

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Wirkt die Geldpolitik oder wirkt sie nicht?

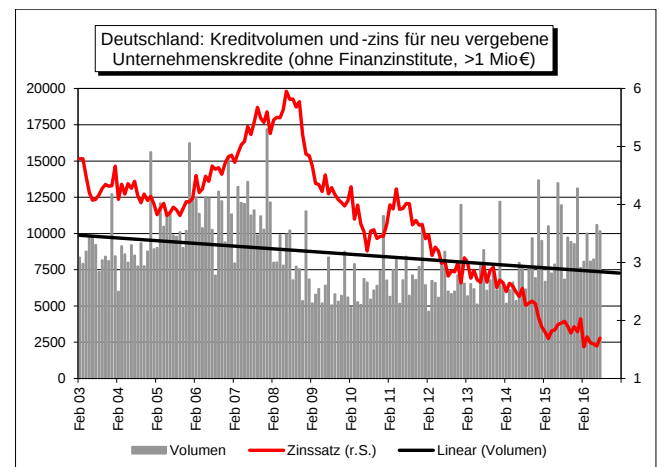
Immer wieder wird die Frage gestellt, ob die äußerst expansive Geldpolitik der Notenbanken überhaupt Wirkung zeigt. Zweifel resultieren vor allem aus der Tatsache, dass das globale Wirtschaftswachstum der vergangenen 5 Jahre bestenfalls als lethargisch zu bezeichnen ist – trotz einer Notenbankpolitik, die gleichzeitig immer expansiver geworden ist. Auch in diesem Jahr wird die Weltwirtschaft gerade einmal mit einer Rate von 3% wachsen, womit die wenig ambitionierte Prognose des IWF vom Jahresbeginn erneut verfehlt wird. Die Ursachen für dieses geringe Wachstum sind vielfältig. Politische Unsicherheiten, wie innenpolitische Spannungen in vielen Ländern, die zu einem zunehmenden Populismus und Protektionismus führen, die anstehenden Austrittsverhandlungen Großbritanniens aus der EU sowie viele geopolitische Krisenherde oder die Terrorismusgefahr spielen dabei eine Rolle. Ebenso wirtschaftliche Risiken, die aus dem Umbau der chinesischen Volkswirtschaft weg von der Industrie hin zu mehr Dienstleistungen resultieren oder aus der Frage, wie es mit der US-Wirtschaft nach der Anfang November anstehenden Präsidentschaftswahl weitergehen wird.

Würde die Geldpolitik ihre Wirkungen entfalten, müsste sich dies doch eigentlich längst in höheren Wachstums- und Inflationsraten widerspiegeln. Auch die Tatsache, dass – von einzelnen Ausnahmen abgesehen – nicht erkennbar ist, dass die Notenbanken an ihrer Geldpolitik in absehbarer Zeit grundlegend etwas ändern werden, muss doch als Eingeständnis gewertet werden, dass die Zentralbanken ihre Ziele nicht erreicht haben, oder? Das Urteil über die Zielerreichung hängt allerdings immer vom zugrundeliegenden Maßstab ab. Das Problem dabei ist, dass man nicht weiß, wie sich die Realwirtschaft und die Inflation entwickelt hätten, wenn in der Vergangenheit eine andere Geldpolitik verfolgt worden wäre.

Vor allem für die Eurozone hat es den Anschein, als ob die Geldpolitik bislang kaum wirkt. So wächst die Eurozone in diesem Jahr mit einer Rate von 1,5%, 2017 wird sich die Wachstumsrate auf 1,3% abschwächen. Die Inflationsrate wird in diesem Jahr bei 0,2% und im nächsten Jahr bei 1,2% liegen. Die Zahlen für den gesamten Währungsraum unterschlagen jedoch, dass es in den einzelnen Mitgliedsländern durchaus markante Unterschiede gibt. So ist die Konjunkturdynamik in den ehemaligen Krisenländern Irland und Spanien überdurchschnittlich stark. Beide Länder haben in den vergangenen Jahren ihre Hausaufgaben gemacht und zum Teil schmerzliche Reformen beschlossen und umgesetzt, sodass sich ihre Wettbewerbsfähigkeit deutlich verbessert hat. Länder wie Frankreich und Italien, aber auch Portugal und Griechenland haben dagegen notwendige Reformen verschleppt, nur teilweise umgesetzt oder auf halbem Weg kehr gemacht. Die Folge hier: eine dauerhafte Wachstumsschwäche ohne Aussicht auf baldige Besserung. Dies zeigt, dass Geldpolitik alleine nicht in der Lage ist, mehr Wachstum und mehr Inflation zu erreichen, wenn es strukturelle Verkrustungen gibt, die von der Politik nicht aufgebrochen werden.

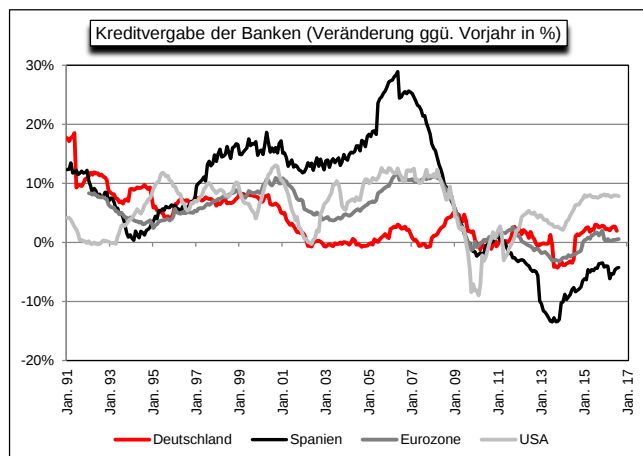
Aber nicht nur die mangelnde Reformbereitschaft von Regierungen macht der Geldpolitik der EZB das Leben schwer, auch die Regulierung des europäischen Finanzsektors hat einen großen Beitrag daran, dass der geldpolitische Transmissionsmechanismus nicht richtig funktioniert. So wurden die Eigenkapitalvorschriften durch den Basler Ausschuss für Bankenaufsicht nach der Finanzkrise deutlich verschärft (Basel III), und es wurden neue regulatorische Standards, wie die sogenannte Verschuldungsquote (Leverage Ratio) oder die Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio), eingeführt. Diese haben dazu beigetragen, dass die Kreditvergabe im Euroraum trotz rekordniedriger Zinsen kaum zugenommen hat und das, obwohl die Zinsmarge für die meisten Kreditinstitute hoch genug geblieben ist, um mit einer höheren Kreditvergabe das eigene Zinsergebnis verbessern zu können. Mit Basel IV droht bereits der nächste Regulierungsschritt, der sich erneut negativ auf das europäische Bankensystem auswirken könnte.

Zahlen der Bundesbank zeigen, dass die Zinsmarge bei neu vergebenen Hypotheken- und Unternehmenskrediten durch deutsche Kreditinstitute in den vergangenen zwei Jahren leicht gesunken ist, während sie bei neuen Konsumentenkrediten konstant geblieben ist. Die Kreditvergabe der deutschen Banken an Unternehmen und Private hat sich im Durchschnitt der vergangenen 12 Monate um rund 2,5% gegenüber dem Vorjahr erhöht, was wir als Zeichen werten, dass die expansive Geldpolitik der EZB zumindest zum Teil auch in der Realwirtschaft ankommt. Allerdings sind die Zuwachsraten deutlich geringer als es sonst in Zeiten sinkender Leitzinsen zu beobachten war. Im Vergleich zur gesamten Eurozone (Kreditvergabe +1%) ist das Neukreditgeschäft in Deutschland sogar etwas aktiver. Eine besonders starke Zurückhaltung bei der Kreditvergabe ist in Griechenland, Irland und Spanien, aber auch in Italien festzustellen, während sich beispielsweise die französischen Banken etwas „vergabefreudiger“ zeigen.



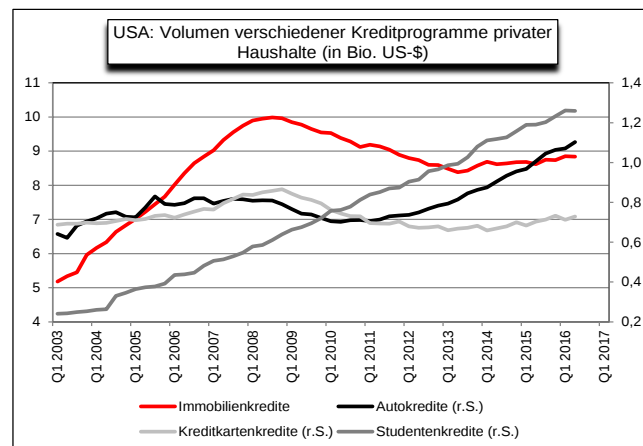
Dass es auch anders geht, zeigen die USA. Denn dort ist die Kreditvergabe in den vergangenen Jahren sehr viel stärker ausgeweitet worden als es in der Eurozone der Fall ist. Allein in den letzten 12 Monaten war ein Anstieg von rund 8% gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen. Damit stehen den US-amerikanischen Privathaushalten und den Unter-

nehmen mehr finanzielle Mittel zur Verfügung, die entweder für den Konsum oder für Investitionen verwendet werden können. Während der private Verbrauch auch wegen der Kreditvergabe der US-Banken der wichtigste Wachstumspfeiler der US-Wirtschaft ist, haben die US-Unternehmen in den vergangenen Jahren nur wenig investiert. Dies ist aber in erster Linie ein zyklisches und kein strukturelles Problem. Denn die schwache Investitionsneigung ist vor allem auf den stark gesunkenen Ölpreis zurückzuführen, der zu geringeren Erträgen bei den US-Frackingunternehmen geführt hat. Obwohl diese nur einen geringen Anteil an der Gesamtwirtschaft haben, waren sie dennoch in der Zeit zwischen 2011 und 2014 für einen nicht unerheblichen Teil der Investitionen verantwortlich. Dennoch haben die US-Unternehmen in der letzten Zeit viele neue Schulden aufgenommen, zum Teil über neue Kredite, zum Teil über die Emission von neuen Anleihen. Damit wurden zum einen ältere, höherverzinsliche Kredite oder Anleihen abgelöst, um die Zinsausgaben zu reduzieren. Zum anderen kaufen US-Aktiengesellschaften aber auch sehr viele eigene Aktien zurück und wandeln damit (teures) Eigenkapital in (günstigeres) Fremdkapital um. Diese Vorgehensweise macht so lange Sinn, wie die Dividendenrendite höher ist als der Emissionszins.



Während in der Eurozone die mangelnde Kreditvergabe negativ beurteilt wird, ist es in den USA eher umgekehrt. Die Sorge ist, dass die hohe Kreditvergabe über kurz oder lang zu einer exzessiven Verschuldung führen könnte und deswegen schon bald die nächste (Immobilien-) Blase platzt. Diese Sorgen teilen wir allerdings nicht. Denn im Unterschied zur Phase des billigen Geldes unter der Ära Alan Greenspans hat die Verschuldung der US-Privathaushalte in den letzten Jahren trotz der großzügigen Kreditvergabe der Banken nur moderat zugenommen. Dies gilt insbesondere für Immobilienkredite, die traditionell den größten Anteil an der Verschuldung von Privatpersonen ausmachen. Ende 2008 belief sich die Summe aller ausstehenden Immobilien- und Konsumentenkredite auf 12,7 Billionen US-Dollar, davon entfielen damals fast 80% auf Hypothekenkredite. Heute stehen Kredite in einem Umfang von 12,3 Billionen US-Dollar aus, der Anteil der Immobilienkredite liegt bei gut 70%. Zwar ist die absolute Höhe der ausstehenden Kredite zu Beginn des Jahres 2016 nicht viel geringer als es vor dem Ausbruch der Krise im Jahr 2008 der Fall gewesen ist, doch gibt es einen wesentlichen Un-

terschied: Damals entsprachen die Kredite mehr als 115% der verfügbaren Einkommen, während es heute 88% sind. Relativ gesehen ist dies der geringste Verschuldungsgrad seit dem Jahr 2003. Nur in zwei Kreditsegmenten ist ein Anstieg der Verschuldung zu beobachten, der im Blick behalten werden muss: dies sind die Auto- und die Studentenkredite.



Zudem sollte man bei der Betrachtung der absoluten Verschuldung nicht außer Acht lassen, dass diese zwar auf den ersten Blick wieder außerordentlich hoch erscheint, doch Gleiches auch auf die Vermögensentwicklung der US-Amerikaner zutrifft. Im 2. Quartal 2016 belief sich das Netto-Vermögen der Privathaushalte auf 89,1 Billionen US-Dollar. Gesamtverbindlichkeiten von 14,7 Billionen US-Dollar stand ein Gesamtvermögen von 103,8 Billionen US-Dollar gegenüber. Der größte Einzelposten auf der Aktivseite der Vermögensbilanz stellt das Immobilienvermögen dar (25,6 Billionen US-Dollar), gefolgt von den Ansprüchen gegenüber Pensionsfonds (21,7 Billionen US-Dollar), Aktienanlagen (14,5 Billionen US-Dollar), Bankanlagen (10,9 Billionen US-Dollar), Anlagen in Investmentfonds (6,7 Billionen US-Dollar) und Anleihen im Wert von 5,3 Billionen US-Dollar.

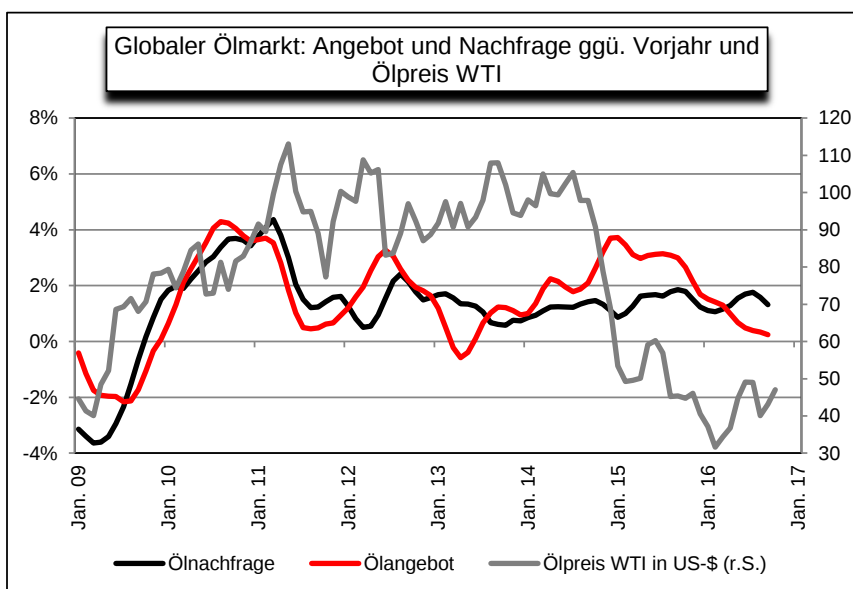
An dieser Entwicklung zeigt sich unseres Erachtens nach sehr deutlich, dass die Geldpolitik der US-Notenbank sehr wohl den gewünschten Erfolg erzielt hat, denn die Fed hat nach der Finanz- und Wirtschaftskrise immer wieder betont, dass sie mit ihren Zinssenkungen und Anleihekaufprogrammen auch das Ziel verfolgt, positive Vermögensseffekte hervorzurufen. Damit – so die Überlegung – würden der Immobilienmarkt und der private Verbrauch unterstützt. Schaut man sich die Entwicklung der US-Wirtschaft in den letzten Jahren an, sieht man, dass die stärksten Konjunkturimpulse tatsächlich von den Wohnungsbauinvestitionen und vom privaten Konsum ausgegangen sind. Von daher hat die US-Notenbank die meisten Ziele, die sie mit ihrer expansiven Geldpolitik verbunden hat, erreicht. Nicht erreicht hat sie – wie auch die EZB – hingegen das Ziel, die Inflationsrate wieder auf ein nachhaltig höheres Niveau zu heben. In einer globalisierten Welt, so hat es den Anschein, können nationale Notenbanken mit ihrer Geldpolitik die Inflationsrate nicht mehr kontrollieren. Dennoch lautet unser Fazit: Die Geldpolitik wirkt! Und zwar vor allem dann, wenn sie von einer reformwilligen Wirtschaftspolitik unterstützt wird.

Wochenausblick für die Zeit vom 3. Oktober bis 7. Oktober 2016

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,1	54,5	53,8	53,6	54,3		3. Oktober
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,2	53,7	54,4	51,7	50,6		5. Oktober
D: Auftragseingänge, m/m	0,1%	-0,3%	0,2%	0,1%			6. Oktober
D: Auftragseingänge, y/y	0,2%	-2,8%	-0,5%	1,4%			6. Oktober
D: Industrieproduktion, m/m	-0,9%	1,1%	-1,5%	0,4%			7. Oktober
D: Industrieproduktion, y/y	-0,3%	0,7%	-1,2%	-0,1%			7. Oktober
E-19: Produzentenpreise m/m	0,7%	0,7%	0,1%	0,1%			4. Oktober
E-19: Produzentenpreise y/y	-3,8%	-3,1%	-2,9%	-1,9%			4. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	51,5	52,8	52,0	51,7	52,6		5. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,3	52,8	52,9	52,8	52,1		5. Oktober
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,4%	-0,1%	1,1%	-0,2%			5. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: OPEC überrascht die Märkte



„Der Ölpreis steigt, und alle freuen sich“. Auch wenn diese Aussage erst einmal nach verkehrter Welt klingt, ist sie doch seit Jahresanfang an den Aktienmärkten zur Realität geworden. Ökonomisch sollte sich ein sinkender Ölpreis eigentlich wie ein Konjunkturprogramm für die ölimportierenden Staaten auswirken. Allerdings schritt der Ölpreisverfall Anfang des Jahres immer rasanter voran, weshalb seither ein sinkender Ölpreis, zumindest an den Aktienmärkten, mit Sorgen um die Wirtschaft in den USA und den Schwellenländern einher geht und daher tendenziell negativ aufgenommen wird. Ursächlich für den starken Rückgang des Ölpreises war neben der Wachstumsverlangsamung in China vor allem der starke Anstieg des globalen Ölangebots. So produzierten die USA dank des Frackings bis zum Sommer 2015 fast so viel Öl wie die beiden größten Ölproduzenten der Welt, Russland und Saudi Arabien. Um ihre Marktanteile zu halten, haben auch diese Länder ihre Ölförderung ausgeweitet, und damit den Preisverfall, der am 11. Februar mit \$26,19 pro Barrel seinen vorläufigen Höhepunkt erreichte, noch weiter befeuert. Seither hat die globale Ölnachfrage wieder etwas angezogen, so dass der Ölpreis sich bis Anfang Juni leicht erholte, um dann jedoch trotz Nachfrageüberhang in den letzten Wochen wieder

zu sinken. Diesem Druck scheint die OPEC jetzt nicht weiter standhalten zu können. Angeblich hat sich das Kartell bei seinem informellen Treffen in Algerien auf eine Begrenzung der Fördermengen geeinigt. Sollte diese Begrenzung beim nächsten offiziellen Treffen wirklich bestätigt werden, wäre dies die erste Drosselung seit über acht Jahren. Die OPEC hatte vor einem Jahr zunächst mit einer Aufhebung der bis dahin festgeschriebenen Höchstgrenzen von 32,5 Mio. Barrel pro Tag genau gegenteilig auf das immer weiter steigende Fracking-Angebot aus den USA reagiert. Dies war wohl dem Versuch geschuldet, die Fracking-Anbieter durch einen niedrigen Ölpreis aus dem Markt zu drängen, stellte sich aber im Nachhinein als Milchmädchenrechnung heraus: Der Ölpreis sank so tief, dass auch die vom Öl wirtschaftlich deutlich abhängigeren OPEC-Länder massive Probleme bekamen. Und doch überraschte die plötzliche Einigung auf die Wiedereinsetzung der Höchstgrenze die Märkte: zu vertrackt waren die Verhandlungen vor allem zwischen Saudi Arabien und dem Iran gewesen. Ob es tatsächlich zu einer Drosselung kommt, wird sich frühestens im November zeigen. Der Ölpreis und die Aktienmärkte reagierten jedoch (weiterhin einträchtig) positiv auf die Einigung der OPEC.

	Stand	Veränderung zum			
	29.09.2016 17:42	22.09.2016 -1 Woche	26.08.2016 -1 Monat	28.06.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18303	-0,5%	-0,5%	5,1%	5,0%
S&P 500	2165	-0,6%	-0,2%	6,3%	5,9%
Nasdaq	5319	-0,4%	1,9%	13,4%	6,2%
DAX	10406	-2,5%	-1,7%	10,1%	-3,1%
MDAX	21494	-0,8%	-0,3%	11,5%	3,5%
TecDAX	1785	-1,4%	3,6%	14,8%	-2,5%
EuroStoxx 50	2987	-2,1%	-0,8%	8,3%	-8,6%
Stoxx 50	2844	-1,6%	-0,6%	5,3%	-8,3%
SMI (Swiss Market Index)	8148	-1,9%	-0,2%	4,8%	-7,6%
FTSE 100	6906	-0,1%	1,0%	12,5%	10,6%
Nikkei 225	16694	-0,7%	2,0%	8,9%	-12,3%
Brasilien BOVESPA	59200	0,3%	2,6%	18,4%	36,6%
Russland RTS	1000	-0,2%	2,7%	10,4%	32,1%
Indien BSE 30	27828	-3,3%	0,2%	4,9%	6,5%
China Shanghai Composite	2998	-1,4%	-2,3%	2,9%	-15,3%
MSCI Welt (in €)	1726	-0,9%	0,4%	6,3%	0,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	912	-1,0%	1,6%	11,6%	11,2%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,70	48	-200	-116	778
Bobl-Future	132,14	22	-148	-146	147
Schatz-Future	112,14	5	14	6	63
3 Monats Euribor	-0,30	0	0	-2	-17
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,31	1	0	3	0
3 Monats \$ Libor	0,84	-2	0	21	22
Fed Funds Future, Dez 2016	0,48	-1	-7	14	0
10-jährige US Treasuries	1,58	-5	-5	12	-69
10-jährige Bunds	-0,12	4	4	0	-75
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,08	-6	-1	14	-34
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,54	-7	-3	-3	-47
US Treas 10Y Performance	608,03	0,6%	0,8%	-0,7%	7,7%
Bund 10Y Performance	631,22	0,5%	0,6%	0,9%	9,0%
REX Performance Index	491,01	0,3%	0,1%	0,3%	3,5%
Hypothekenzinsen USA	3,48	0	5	-8	-53
IBOXX AA, €	0,35	-5	-2	-26	-94
IBOXX BBB, €	1,21	-2	2	-46	-106
ML US High Yield	6,71	-1	-4	-103	-219
JPM EMBI+, Index	815	-0,4%	0,3%	4,3%	15,7%
Wandelanleihen Exane 25	6752	-0,3%	-0,9%	4,0%	-3,0%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	419,93	-1,5%	0,5%	-2,0%	10,7%
MG Base Metal Index	258,76	0,8%	3,1%	5,5%	11,4%
Rohöl Brent	49,24	2,9%	-1,8%	2,9%	37,9%
Gold	1318,62	-1,6%	-1,2%	0,5%	24,1%
Silber	19,09	-4,8%	2,0%	6,9%	37,8%
Aluminium	1653,00	1,6%	1,5%	2,4%	10,2%
Kupfer	4801,00	-0,7%	4,3%	-0,2%	2,0%
Eisenerz	56,50	-0,9%	-6,6%	3,7%	29,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	912	-2,7%	26,7%	45,5%	90,8%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1241	0,0%	-0,4%	1,5%	3,3%
EUR/ GBP	0,8657	0,9%	1,3%	4,4%	17,5%
EUR/ JPY	114,10	0,8%	0,7%	0,6%	-12,9%
EUR/ CHF	1,0851	-0,1%	-0,8%	0,1%	0,1%
USD/ CNY	6,6650	-0,1%	0,0%	0,3%	2,6%
USD/ JPY	100,67	-0,1%	-1,1%	-2,0%	-16,3%
USD/ GBP	0,7703	0,9%	1,7%	2,6%	13,5%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
 Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.