

## Februar 2018

---

- **Finanzmärkte 2018: Comeback der Geldpolitik**  
(Geo-)politische Ereignisse sorgten im 1. Halbjahr 2017 für Schwankungen  
Geldpolitik und Konjunktur dominierten im 2. Halbjahr (wieder) das Bild  
Bedeutung der Geldpolitik für die Märkte nimmt 2018 weiter zu  
Nachlassende geldpolitische Unterstützung sorgt für Anstieg der Volatilität

## Team Postbank Research

### **Dr. Marco Bargel**

Chefvolkswirt  
marco.bargel@postbank.de

### **Heinrich Bayer**

heinrich.bayer@postbank.de

### **Dr. Lucas Kramer**

lucas.kramer@postbank.de

### **Heinz-Gerd Sonnenschein**

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

[www.postbank.de](http://www.postbank.de)

Redaktionsschluss: 29. Januar 2018

Deutsche Postbank AG  
Zentrale  
Friedrich-Ebert-Allee 114-126  
53113 Bonn  
Telefon: (0228)920-0

### **Disclaimer:**

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; die Deutsche Postbank AG garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

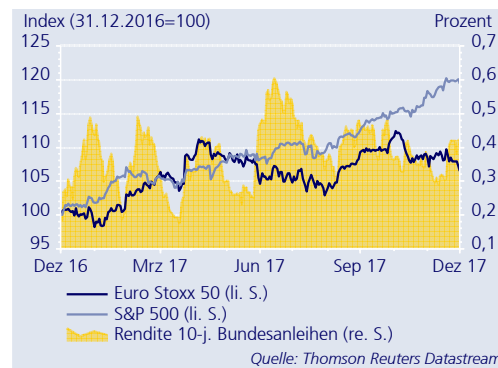
## Finanzmärkte 2018: Comeback der Geldpolitik

### (Geo-)politische Ereignisse sorgten im 1. Halbjahr 2017 für Schwankungen

Die Bedeutung (geo-)politischer Ereignisse für die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten, die sich im Zuge des britischen Brexit-Votums und der US-Präsidentenwahl im Jahr 2016 verstärkt hatte, hatte auch in der ersten Jahreshälfte 2017 Bestand. Entsprechende Anlässe gab es mit den französischen und niederländischen Wahlen, dem britischen Brexit-Antrag, der Unklarheit hinsichtlich der zukünftigen US-Wirtschaftspolitik oder auch den Verhandlungen zur Auszahlung weiterer Hilfgelder an Griechenland genug. Dies bedeutet aber nicht, dass beispielsweise bei Aktien per Saldo eine negative Entwicklung zu verbuchen war – im Gegenteil: Zur Jahresmitte 2017 notierten die vier von uns analysierten Indizes um fünf bis acht Prozent über ihrem jeweiligen Schlussstand des Vorjahres. Der positive Grundtrend wurde dabei insbesondere durch die weiter anziehende konjunkturelle Dynamik – nicht nur in einzelnen Regionen, sondern auf globaler Ebene – bestimmt und spiegelte sich auch in einem moderaten Anstieg der Renditen von (sicheren) Bundesanleihen sowie sinkenden Risikoaufschlägen für Euro-Peripherie-Anleihen und Unternehmensanleihen wider.

Begleitet wurde die grundlegend positive Dynamik in der ersten Jahreshälfte gleichwohl von temporären Rücksetzern bei den Aktienkursen sowie mehrfachen Richtungswechseln bei der Entwicklung der Renditen. So führte die politische Unsicherheit zeitweise zu einer Zurückhaltung bei Aktienkäufen sowie einer verstärkten Nachfrage nach als sicher geltenden Bundesanleihen – insbesondere im Vorfeld der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen im April. Hingegen fand die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks in der ersten Jahreshälfte vergleichsweise wenig Beachtung. Vielmehr bauten die Marktakteure auf eine Fortsetzung des vorsichtigen

### 2017: Positive Aktienmarktperformance, Anleihen nur moderat unter Druck

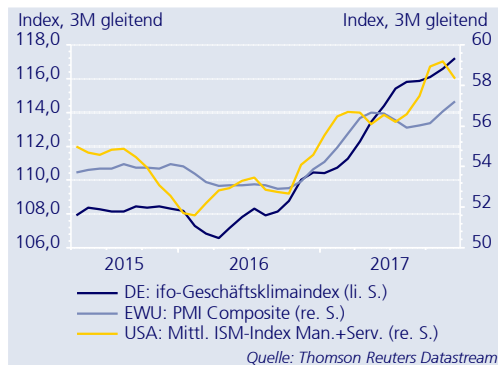


geldpolitischen Straffungskurses in den USA – ohne größere Überraschungen. Im Euroraum wurden nach der EZB-Entscheidung Ende 2016, das Anleiheankaufprogramm ab April 2017 noch einmal um neun Monate zu verlängern und gleichzeitig das monatliche Volumen von 80 auf 60 Mrd. Euro zu reduzieren, kurzfristig keine neuen Signale erwartet. Vor diesem Hintergrund erwischten die überraschend hawkischen Äußerungen von EZB-Ratspräsident Mario Draghi im Rahmen seiner Sintra-Rede Ende Juni viele Markakteure auf dem falschen Fuß – das einzige Mal im 1. Halbjahr 2017, dass die Geldpolitik klar in den Fokus rückte. Dies zeigte sich insbesondere bei der 10-jährigen Bundrendite, die binnen weniger Tage um mehr als 20 Basispunkte zulegte, was schlussendlich maßgeblich für die Renditeentwicklung in der gesamten ersten Jahreshälfte verantwortlich zeichnete.

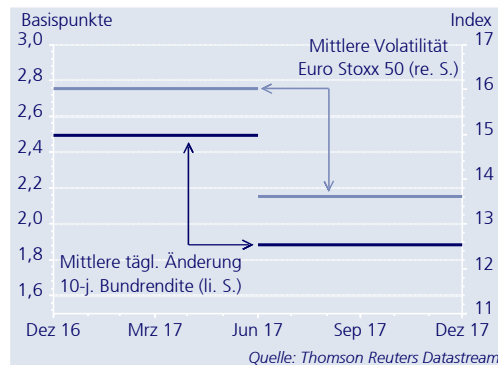
### Geldpolitik und Konjunktur dominieren im 2. Halbjahr (wieder) das Bild

Die Draghi-Rede in Sintra war dann auch der Startschuss in ein 2. Halbjahr 2017, in dem die Kommunikation der Notenbanken hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik wieder stärker in den Fokus rückte. Hingegen traten im Gegensatz zum Vorjahr sowie zum 1. Halbjahr die (geo-)politischen

### Stimmungsindikatoren 2017 mit immer neuen (zyklischen) Hochs



### Durchschnittliche Marktbewegungen im 2. Halbjahr 2017 deutlich gesunken



Risiken bei vielen Marktakteuren immer stärker in den Hintergrund – trotz einer neuen Eskalationsstufe im Nordkorea-Konflikt und der Tatsache, dass Unsicherheitsfaktoren wie der nahende Brexit oder die Schuldenprobleme in der Eurozone weiterhin existent waren (und immer noch sind).

Während die Aktienmärkte sich zunächst noch in eine weitgehend ereignislose Sommerpause verabschiedeten, führten die nach der Sintra-Rede wieder verstärkt dovishen Äußerungen verschiedener EZB-Offizieller zunächst zu einer Gegenbewegung bei den Kapitalmarkrenditen. Die laufende Verzinsung 10-jähriger Bunds sank von ihrem Jahreshoch bei 0,60% Mitte Juli bis Anfang September auf 0,30%. Neben der EZB-Kommunikation spielte hier auch die schwächere US-Inflation eine Rolle, die zwischenzeitlich Zweifel aufkommen ließ, ob die Fed weiter an ihrem vorsichtigen geldpolitischen Straffungskurs festhalten würde. Die Aussicht, dass der Fortschritt der geldpolitischen Trendwende zu beiden Seiten des Atlantiks sich doch noch einmal verzögern könnte und damit die Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken weiter hoch bliebe, ließ wiederum die Aktienmärkte Ende August mit viel Schwung aus der Sommerpause kommen. Bis zum Jahresende bauten die vier von uns analysierten Indizes ihre Jahresperformance unterschiedlich deutlich auf sieben bis zwanzig Prozent aus. Angesichts immer neuer (zyklischer) Hochs bei diversen Sentimentindikatoren rund um den Globus wurde nun auch das fundamentale Umfeld wieder stärker als Unterstützung wahrgenom-

men, zumal die immer bessere Stimmung auch durch die Entwicklung der harten Konjunkturdaten und die guten Gewinn- und Umsatzzahlen der Unternehmen untermauert wurde.

Während die höhere globale Konjunkturdynamik am Rentenmarkt bereits ebenfalls schon im Spätsommer für steigende Renditen gesprochen hätte, überwog hier vorerst noch eine abwartende Haltung der Marktakteure, in welchem Tempo sich die geldpolitische Trendwende fortsetzt. Die Auflösung erfolgte in zwei Schritten: Zunächst entschied die Fed im September, die Reinvestition von Rückflüssen aus Wertpapieren in ihrem Bestand ab Oktober sukzessive zu drosseln und damit den geldpolitischen Expansionsgrad weiter zu reduzieren. Auch eine weitere Leitzinsanhebung zum Jahresende wurde zu diesem Zeitpunkt bereits an den Märkten eingepreist. Im Oktober verkündete dann die EZB die Verlängerung ihres Anleiheankaufprogramms von Januar bis September 2018, wobei sie das monatliche Volumen etwas stärker als im Vorfeld erwartet auf 30 Mrd. Euro senkte. In der Summe sorgten diese Entwicklungen bei vielen Marktakteuren diesseits und jenseits des Atlantiks für zunehmende Gewissheit, dass die geldpolitische Wende – wenn auch in langsamem Tempo – weiter im Gange ist. Vor diesem Hintergrund zog die 10-jährige Bundrendite zum Jahresende noch einmal deutlich an und lag schlussendlich mit 0,42% um mehr als 20 Basispunkte über ihrem Niveau von Ende 2016.

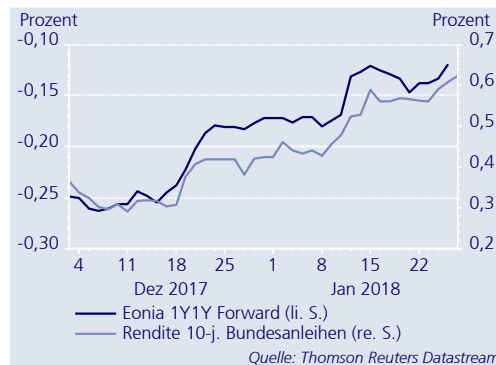
Der Fokus auf die global anziehende Konjunkturdynamik sowie auf die Aussichten für die zukünftige Geldpolitik hat auch dazu geführt, dass die Schwankungsbreite in der zweiten Jahreshälfte 2017 im Gegensatz zum (geo-)politisch dominierten 1. Halbjahr an den Märkten deutlich gesunken ist. Dies zeigt sich unter anderem am Beispiel der mittleren täglichen (betragsmäßigen) Veränderung der 10-jährigen Bundrendite. Schwankte diese im 1. Halbjahr durchschnittlich noch um rund 2,5 Basispunkte pro Tag, ging dieser Wert in der zweiten Jahreshälfte auf 1,9 Basispunkte zurück. Ein vergleichbares Bild ergibt sich auch für die Volatilität des Euro Stoxx 50 mit einem Rückgang des entsprechenden Indexes von 16,0 auf rund 13,5 Punkte.

### Bedeutung der Geldpolitik für die Märkte nimmt 2018 weiter zu

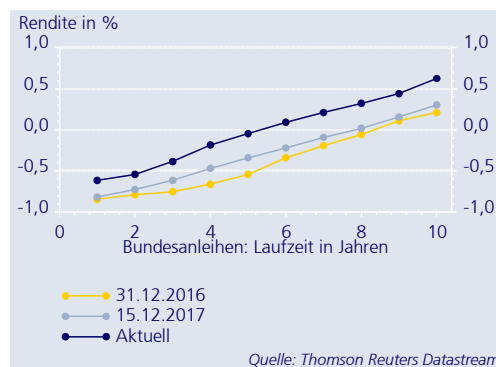
Der veränderte Marktfokus in der zweiten Jahreshälfte 2017 setzt unseres Erachtens auch den Ton für die Entwicklung an den Finanzmärkten in diesem Jahr. Dies gilt in erster Linie für die Geldpolitik, was bereits um den Jahreswechsel herum klar zu beobachten war. So sind die Leitzinsersparungen des Marktes für die Eurozone, gemessen am Eonia-Forward, seit Mitte Dezember 2017 deutlich gestiegen. Insgesamt wird eine erste Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes nun bereits im März 2019 erwartet, was sich in einem deutlichen Renditeanstieg entlang der gesamten Kapitalmarktkurve binnen gerade einmal 40 Tagen widerspiegelte.

Wir gehen jedoch davon aus, dass die Markterwartungen vor dem Hintergrund immer neuer positiver Konjunktur- und Unternehmensnachrichten, der Verabschiedung der US-Steuerreform kurz vor Weihnachten, einer nachhaltigen Euro-Stärke sowie des deutlichen Ölpreisanstiegs, der die Inflationserwartungen befeuert, etwas über das Ziel hinausgeschossen sind. Folgt die EZB ihrer seit geraumer Zeit etablierten Kommunikation, was sie auch bisher stets getan hat, läuft das Anleihekaufprogramm noch bis mindestens September dieses Jahres. Darüber hinaus betonen die Währungshüter regelmäßig, dass die Leit-

### Steigende EZB-Leitzinsersparungen des Marktes zum Jahreswechsel...



### ... führen zu deutlicher Aufwärtsschiebung der Kapitalmarktkurve



zinsen „für längere Zeit und weit über den Zeithorizont unseres Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden“. Selbst wenn die Netto-Anleiheankäufe tatsächlich im September dieses Jahres eingestellt werden sollten, wäre – bei allem gegebenem Interpretationsspielraum der EZB-Aussage – März 2019 tatsächlich der frühest denkbare Zeitpunkt für die erste Leitzinsanhebung im Euroraum seit Juli 2007.

Auch wenn die Marktreaktion zum Jahreswechsel die Erwartungen an die zukünftige Geldpolitik im Euroraum aus unserer Sicht etwas vorweggenommen hat, bedeutet dies nicht, dass wir nicht ebenfalls in der Fortführung des Ausstiegs aus der ultraexpansiven Geldpolitik das dominierende Thema an den Finanzmärkten in diesem Jahr sehen. So gehen wir davon aus, dass der EZB-Rat im Juni zunächst ein weiteres Tapering der Netto-Anleiheankäufe ab

Oktober beschließt und diese dann Ende 2018 endgültig einstellt. Einen ersten Zinsschritt erwarten wir damit auf Basis der vorangegangenen Argumentation erst zur Jahresmitte 2019. Dies wäre immer noch ein vergleichsweise früher Zeitpunkt. So erfolgte die erste Leitzinsanhebung nach der Finanzkrise durch die Fed – die als erste der großen Notenbanken den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik eingeleitet hat – im Dezember 2015 und damit rund 14 Monate nach Beendigung ihres Nettoerwerbs von Vermögenswerten.

Wenig geldpolitische Überraschungen sind wiederum in diesem Jahr aus den USA zu erwarten, wo der Wechsel des FOMC-Vorsitzes im Februar kaum Auswirkungen auf die Fortsetzung des graduellen geldpolitischen Straffungskurses haben dürfte. Wir gehen weiterhin von drei Zinsschritten à 25 Basispunkte in diesem Jahr aus, so dass die Fed Funds Target Rate Ende 2018 bei 2,00-2,25% liegen sollte.

### **Nachlassende geldpolitische Unterstützung sorgt für Anstieg der Volatilität**

Unter zusätzlicher Berücksichtigung des immer besseren globalen Konjunkturausblicks – so hat jüngst der IWF seine Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft in diesem Jahr von 3,7% auf 3,9% angehoben – ist die Basis für einen weiteren Anstieg der Kapitalmarktrenditen im Jahresverlauf damit in der Summe gegeben. Auf den aktuell erreichten Niveaus vieler Sentiment- und Konjunkturdaten werden positive Überraschungen gleichwohl immer schwieriger. Angesichts der vorweggenommenen Entwicklung zum Jahreswechsel dürfte zudem ein größerer Teil des Renditeanstiegs erst in der zweiten Jahreshälfte erfolgen, zumal dann auch Klarheit über das Ende des QE-Programms der EZB bestehen sollte. Die von uns erwarteten Renditeanstiege auf 3,00% bei 10-jährigen US-Treasuries sowie auf 0,90% bei Bundesanleihen gleicher Laufzeit auf Jahressicht zeigen aber auch, dass in diesem Jahr zinsseitig weiterhin keine großen Sprünge zu erwarten sind.

Grund hierfür ist der ungeachtet der eingeleiteten geldpolitischen Trendwende immer noch hohe Expansionsgrad der Geldpolitik diesseits und jenseits des Atlantiks. So fährt die Fed die Reinvestition von Rückflüssen aus ihrem Anleihebestand nur sehr allmählich zurück, während die EZB, ungeachtet des noch ausstehenden Endes der Netto-Ankäufe, hiervon noch weit entfernt ist. Gerade Letztere bleibt damit auch auf absehbare Zeit ein dominanter Akteur am Kapitalmarkt. Vor diesem Hintergrund ist auch nicht davon auszugehen, dass sich die Risikoaufschläge für Staatsanleihen der EWU-Peripherie im Jahresverlauf deutlicher ausweiten. Angesichts der nach wie vor ungelösten Schuldenprobleme in vielen Ländern des Euroraums ist aber eine weitere, signifikante Einengung gleichfalls kaum vorstellbar. Grundsätzlich gilt eine analoge Argumentation auch für Unternehmensanleihen, die durch die Geldpolitik ebenfalls gut unterstützt bleiben dürften. Eine moderate Ausweitung erwarten wir hier insbesondere angesichts der erreichten, sehr niedrigen Niveaus, aufgrund derer die Anfälligkeit für Zweifel an einer weiterhin hohen oder noch zunehmenden konjunkturellen Dynamik gestiegen sein dürfte. Grundsätzlich könnte der fortschreitende Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik auch die Aktienmärkte zeitweise belasten – zumal die Positionierungen der Investoren inzwischen sehr offensiv sind. Dies sehen wir aber aktuell nicht. Nach Jahren der Nullzinspolitik wird die geldpolitische Trendwende vielmehr als Beleg für das robuste Konjunkturmilieu angesehen, so dass wir auf Jahressicht weiteres Kurspotenzial sehen.

Mit den nachlassenden Marktreaktionen auf (geo-)politische Ereignisse ist auch die Volatilität in vielen Asset-Klassen im vergangenen Jahr auf teilweise historische Tiefstände gesunken. Dieser Trend dürfte sich unseres Erachtens 2018 nicht weiter fortsetzen. Eine perspektivisch nachlassende Unterstützung der Märkte durch die Geldpolitik sollte vielmehr dazu führen, dass Investoren ungünstige Nachrichten – gleich welcher Art – schlechter aushalten können als in der Vergangenheit.

*Dr. Lucas Kramer*