten Staaten dieses Ergebnis nicht ändert. Es handelt sich also offenbar nicht um ein Problem einer fehlenden Variablen. Bei vorsichtig Interpretation der Ergebnisse lässt sich argumentieren, dass zumindest die empirische Untersuchung keinen Beleg für klare Be-

lastungen des Aktienmarktes durch steigende US-Leitzinsen gebracht hat.

An dieser Stelle ist auch ein Blick auf die Reaktion der US-Geldpolitik auf Schocks am Aktienmarkt von Bedeutung. Aus der Impuls-Antwort-Funktion lässt sich eine zeitverzögerte und gleich gerichtete (Abbildung 2 mit einem positiven Schock beim S&P 500) Reaktion ablesen, die auch statistisch signifikant ist. Dies ist durchaus ein empirischer Beleg dafür, dass die US-Notenbank nach einer Weile mit höheren Leitzinsen auf einen positiven Schock am Aktienmarkt und umgekehrt mit einer niedrigeren Fed Funds Target Rate auf einen negativen Schock bei den US-Dividendenpapieren zu reagieren scheint.

Die empirische Untersuchung in dieser Studie hat keinen empirischen Beleg für die Hypothese liefern können, dass steigende US-Leitzinsen den Aktienmarkt belasten. Insofern müssen Investoren nach dem Ende von QE3 nun anstehende weitere Schritte zur Normalisierung der US-Geldpolitik nicht unbedingt fürchten. Die Notenbank in Washington agiert eindeutig nicht im luftleeren Raum; man passt die Geldpolitik nur vorsichtig den aktuellen ökonomischen Gegebenheiten in Nordamerika an. Der momentan zu beobachtende kräftige Aufschwung, der über höhere Unternehmensgewinne stützend für den Aktienmarkt sein sollte, dürfte höhere US-Leitzinsen zulassen.

**Fußnoten**

- 1) Vgl. zum Beispiel Pollard, P. (2003): A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 85, S. 20 und Thornton, D. L. (2012): in: The Dual Mandate: Has the Fed Changed Its Objective?, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 94, S. 117 ff.
- 2) Vgl. Thorbecke, W. (1997): On stock market returns and monetary policy, in: Journal of Finance, Vol. 52, S. 644.
- 3) Vgl. Stock, J. H./Watson, M. W. (2001), Vector Autoregressions, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, S. 102 ff.
- 4) Vgl. Thorbecke, W. (1997): On stock market returns and monetary policy, in: Journal of Finance, Vol. 52, S. 636 ff.
- 5) Vgl. Laopodis, N. T.: Dynamic linkages between monetary policy and the stock market, in: Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 35, S. 271 ff.
- 6) Aufgrund der Nichtstationarität der betrachteten Zeitreihen wird die Veränderung (1. Differenz) der Fed Funds Target Rate und die 1. Differenz des Logarithmus des S&P 500 Indexes betrachtet. Die im Modell berücksichtigten Time Lags (3) wurden anhand des AIC-Kriteriums ausgewählt. Um Probleme durch das Ordering der Variablen zu vermeiden, wurden die Impuls-Antwort-Funktionen mittels der Technik Generalized Impulses generiert.

Abbildung 2: Auswirkungen eines Schocks beim S&P 500 auf die Fed Funds Target Rate

