

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

26. Oktober 2018

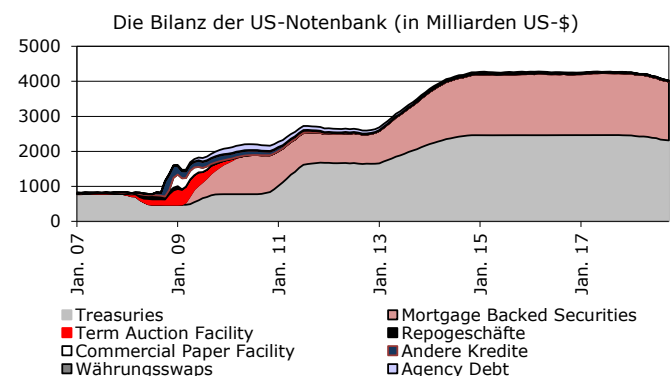
Geldpolitik und Aktienmärkte

Das erste Mal seit 10 Jahren hat sich in 2018 die Bilanzsumme der größten Zentralbanken westlicher Länder nicht weiter ausgeweitet. Im nächsten Jahr wird die Bilanzsumme voraussichtlich das erste Mal seit 11 Jahren zurückgehen. Mit anderen Worten: die extreme expansive Geldpolitik wird langsam an eine Normalisierung herangeführt.

Die USA hat mit insgesamt sieben Zinsschritten seit Ende 2016 ihren Leitzins auf die Spanne von 2,00-2,25 Prozent angehoben. Der Dotplot der letzten Zinssitzung zeigt eine weitere Zinserhöhung für die Dezembersitzung an, wogegen für 2019 etwas Unsicherheit über die Anzahl der Zinsschritte herrscht. Im Konsens werden aber weitere drei Zinsschritte befürwortet. Damit würden die Zinsen auf das von der Fed ermittelte langfristig „neutrale Zinsniveau“ steigen. Gemeint ist hiermit das Zinsniveau, für welches die Geldpolitik weder als expansiv noch als restriktiv gilt und damit eine konstante Inflationsrate impliziert. Bereits Ende 2014 hat die Fed ihr Anleihekaufprogramm auslaufen lassen (QE3). Im Oktober 2017 wurde dann damit begonnen die Bilanz zu verkürzen, indem Mittel aus auslaufenden Anleihen nicht wieder (vollständig) reinvestiert wurden. Während dieses Volumen anfangs noch USD 10 Mrd. monatlich betrug, wurde das Volumen auf aktuell USD 50 Mrd. ausgeweitet. Damit ist auch der maximale Betrag erreicht, um den die Bilanz monatlich reduziert werden soll. Insgesamt ist die Bilanzsumme von ihrem Höchstpunkt von etwa USD 4,5 Billionen auf knapp 4,2 Billionen geschmolzen.

Die Situation in der Eurozone ist eine andere, aber auch hier zeigt sich, dass sich die Geldpolitik – wenn auch verbunden mit großer Unsicherheit (Italien) – sehr langsam auf eine Normalisierung zubewegen wird. Zwar ist die EZB noch weit von einer Verkürzung ihrer Bilanz entfernt, es gilt aber als relativ sicher, dass das Anleihekaufprogramm gegen Ende des Jahres ausläuft. Der Leitzins (0,00%) und die Einlagenfazilität (-0,40%) werden zwar bis weit in das Jahr 2019 unverändert bleiben, ab Oktober 2019 rechnen wir aber auch hier mit einem vorsichtigen ersten Zinsschritt. Die Bank of England hat ihr Kaufprogramm bereits beendet und hält ihre Bilanz derzeit in etwa konstant. Die ersten beiden Zinsschritte sind hier bereits erfolgt.

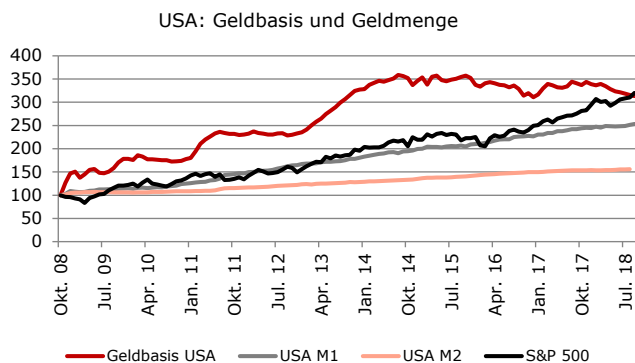
Insgesamt bedeutet dies, dass die globale Geldbasis (Zentralbankbilanz) in den kommenden Jahren langsam sinken wird. Gleichzeitig werden auch die Leitzinsen sehr langsam den Schritten der Fed folgen.



Ist diese restriktivere Geldpolitik zwangsläufig ein Grund zur Sorge für die Aktienmärkte? Fangen wir mit

Konjunktur und Strategie

der Reduzierung der Zentralbankbilanzen an. Empirisch lässt sich kein Zusammenhang von Aktienkursentwicklungen und der Geldbasis feststellen. Dagegen zeigt sich, dass ein (relativ loser) Zusammenhang zwischen der Dynamik der Entwicklung der Geldmengenaggregate (M1, M2 und M3) und Aktienmärkten besteht. Man könnte einwenden, dass eine geringere Geldbasis auch zu einer geringeren Geldmenge führen sollte und damit auch zu fallenden Kursen. Es ist jedoch keinesfalls so, dass der Zusammenhang von Geldbasis und Geldmenge eindeutig ist. Schließlich ist für die Schaffung von Buchgeld, welches den größten Teil der Geldmenge ausmacht, keine Ausweitung der Geldmenge notwendig. Weder sind – entgegen der verbreiteten Ansicht – zur Schaffung von Buchgeld Kundeneinlagen notwendig, die als Kredit weitergeben werden, noch sind vorhandene überschüssige Zentralbankguthaben (ein Teil der Geldbasis) für die Kreditvergabe eine Voraussetzung. Eindeutig zeigt sich dies in der USA, wo die Geldbasis den Höhepunkt bereits 2014 erreicht hat, die Geldmenge jedoch verhältnismäßig konstant und ungebrochen weiterwächst. Entsprechend kann die Frage nach der Entwicklung der Geldmengenaggregate gestellt werden. Für die Eurozone und auch für die USA zeigt sich hierbei, dass sich die Dynamik der Entwicklung der Geldmengen über dieses Jahr verschlechtert hat. Dies könnte zu einem Teil für schlechte Kursentwicklungen verantwortlich gemacht werden. Am aktuellen Rand jedoch hat sich die Dynamik verbessert, wie die zuletzt veröffentlichten Daten aus der Eurozone (M2 +4,2%, M3 +3,5%) und auch den USA (M2 +6,0%) zeigen. Mit der Verbesserung der Dynamik sollten also keine weiteren negativen Impulse auf die Aktienmärkte ausgehen.



Während wir also weder die Entwicklung der Geldbasis noch der Geldmenge kritisch sehen, ist von Seiten der Zinsentwicklung, insbesondere durch weitere Zinsschritt der USA, mit Impulsen auf die Aktienmärkte zu

rechnen. Was also würden steigende Zinsen für die Aktienmärkte bedeuten? Einfach betrachtet gehen höhere Zinsen mit einem Anstieg der Refinanzierungskosten der Unternehmen einher und senken damit deren Profitabilität. Gleichzeitig spiegeln sich steigende Zinsen in einem höheren Diskontierungsfaktor wieder, der den Barwert der künftigen Zahlungsströme und damit den „fairen Aktienkurs“ reduziert. Es werden hierbei jedoch besonders drei Punkte vernachlässigt: Zum einen sind Unternehmensumsätze eine nominale Größe und dürften daher bei steigender Inflation, die erst die höheren nominalen Zinsen erforderlich macht, ebenfalls wachsen. Zum anderen führen höhere Refinanzierungskosten nur langsam zu einem Anstieg der durchschnittlichen Refinanzierungskosten - besonders wenn man die längeren Laufzeiten der Unternehmensschulden in den USA berücksichtigt. Drittens sind Branchen und auch die Unternehmen innerhalb der Branchen teilweise völlig unterschiedlich aufgestellt, so dass die Reagibilität auf Zinsen stark variiert. Das zeigen auch unsere Berechnungen, in der wir die Zinssensibilität von Aktien getestet haben. Sowohl für den S&P 500 als auch den Stoxx 600 haben wir über verschiedene Zeiträume sowohl auf Einzeltitelebene als auch auf Branchenebene getestet, wie Aktienkurse relativ zu dem entsprechenden Index auf Änderungen der Marktzinsen reagieren. Die berechnete Elastizität über verschiedene Zeiträume zeigt ein relativ homogenes Bild für beide Regionen mit eindeutigen Gewinnern und Verlierern. Zu den Verlierern steigender Zinsen zählen hier in erster Linie defensive oder dividendenstarke Unternehmen, was absolut Sinn ergibt, da Dividenden durch die gestiegenen Markrenditen substituiert werden können. Dies sind etwa Branchen wie Telekommunikation, Versorger, REITs und Nahrungsmittelhersteller. Zu den Gewinnern dagegen zählt mit Asset Managern, Versicherern und Banken der Finanzsektor, der von einer höheren Zinsmarge profitieren kann.

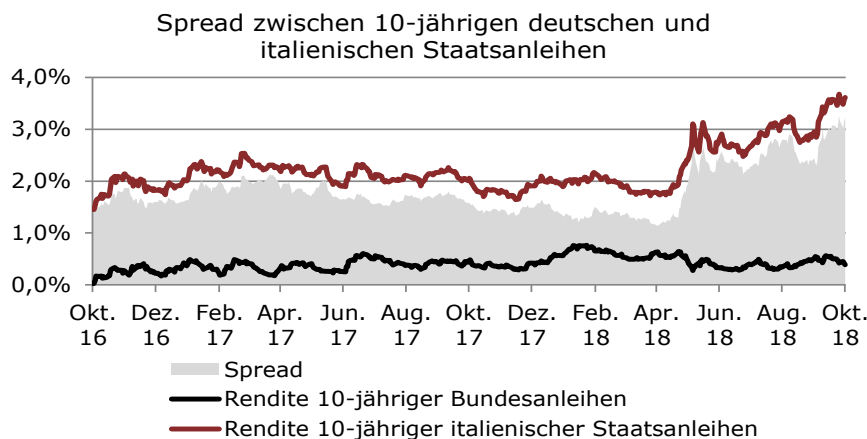
Insgesamt gehen wir davon aus, dass mit einer zukünftigen Verkürzung der globalen Zentralbankbilanzen wenig Impulse für die Aktienmärkte ausgehen. Zinsseitig ist jedoch mit deutlichen und auch negativen Auswirkungen zu rechnen, wobei unsere Berechnungen zeigen, dass – solange die Geldpolitik nicht überschießt – auch steigende Renditen ihre Gewinner am Aktienmarkt haben.

Wochenausblick für die Zeit vom 29. Oktober bis 2. November 2018

	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Veröffentlichung
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-15	-7	--10	-23	-14		30. Oktober
D: Arbeitslosenquote s.a.	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%		30. Oktober
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,2%	0,2%	0,0%	0,6%	0,2%		30. Oktober
D: vorl. Inflationsrate, y/y.	2,1%	2,0%	2,0%	2,3%	2,4%		30. Oktober
D: Einzelhandelsumsätze m/m	1,1%	-1,1%	-0,1%	0,2%			31. Oktober
D: Einkaufsmanager verarb. Gewerbe	56,9	56,9	55,9	53,7	52,3		02. November
E-19: Geschäftsklima	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1		30. Oktober
E-19: vorl. Inflationsrate m/m	0,3%	-0,5%	0,2%	0,4%	0,3%		31. Oktober
E-19 vorl. Inflationsrate, y/y.	2,0%	2,1%	2,0%	2,1%	2,2%		31. Oktober
E-19: Arbeitslosenquote s.a.	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%			31. Oktober
	Q1 2018		Q2 2018		Q3 2018		
E-19: BIP q/q	0,4%		0,3%		0,3%		30. Oktober
E-19: BIP y/y	2,5%		2,1%		1,8%		30. Oktober

MWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Italienisches Schuldendrama



Das italienische „Schuldendrama“ hat einen neuen Höhepunkt erreicht. Steuerreduktionen sowie die Einführung von Mindesteinkommen haben die Schuldenlast steigen lassen und wecken den Bedarf nach einer weiteren Erhöhung der Neuverschuldung. So beabsichtigt die italienische Regierung die Nettoneuverschuldung um weitere 2,4% des Bruttoinlandsprodukts zu erhöhen. Hier wurde aber im wahrsten Sinne des Wortes die „Rechnung ohne den Wirt gemacht“, wobei der Wirt in diesem Fall die Europäische Kommission ist, die den Antrag der italienischen Regierung nicht akzeptiert hat und bei Nichteinhaltung der EU-Regeln mit Strafmaßnahmen droht. Im Gegenzug fordert Brüssel eine Begrenzung der Neuverschuldung auf einen Maximalwert von 1,5%. Die Marktakteure zeigen sich besorgt, wie der Abfluss von ausländischen Kapital in Höhe von 42 Mrd. Euro, davon allein 24 Mrd. Euro aus Staatsanleihen, im Zeitraum Mai bis Ende August belegt. Die Ra-

tingagentur Moody’s hat ihrerseits am vergangenen Freitag die Kreditwürdigkeit Italiens herabgestuft. In der Konsequenz sind die Spreads zwischen dem Renditen italienischer und deutscher Staatsanleihen seit Mitte des Jahres wieder deutlich angestiegen und erreichten in den letzten Tagen mit 327 Punkten ein neues Hoch, das zwar noch von den Spitzenwerten der Italienkrise im Jahre 2011 (558 Punkte) entfernt ist, aber weit über dem Durchschnitt (156 Punkte) der letzten 10 Jahre liegt. Um einen „Kollaps“ und eine weitere Ausuferung der Spreads zu vermeiden, ist nun eine schnelle Einigung zwischen Rom und Brüssel erforderlich. Eine dauerhafte Lösung wird sich jedoch nur herbeiführen lassen, wenn es Italien aus eigenen Kräften gelingt, eine Haushaltsdisziplin walten zu lassen und durch Reformen die Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu schaffen, aus dem das Land seine Schulden finanzieren und letztlich zurückführen kann.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	25.10.2018	18.10.2018	24.09.2018	24.07.2018	24.10.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	18:10	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	24919	-1,8%	-6,2%	-1,3%	6,3%	0,8%
S&P 500	2703	-2,4%	-7,4%	-4,1%	5,2%	1,1%
Nasdaq	7108	-5,0%	-11,1%	-9,3%	7,7%	3,0%
DAX	11307	-2,4%	-8,5%	-10,9%	-13,1%	-12,5%
MDAX	23665	-2,8%	-9,4%	-11,5%	-9,5%	-9,7%
TecDAX	2552	-4,0%	-9,1%	-12,2%	2,6%	0,9%
EuroStoxx 50	3164	-1,5%	-7,2%	-9,2%	-12,4%	-9,7%
Stoxx 50	2897	-1,0%	-5,0%	-7,3%	-8,8%	-8,8%
SMI (Swiss Market Index)	8706	-0,8%	-2,7%	-3,3%	-5,3%	-7,2%
FTSE 100	7004	-0,3%	-6,1%	-9,1%	-6,9%	-8,9%
Nikkei 225	21269	-6,1%	-10,9%	-5,5%	-2,5%	-6,6%
Brasilien BOVESPA	83997	0,2%	7,7%	6,1%	10,0%	9,9%
Russland RTS	1121	-1,7%	-3,6%	-2,0%	-0,6%	-2,9%
Indien BSE 30	33690	-3,1%	-7,2%	-8,5%	3,3%	-1,1%
China Shanghai Composite	2604	4,7%	-6,9%	-10,4%	-23,2%	-21,3%
MSCI Welt (in €)	1989	-2,5%	-6,1%	-4,8%	1,3%	-0,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	953	-0,7%	-5,3%	-9,2%	-11,4%	-13,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	160,18	66	186	-210	-93	-150
Bobl-Future	131,37	14	83	-57	15	-24
Schatz-Future	111,96	0	21	-2	-21	-1
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	0	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,30	1	0	0	-6	0
3 Monats \$ Libor	2,51	4	13	17	114	81
Fed Funds Future, Dez 2018	2,27	0	2	5	59	0
10-jährige US Treasuries	3,13	-4	4	18	72	72
10-jährige Bunds	0,40	-3	-12	6	-8	-3
10-jährige Staatsanl. Japan	0,12	-3	-1	4	5	7
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,00	-2	-4	4	1	13
US Treas 10Y Performance	555,47	0,4%	0,2%	-0,9%	-4,2%	-4,5%
Bund 10Y Performance	618,29	0,3%	1,2%	0,2%	2,4%	1,8%
REX Performance Index	484,44	0,4%	0,4%	0,0%	0,5%	0,8%
IBOXX AA, €	0,79	-1	-6	3	4	11
IBOXX BBB, €	1,77	3	6	17	52	54
ML US High Yield	6,86	10	33	29	96	71
JPM EMBI+, Index	780	-0,5%	-1,3%	-2,2%	-6,8%	-6,7%
Wandelanleihen Exane 25	7131	0,0%	-4,2%	-3,7%	-2,4%	-3,6%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	415,42	-0,1%	-0,2%	-3,7%	-3,2%	-3,9%
MG Base Metal Index	312,53	0,8%	-1,1%	-1,7%	-11,0%	-12,9%
Rohöl Brent	76,62	-3,8%	-5,2%	3,6%	32,7%	15,0%
Gold	1230,04	0,2%	2,3%	0,2%	-3,5%	-5,6%
Silber	14,70	0,4%	2,3%	-5,2%	-13,2%	-13,6%
Aluminium	1977,50	-1,5%	-2,5%	-4,2%	-7,8%	-12,3%
Kupfer	6188,00	0,5%	-2,6%	-1,2%	-11,7%	-14,1%
Eisenerz	72,05	0,9%	4,9%	12,9%	18,6%	1,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1546	-1,2%	7,8%	-12,9%	-2,6%	13,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1368	-1,2%	-3,4%	-2,9%	-3,3%	-5,2%
EUR/ GBP	0,8866	0,9%	-1,2%	-0,4%	-1,1%	-0,1%
EUR/ JPY	127,96	-1,1%	-3,5%	-1,6%	-4,5%	-5,2%
EUR/ CHF	1,1378	-0,6%	0,8%	-2,1%	-2,0%	-2,8%
USD/ CNY	6,9477	0,1%	1,3%	2,3%	4,7%	6,8%
USD/ JPY	112,26	0,1%	-0,5%	1,0%	-1,4%	-0,4%
USD/ GBP	0,7802	2,0%	2,5%	2,6%	2,3%	5,5%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.